
**Geld, Währung und
Konjunktur****Monnaie
et conjuncture****4/1983**

Inhalt / Table des matières	1
Übersicht / Sommaire	2
Sommario / Abstracts	4
Wirtschafts- und Währungslage	6
Situation économique et monétaire	27
Pierre Languetin: Une décennie d'incertitude: l'économie mondiale en état de choc	48
Markus Zimmerli: Einflussnahme der Nationalbank auf die Zinssätze für Kassenobligationen	53
Geld- und währungspolitische Chronik	65
Chronique monétaire	68

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 6–26)

Im zweiten Quartal gewann die zu Jahresbeginn noch schwache Konjunkturerholung in einigen Industrieländern an Stärke. Das Bruttosozialprodukt stieg vor allem in den Vereinigten Staaten kräftig an, nahm aber auch in Japan, dem Vereinigten Königreich und der Bundesrepublik Deutschland zu. Noch keine Anzeichen eines Konjunkturaufschwungs zeigten sich in Frankreich und Italien.

Die Industrieproduktion der OECD-Länder nahm weiter zu. Hauptmerkmal der Konjunkturlage war ein steigender Konsum bei schwacher Investitionstätigkeit. Die Arbeitslosigkeit verharrte insgesamt auf ihrem hohen Niveau. Die Teuerung ging weiter zurück. Die Devisenmärkte waren von einem starken Dollar geprägt, vor allem gegenüber den EWS-Währungen.

In der Schweiz kam die Rezession im Frühjahr zum Stillstand und mündete in eine zaghafte Erholung. Im zweiten Quartal stiegen der Konsum und die Investitionen mit Ausnahme der Bautätigkeit. Von den Exporten gingen, anders als in früheren vergleichbaren Konjunkturphasen, keine Impulse aus. Die Arbeitslosigkeit nahm bei rückläufiger Beschäftigung weiter zu. Die Jahresteuerung ging hingegen deutlich zurück.

Die Nationalbank folgte weiterhin ihrem Ende 1982 festgelegten Kurs. Gemeinsam mit den Notenbanken wichtiger Industrieländer intervenierte sie im Sommer auf den Devisenmärkten, um der Stärke des Dollars und der Schwäche der D-Mark entgegenzuwirken. Sie nahm dabei eine geringfügige Überschreitung des Wachstumsziels für die bereinigte Notenbankgeldmenge bis Ende Jahr in Aussicht. Die Zinssätze stiegen im zweiten Quartal erneut leicht an. Der Aussenwert des Schweizerfrankens lag wenig höher als vor Jahresfrist.

Ein Jahrzehnt der Unsicherheit (S. 48–52)

In einem kürzlich gehaltenen Referat setzte sich Pierre Languetin, Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, mit den be-

deutenden Veränderungen auseinander, die die Weltwirtschaft im Laufe der letzten zehn Jahre erfuhr:

Die grossen Hoffnungen, zu denen der Wiederaufbau der Wirtschaft nach dem Kriege, die Liberalisierung des internationalen Handels und ein nie gekannter materieller Wohlstand Anlass gegeben hatten, machten einer bis heute anhaltenden Unsicherheit Platz. Die Energiekrise, stark schwankende Wechselkurse und das geschwundene Vertrauen in den Staat als Lenker der Konjunktur erschweren die ökonomischen Entscheide. Um der globalen Probleme Herr zu werden, müssen die Industriestaaten ihre Wirtschaftspolitik aufeinander abstimmen, und die internationale Arbeitsteilung sollte weiter vorangetrieben werden.

Einflussnahme der Nationalbank auf die Kassenobligationensätze (S. 53–64)

Im Laufe der vergangenen fünfzig Jahre versuchte die Nationalbank in Phasen steigender Zinssätze regelmässig, mit Hilfe von Artikel 10 des Bankengesetzes dämpfend auf die Entwicklung der Kassenobligationensätze Einfluss zu nehmen. Damit sollten Spargeldsatz- und die sich daraus ergebenden Hypothekarzins erhöhungen verhindert oder zeitlich hinausgeschoben werden. Seit Mitte der sechziger Jahre liessen sich deutliche Umlagerungen von Kassenobligationen- und Spargeldern in Termineinlagen beobachten, sobald die kurzfristigen Zinssätze gegenüber den trägeren Kassenobligationen- und Spargeldsätzen anstiegen. Die Nationalbank verstärkte mit ihrer Einflussnahme auf die Kassenobligationensätze diese zinsinduzierten Umlagerungen. Der in diesem Beitrag unternommene Versuch, den Nationalbankeinfluss im Rahmen eines einfachen Portfoliomodells zu quantifizieren, führte zum Nachweis eines schwachen Einflusses der Nationalbank auf die Kassenobligationen- und Spargeldsätze. Dementsprechend gering war auch der Anteil der durch die Einflussnahme der Nationalbank bedingten Umlagerungen von Kassenobligationen- und Spargeldern in Termineinlagen.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 27–47)

La reprise de la conjoncture, encore faible au début de l'année, s'est raffermie dans plusieurs pays industrialisés au cours du deuxième trimestre. Le produit national brut a augmenté vigoureusement aux Etats-Unis mais il progressé également au Japon, au Royaume-Uni et en République fédérale d'Allemagne. En France et en Italie par contre, aucun signe d'essor n'a été observé.

Dans les États membres de l'OCDE, la production industrielle a continué de croître. L'expansion des dépenses de consommation constitue le fait dominant, l'investissement étant resté faible. Dans l'ensemble, le chômage s'est maintenu à son niveau élevé et le renchérissement a continué de reculer. Quant aux marchés des changes, ils ont été marqués par la fermeté dont le dollar a fait preuve en particulier face aux monnaies du SME.

En Suisse, la récession a pris fin au printemps pour faire place à une reprise hésitante. Une hausse a été observée au deuxième trimestre dans la consommation et dans l'investissement, à l'exception du secteur de la construction. Contrairement aux phases comparables des cycles conjoncturels précédents, aucune impulsion n'est venue des exportations. L'emploi diminuant, le chômage a augmenté encore. Le renchérissement a par contre fléchi sensiblement.

La Banque nationale a poursuivi le cours qu'elle s'était fixé à la fin de 1982. Avec les banques centrales d'importants pays industrialisés, elle est intervenue sur les marchés des changes, durant l'été, pour combattre la fermeté du dollar et la faiblesse du mark. Aussi a-t-elle envisagé un léger dépassement de l'objectif fixé pour 1983 en termes de croissance de la monnaie centrale ajustée. Les taux d'intérêt ont encore augmenté quelque peu au deuxième trimestre. La valeur extérieure du franc a reculé légèrement en un an.

Une décennie d'incertitude (p. 48–52)

Dans un exposé qu'il a présenté récemment, M. Pierre Languetin, vice-président de la Direction générale de la Banque nationale suisse, s'est

penché sur les principales mutations que l'économie mondiale a connues au cours des dix dernières années.

Le formidable espoir dont étaient porteurs la reconstruction des économies après la guerre, la libéralisation du commerce international et le bien-être matériel d'un niveau record a fait place à une incertitude qui n'a pas encore pris fin. La crise de l'énergie, les fortes fluctuations des cours de change et la crise de confiance à l'égard de l'Etat et de sa capacité à régler l'activité économique ont rendu plus difficiles les décisions économiques. Pour maîtriser les problèmes globaux, les pays industrialisés doivent coordonner leur politique économique et il serait souhaitable que la division internationale du travail progresse.

L'influence exercée par la BNS sur la rémunération des bons de caisse (p. 53–64)

En se fondant sur l'article 10 de la loi sur les banques, la Banque nationale suisse (BNS) a tenté, durant les phases de hausse des taux d'intérêt qui ont eu lieu au cours des cinquante dernières années, de modérer l'évolution des rémunérations servies sur les obligations de caisse. L'objectif était d'éviter ou de retarder les augmentations du taux d'intérêt de l'épargne, en raison de leur répercussion sur le taux hypothécaire. A partir du milieu des années soixante, des transferts très nets ont pu être observés des dépôts d'épargne et des fonds provenant du placement de bons de caisse vers les dépôts à terme, dès que les taux à court terme augmentaient par rapport aux rémunérations offertes sur les dépôts d'épargne et les bons de caisse. Par son influence sur les conditions d'émission des bons de caisse, la BNS a renforcé ces transferts. Cette étude qui vise à mesurer, à l'aide d'un modèle simple de portefeuille, les effets de l'action exercée par la BNS démontre que celle-ci a peu influé sur les taux des bons de caisse et des dépôts d'épargne. Par conséquent, les transferts de dépôts d'épargne et de fonds provenant du placement de bons de caisse vers les dépôts à terme étaient dus pour une faible part à l'action exercée par la BNS.

Sommario

Situazione economica e monetaria (pag. 6-47)

La ripresa congiunturale, ancora lenta nei primi mesi del 1983, si è rafforzata in alcuni paesi industrializzati durante il secondo trimestre. Il prodotto nazionale lordo è cresciuto rapidamente negli Stati Uniti e miglioramenti si sono manifestati in Giappone, Regno Unito e Germania federale. I segni di ripresa sono rimasti assenti in Francia e Italia.

Nel complesso dei paesi dell'Ocse, la produzione industriale ha continuato a aumentare. La crescita dei consumi e la persistente debolezza degli investimenti hanno caratterizzato questa evoluzione. Il numero dei disoccupati è rimasto elevato e l'inflazione si è ancora moderata. I mercati valutari sono stati marcati dalla forza del dollaro, soprattutto verso le monete appartenenti alle Sme.

In Svizzera la recessione si è esaurita in primavera, lasciando spazio a una timida ripresa dell'attività. Nel secondo trimestre sono aumentati sia i consumi che gli investimenti, ad eccezione di quelli nel settore edile. Nessuno stimolo è provenuto dalle esportazioni, a differenza di quanto avvenne durante fasi paragonabili di cicli congiunturali passati. Il numero dei disoccupati ha continuato a crescere, accompagnato da una diminuzione dell'impiego. L'incremento dei prezzi al consumo si è sensibilmente ridotto.

La Banca nazionale ha mantenuto il corso adottato alla fine del 1982. Durante l'estate, assieme alle banche centrali dei principali paesi industrializzati, è intervenuta sui mercati valutari per contrastare l'apprezzamento del dollaro e l'indebolimento del marco. Ha pure valutato la possibilità di un lieve superamento dell'obiettivo di crescita della base monetaria per il 1983. Nel secondo trimestre i tassi d'interesse sono ancora leggermente aumentati. Il valore esterno del franco è risultato di poco inferiore a quello dello stesso periodo dello scorso anno.

Un decennio d'incertitudine (pag. 48-52)

Il vicepresidente della direzione generale della Banca nazionale, Pierre Languetin, ha presentato

recentemente, in una relazione, i principali mutamenti che l'economia mondiale ha conosciuto negli ultimi dieci anni.

Le grandi speranze prodotte dalla ricostruzione economica postbellica, dalla liberalizzazione del commercio internazionale e dall'elevato benessere materiale, mai conosciuto precedentemente, hanno ceduto il posto all'attuale periodo d'incertitudine. La crisi energetica, le ampie oscillazioni dei cambi e la scemata fiducia verso lo Stato e la sua capacità di regolare l'attività economica hanno reso più ardue le decisioni di carattere economico. La dominanza dei problemi globali presuppone il coordinamento delle politiche economiche dei paesi industrializzati e un ulteriore progresso della divisione internazionale del lavoro.

L'influsso esercitato dalla Banca nazionale sulla remunerazione delle obbligazioni di cassa (pag. 53-64)

Negli ultimi cinquant'anni, la Banca nazionale ha cercato, durante le fasi di aumento dei tassi d'interesse e con l'ausilio dell'articolo 10 della legge sulle banche, di moderare l'evoluzione delle remunerazioni delle obbligazioni di cassa. Si voleva così contenere, o ritardare, gli aumenti del tasso d'interesse sui depositi a risparmio, tenuto conto della loro ripercussione sul tasso ipotecario. A partire dalla metà degli anni sessanta si sono osservati importanti trasferimenti dai depositi a risparmio e dalle obbligazioni di cassa verso i depositi a termine, quando gli interessi serviti su quest'ultimi salivano in rapporto a quelli sulle due altre categorie. L'influsso esercitato dalla Banca nazionale sulle obbligazioni di cassa ha accentuato questi movimenti. Questo studio si propone di quantificare, con l'ausilio di un semplice modello di portafoglio, gli effetti dell'azione esercitata dalla Banca nazionale e di dimostrare che il suo influsso sui tassi delle obbligazioni di cassa e dei depositi a risparmio è stato di poca importanza. Di conseguenza i trasferimenti verso i depositi a termine sono stati dovuti solo in minima parte all'azione della Banca nazionale.

Abstracts

Economic and Monetary Developments (pp. 6–47)

In the second quarter the economic recovery, which was still weak at the beginning of the year, gained in strength in some of the industrialized countries. The gross national product rose most strongly in the United States and, to a lesser extent, in Japan, Great Britain, and West Germany. There were still no signs of an economic upswing in France and Italy.

Industrial production continued to go up in the OECD countries. The economic environment was marked by increased consumer spending and low capital investment. Unemployment generally remained stuck at a high level; inflation declined further. The U.S. dollar was strong in the foreign exchange markets, particularly against the EMS currencies.

In Switzerland the recessionary trend came to a halt in the spring and slowly turned around into a hesitant upswing. In the second quarter consumer spending and capital investments rose except for construction outlays. In contrast to comparable recoveries the economy received no stimulation from exports. Unemployment continued to increase as the number of jobholders went down. The annual rate of inflation declined substantially.

The Swiss National Bank continued to follow the monetary policy set at the end of 1982. Simultaneously with the central banks of major industrialized nations it intervened in the foreign exchange markets during the summer to counter the dollar's strength and particularly the Deutsche mark's weakness. These interventions imply a possibility for the adjusted monetary base to exceed slightly the three percent growth target set up for 1983. Interest rates rose again somewhat in the second quarter. The Swiss franc's value in the foreign exchange markets was slightly up from a year ago.

A Decade of Uncertainty (pp. 48–52)

In a recent speech Pierre Languetin, Vice President of the Governing Board of the Swiss National Bank, discussed the important changes that have taken place in the international economy in the last ten years. The large hopes that had arisen with the reconstruction of the economy after World War II, the liberalization of international trade, and a degree of material prosperity never before experienced have given way to a feeling of uncertainty that still holds sway today. The energy crisis, sharply fluctuating exchange rates, and the loss of confidence in government as a guiding force for the economy have all made economic decision-making more difficult. In order to master the worldwide problems, the industrialized countries must coordinate their economic policies and develop the international division of labour.

The National Bank's Influence on Rates for Medium-Term Bank Bonds (pp. 53–64)

In the last fifty years, during periods of rising interest rates the Swiss National Bank has regularly made use of Article 10 of the Banking Act to try to exert a moderating influence on the rates for medium-term bank bonds. Its purpose in doing so has been to prevent or delay rises in rates on savings deposits and, in turn, on mortgage loans. Since the mid-1960s substantial amounts of funds have been shifted out of these medium-term bank bonds and savings deposits into time deposits as soon as short-term interest rates have risen more than the slower reacting medium-term rates. With its influence on the rates on medium-term bonds, the National Bank has thus reinforced these interest-related shifts. This paper uses a simple portfolio model to quantify the effect of the Bank's policy. It shows that the Bank's influence on these rates was weak. Correspondingly, that part of the shift from bonds and savings deposits into time deposits which was attributable to the Bank's influence on these rates was small.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 9. September 1983*

A. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

1. Die Weltwirtschafts- und Währungslage im Überblick

Die Weltwirtschaft erholt sich seit Jahresbeginn unter dem Einfluss einer grosszügigeren Geldversorgung zusehends. Im zweiten Quartal lag das *reale Bruttosozialprodukt* in den Vereinigten Staaten, Japan, der Bundesrepublik Deutschland und Grossbritannien über dem allerdings tiefen Vorjahresstand. Die OECD schätzt, dass ihre Mitgliedsländer im laufenden Jahr gesamthaft ein Realwachstum von rund zwei Prozent erreichen werden. Die Industrieproduktion übertraf im zweiten Quartal den Vorjahresstand um 1½%.

Wie üblich in der Anfangsphase eines Konjunkturaufschwungs stammen die Nachfrageimpulse fast ausschliesslich aus dem Konsumbereich. Im zweiten Quartal konnte die zusätzliche Konsumnachfrage nicht mehr durch einen blossen Lagerabbau befriedigt werden. Daher nahm die Produktion deutlich zu. Die Investitionstätigkeit ist ausser im Wohnungsbau noch nicht aus ihrer Lethargie erwacht. Die kommenden Monate werden zeigen, ob sich die Konjunkturbelebung trotz der hohen Zinssätze auf die Investitionstätigkeit überträgt. Die Angst der Anleger vor einem unkontrollierten Wachstum der amerikanischen Budgetdefizite und die Unsicherheit über den künftigen Kurs der Geldpolitik standen einem Zinsabbau bisher im Wege. Auch eine wesentliche Zunahme der Exporte blieb angesichts der erst zaghaften Konjunkturerholung aus. Ferner erhalten die Industrieländer weniger Exportaufträge aus den mit Zahlungsproblemen belasteten Entwicklungsländern. Zudem haben die Beschäftigungsprobleme mancher Länder protektionistische Tendenzen verstärkt.

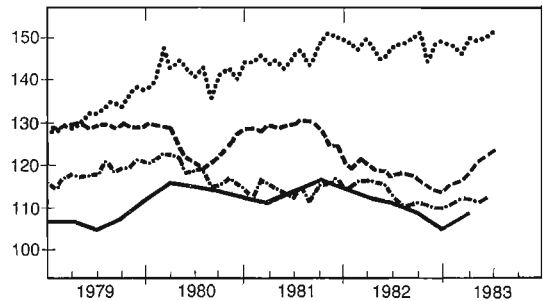
* Der Bericht wurde Mitte August abgeschlossen und stützt sich hauptsächlich auf Fakten, die im Mai, Juni und Juli 1983 bekannt wurden.

Die durchschnittliche Inflationsrate der OECD-Länder fiel seit dem Höchststand von 13% im Jahre 1980 schrittweise und betrug im Juli 1983 noch gut 5%.

Auf dem Arbeitsmarkt führte der noch zaghafte Aufschwung bisher nicht zu einer Verbesserung. Die Arbeitslosenrate der Industrieländer verharrte bei 9%. Nach Ansicht der OECD wird sie allerdings im laufenden Jahr ihren Höhepunkt von höchstens 10% erreichen. Dann soll sie, ausgehend von Nordamerika, wo bereits Zeichen einer Besserung sichtbar sind, allmählich sinken. Die Zahl der Arbeitslosen, die fast doppelt so hoch liegt wie am Ende der Rezession von 1975, widerspiegelt vor allem den Eintritt geburtenstarker Jahrgänge ins Erwerbsalter in einer Zeit stagnierender Beschäftigung.

Bezüglich der Ertragsbilanz der Industrieländer klaffen die Prognosen der OECD und des Internationalen Währungsfonds (IWF) für 1983 auseinander. Die OECD rechnet mit einem Defizit

Grafik 1: Industrieproduktion¹



¹ 1975 = 100, saisonbereinigt

- Japan
- Vereinigte Staaten
- Frankreich, Vereinigtes Königreich, Italien und Bundesrepublik Deutschland
- Schweiz

Quelle: OECD, Main Economic Indicators

Tabelle 1: Wechselkursveränderungen ausgewählter Währungen

	April 1983 – Juli 1983 ¹		2. Quartal 1982 – 2. Quartal 1983 ²		
	nominal		nominal		real
	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gewichteter Durchschnitt
US-\$	–	+0.7	–	+3.9	+2.6
Yen	–0.5	+0.1	+ 2.6	+8.0	+4.0
D-Mark	–2.0	–0.5	– 4.5	+6.0	+0.3
fFr.	–2.1	–0.5	–19.1	–9.0	–5.0
Lit.	–1.9	–0.2	–11.9	–7.4	+1.5
£	–0.3	+1.1	–12.6	–5.4	–2.2
sFr.	–1.0	+0.3	– 4.2	+4.8	+2.9

¹ Durchschnittliche monatliche Veränderung in Prozent (+ = Aufwertung; – = Abwertung)

² Durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent (+ = Aufwertung; – = Abwertung)

von rund 30 Mrd. Dollar, der IWF hingegen mit einem bescheidenen Überschuss.

Die ölexportierenden Länder haben 1983 wegen der Preissenkungen vom Frühjahr mit ihrem ersten Ertragsbilanzdefizit seit Beginn der Ölpreiserhöhungen im Jahr 1973 zu rechnen. Für die Gruppe der nicht-ölexportierenden Entwicklungsländer prognostiziert der IWF im laufenden Jahr einen weiteren Abbau des bereits 1982 leicht rückläufigen Defizits.

In der *Geldpolitik* waren im zweiten Quartal die meisten Länder bestrebt, das im ersten Quartal beschleunigte Wachstum der Geldmenge wieder unter Kontrolle zu bringen, ohne es allzu brüsk abzubremsen. Allgemein lagen die Geldaggregate zur Jahresmitte über den Zielwerten. Die *Fiskalpolitik* ist in fast allen Ländern auf die längerfristige Kontrolle des Ausgabenwachstums bzw. der Haushaltsdefizite ausgerichtet, wobei allerdings noch kaum nachhaltige Erfolge erreicht wurden. Nachdem die Industrieländer 1973, zu Beginn des ersten Ölshocks, gesamthaft noch ein praktisch ausgeglichenes Budget aufgewiesen hatten, stieg der gemeinsame Fehlbetrag bis 1983 auf rund 4% des Bruttosozialprodukts.

Der internationale *Devisenmarkt* war seit April durch die Stärke des amerikanischen Dollars geprägt. Dessen Kursanstieg erfolgte zunächst fast kontinuierlich, beschleunigte sich jedoch drastisch zu Anfang August. Dies veranlasste wichtige Zentralbanken, auf den Devisenmärkten

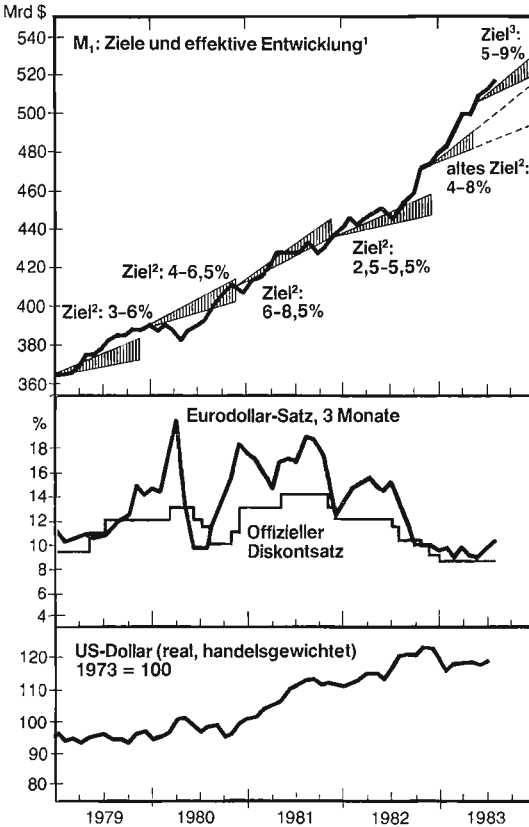
durch Verkäufe von Dollars zu intervenieren. Von der Stärke des Dollars waren alle anderen Währungen betroffen, wobei besonders die Währungen des Europäischen Währungssystems (EWS) und weniger der Yen und das Pfund Sterling an Wert einbüßten.

2. Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten fiel der Aufschwung im ersten Halbjahr 1983 überraschend kräftig aus. Das *Bruttosozialprodukt*, 1982 noch rückläufig, lag im ersten Quartal 1,1% und zweiten Quartal 2,2% über dem Vorjahresstand. Die grösste Dynamik ging im zweiten Quartal vom privaten Konsum aus, wobei die Belebung bei den dauerhaften Konsumgütern am deutlichsten war. Sprunghaft stieg auch die Zahl der verkauften Häuser. In all diesen Bereichen hatte sich ein Nachholbedarf angestaut. Ferner wirkten sich die tiefere Inflation und die zur Jahresmitte bevorstehende weitere Senkung der Einkommenssteuersätze positiv auf die verfügbaren Einkommen der Haushalte aus.

Eine Wende trat im Lagerzyklus ein, indem die Lagerbestände nach längerem Rückgang im ersten Semester wieder zunahmen. Die Aufstokkung der Lager äusserte sich in einem stärkeren Wachstum der Industrieproduktion als der Endnachfrage. Das Verhältnis von Lagerbeständen zu Verkäufen ging allerdings infolge der starken Verkaufszunahme im zweiten Quartal trotz Lager-

Grafik 2: Vereinigte Staaten



¹ Saisonbereinigt (Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, US-Financial Data)

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

³ Vom 2. Quartal bis Ende 1983

aufbau weiter zurück und erreichte im Juni den tiefsten Stand seit 25 Jahren.

Die Investitionstätigkeit blieb im zweiten Quartal weiterhin schwach, obwohl sich sowohl die Wirtschaftsaussichten als auch die Finanzlage der Unternehmungen seit 1982 spürbar verbessert hatten.

Rückläufige Exporte bei steigenden Importen liessen das Handelsbilanzdefizit im zweiten Quartal stark ansteigen. Diese Entwicklung erklärt sich einerseits durch den gestiegenen Dollarkurs und andererseits durch die zeitlich verzögerte und im Vergleich zu den Vereinigten Staa-

ten verhaltenere konjunkturelle Entwicklung der wichtigsten Handelspartner. Die Wechselkursbedingte Verschlechterung der amerikanischen Wettbewerbsposition droht die protektionistischen Kräfte zusätzlich zu verstärken. Nach einem Überschuss von 4,6 Mrd. Dollar 1981 und einem Defizit von 4,2 Mrd. Dollar 1982 rechnet das Department of Commerce für das laufende Jahr mit einem Ertragsbilanzdefizit in der Höhe von 30 Mrd. Dollar.

Die Beschäftigung stieg im zweiten Quartal an, lag aber noch unter dem Vorjahresstand. Wie schon im ersten Quartal bildete sich die Arbeitslosenrate zurück; im Juli fiel sie unter 10%. Auch die Inflationsrate sank weiter. Der Konsumentenpreisindex lag im Juli noch 2,4% über dem Vorjahreswert.

Das Defizit im Staatshaushalt dürfte im Fiskaljahr 1983, das im September endet, gemäss amtlichen Prognosen etwas über 200 Mrd. Dollar betragen. Da sich die Wirtschaft bisher schneller als erwartet erholte, wurden auch die Prognosen für das Ergebnis des Fiskaljahres 1984 optimistischer. Es wird mit einem Defizit von rund 180 Mrd. Dollar gerechnet.

Die Geldaggregate M_2 und M_3 entwickelten sich im zweiten Quartal zielkonform, während die Geldmenge M_1 deutlich über dem Zielpfad lag. Dieser sah ein Wachstum zwischen 4 und 8% vor. Nach wie vor ist unklar, wie weit das beschleunigte Wachstum von M_1 eine Lockerung der Geldpolitik bedeutet und in welchem Mass es durch die Einführung neuer Bankeinlageformen rein statistisch aufgebläht ist. Im Juli beschloss das *Federal Reserve Board*, das Ziel für M_1 zu ändern. Bis Ende Jahr soll M_1 demnach auf Jahresbasis gerechnet um 5 bis 9% zunehmen. Dabei wird vom – sehr hohen – durchschnittlichen Stand des zweiten Quartals ausgegangen. Mitte August lag M_1 am oberen Rand des neuen Zielkorridors. Der markante Konjunkturanstieg im zweiten Quartal führte zusammen mit der eher zurückhaltenden Versorgung an Bankenliquidität zu einem Anziehen der Geldmarktsätze. Die Interbankenleihrate lag Mitte Jahr bei 9%.

Nachdem der Wechselkurs des *Dollars* zu Jahresbeginn leicht zurückgeglitten war, stieg er seit April

auf fast allen Devisenmärkten kräftig an. Die Stärke der amerikanischen Währung beruht hauptsächlich auf einem erwarteten und teilweise auch eingetroffenen Anstieg der Dollarzinssätze.

3. Bundesrepublik Deutschland

Nach zweijährigem Rückgang begann das deutsche *Bruttosozialprodukt* Anfang 1983 wieder zu steigen. Im zweiten Quartal nahm es erneut zu und erreichte wieder das Vorjahresniveau, wenn auch nicht den Stand von 1980, vor Beginn der Rezession. Gemäss OECD ist bis Jahresende mit einem Realwachstum von 0,5% zu rechnen.

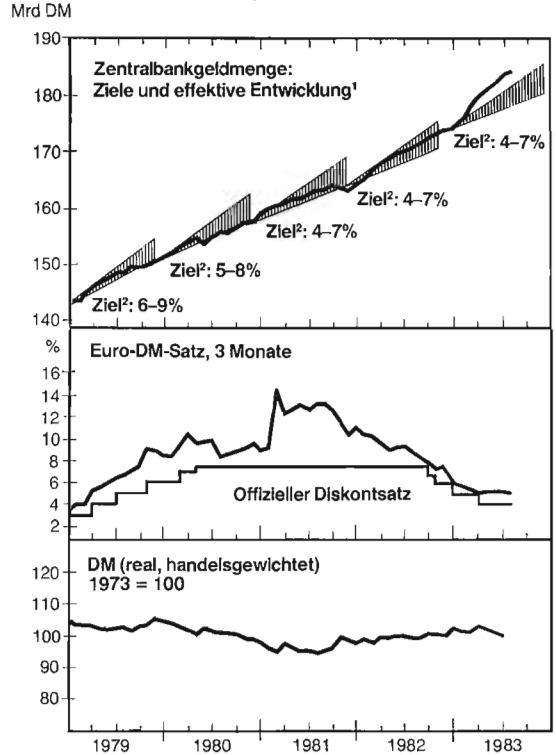
Anders als in früheren Aufschwungsphasen kamen diesmal keine Impulse von den Exporten. Die wichtigste Triebfeder der Erholung war wie in anderen Ländern der private Konsum. Ferner wirkte ein bescheidener Lageraufbau konjunkturstützend. Im zweiten Quartal stiegen auch die Investitionen wieder.

Die Ausfuhren lagen im zweiten Quartal real 2,4% unter dem Vorjahresergebnis, während die Einfuhren mit 0,7% die Vorjahreswerte geringfügig übertrafen. Für die zweite Jahreshälfte beurteilt das Hamburger Institut für Wirtschaftsforschung (HWWA) die Exportaussichten aufgrund der fortschreitenden konjunkturellen Erholung der Industrienationen wieder zuversichtlicher.

Der seit dem vierten Quartal 1980 anhaltende Rückgang der Beschäftigung setzte sich im zweiten Quartal 1983 fort. Die Arbeitslosenquote, die seit drei Jahren ununterbrochen zunimmt, übertraf im Juli mit 9,4% den Vorjahresstand um fast zwei Prozentpunkte. Gleichzeitig erreichte das Verhältnis zwischen offenen Stellen und Stellensuchenden einen langjährigen Tiefstand. Die Inflation gab hingegen weiter nach. Im Juni lagen die Preise lediglich 2,4% höher als im Vorjahresmonat, ein seit den sechziger Jahren nicht mehr erreichtes Resultat. Im August betrug die Teuerung 3,0%.

Nach den Defiziten der Jahre 1979 bis 1981 zeigte die Ertragsbilanz 1982 erstmals wieder einen Überschuss von 7,4 Mrd. D-Mark. Dieser dürfte 1983 noch zunehmen, lagen doch die

Grafik 3: Bundesrepublik Deutschland



¹ Saisonbereinigt (Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte)

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

Nettoeinnahmen des ersten Semesters bereits bei 6,1 Mrd. D-Mark.

Ende Juni verabschiedete die Regierung den Haushaltsentwurf für 1984. Die Zunahme der *Staatsausgaben* soll unter dem Wachstum des nominellen Bruttosozialprodukts bleiben. Die Einsparungen betreffen vor allem die öffentlichen Dienste, Arbeitslosen- und Rentenversicherungen. Dank einem Anstieg der Steuereinnahmen gegenüber 1983 um 6,8% soll die geplante Neuverschuldung 1983 auf 37,3 Mrd. D-Mark reduziert werden.

Die *Deutsche Bundesbank* erklärte anlässlich der Überprüfung der Geldmengenziele, an der ursprünglichen Zielvorgabe für das laufende Jahr festhalten zu wollen. Danach soll die Zentralbank-

geldmenge um 4 bis 7% ansteigen. Nach kräftiger Zunahme im ersten Quartal wuchs sie im zweiten etwas langsamer. Die Bundesbank konnte nach der Neuordnung der Paritäten im EWS vom März einen Teil der durch die vorangegangenen Interventionen geschaffenen Liquidität wieder aus dem Markt nehmen. Ferner verlor nach der Aufwertung der D-Mark die Hortung deutscher Banknoten im Ausland an Attraktivität. Im Juli stieg die Zentralbankgeldmenge wieder schneller. Gegenüber dem vierten Quartal 1982, der Basisperiode für das Geldmengenziel 1983, betrug ihre Wachstumsrate bis Juli – saisonbereinigt und auf Jahresrate umgerechnet – knapp 9%.

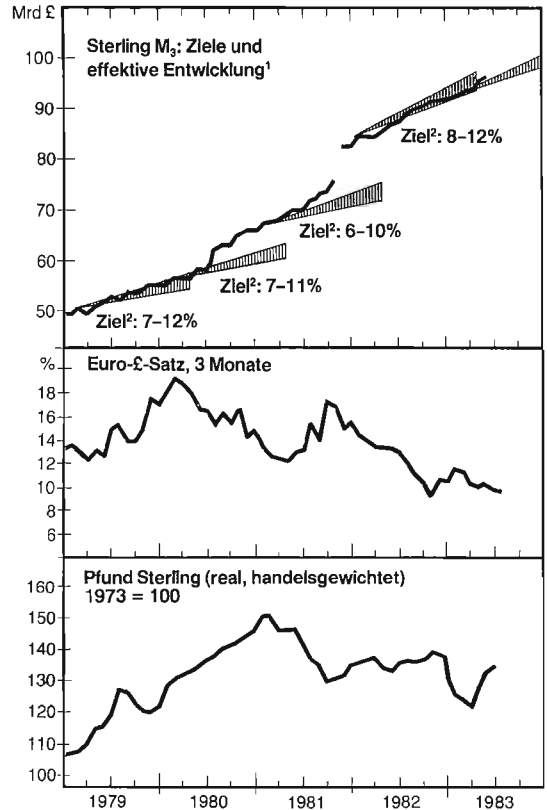
Die D-Mark tendierte nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch innerhalb des EWS schwach. Gegenüber dem französischen Franken und der italienischen Lira bewegte sich ihr Kurs, wie immer nach einem Realignment, am unteren Rand der zulässigen Bandbreite. Trotz dieser Bewegungen änderte sich im zweiten Quartal am realen Wert der deutschen Währung wenig; ihr realer handelsgewichteter Index stieg gegenüber dem Vorjahr um 0,3%.

4. Vereinigtes Königreich

Im Vereinigten Königreich nahm die Wirtschaftstätigkeit im ersten Quartal 1983 – wenn auch zögernd – weiter zu. Das *Bruttoinlandprodukt* lag 2,5% über dem Vorjahresstand. Hauptmotor dieses Wachstums war der private Konsum, unterstützt durch einen Lageraufbau seitens der Unternehmungen. Die Exporte hingegen stiegen nur unbedeutend, und die Investitionstätigkeit blieb vor allem im Industriebereich schwach.

Die im April und Mai registrierte schwache Zunahme der Produktion in der verarbeitenden Industrie gegenüber dem Vorjahr von weniger als einem Prozent weckt Zweifel an der Erholung in diesem Sektor. Auch die Zahl der begonnenen Wohnbauten stieg nicht weiter. Gut hielten sich vor allem die Detailhandelsumsätze, die im Juli den Vorjahreswert real um 5% übertrafen. Diese zusätzliche Nachfrage schlägt jedoch nur zögernd auf die Produktion durch, da sie wegen des hohen Pfundkurses vorwiegend durch Importgüter gedeckt wird.

Grafik 4: Vereinigtes Königreich



¹ Saisonbereinigt (Quelle: Bank of England, Quarterly Bulletin); ab November 1981 sind die Zahlen von Sterling M_3 wegen statistischer Änderungen nicht mehr mit früheren Werten vergleichbar.

² Vom Februar des laufenden Jahres bis April des folgenden Jahres.

Die Inflation ging im zweiten Quartal zunächst noch zurück. Die Teuerungsrate betrug Ende Juni noch 3,7% (März 1983: 4,6%). Im Juli stieg sie jedoch auf 4,2%. Die Arbeitslosenquote lag mit 12,4% auch im Juli noch auf einem hohen Stand und wies überdies eine steigende Tendenz auf.

Das erneute Quartalsdefizit in der Handelsbilanz (-0,8 Mrd. Pfund) führte in der Ertragsbilanz zum ersten Defizit seit drei Jahren (313 Mio. Pfund).

Die Staatsausgaben wuchsen im ersten Halbjahr 1983 rascher als geplant, wodurch sich das *Budgetdefizit* gegenüber der ersten Hälfte 1982 ver-

doppelte. Die Neuverschuldung des Staates steigt allerdings nicht im selben Ausmass, da ein Teil des Finanzbedarfs durch Verkäufe von Beteiligungen an öffentlichen Unternehmen gedeckt wird.

Das Wachstum der *Geldaggregate* beschleunigte sich im zweiten Quartal, so dass die gesteckten Ziele leicht überschritten wurden. Die monetäre Basis stieg sowohl nominell als auch real. Die Geldmarktsätze sanken zwischen April und Mitte August von 10,3 auf 9,5%.

Nach einem Kursrückgang im April und Mai tendierte das *Pfund Sterling* in den Sommermonaten gegenüber dem Dollar und damit erst recht gegenüber den anderen Währungen stärker. Im Vergleich zum zweiten Quartal des Vorjahres verlor die britische Währung ganz leicht an Wert; der reale handelsgewichtete Wechselkursindex ging um 2,2% zurück.

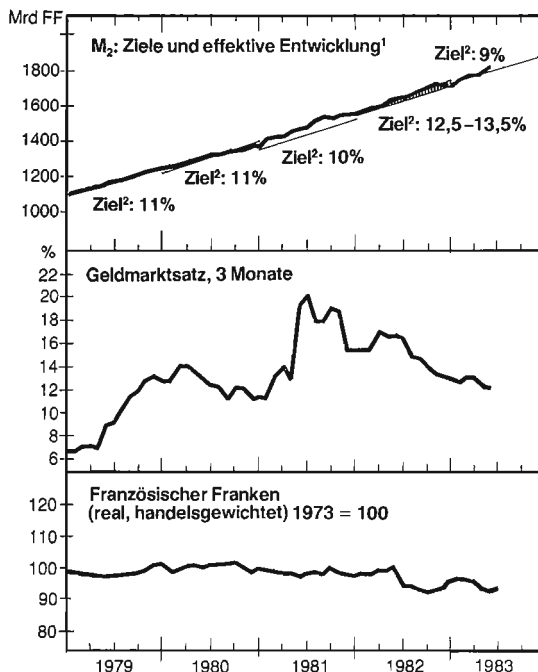
5. Frankreich

In Frankreich kam das Wirtschaftswachstum in der zweiten Hälfte 1982 zum Stillstand. Im zweiten Quartal 1983 wurden die offiziellen Wachstumsprognosen für das laufende Jahr erneut nach unten korrigiert, und zwar hauptsächlich in Anbetracht des im März erlassenen Sparprogramms. Die Regierung erwartet, dass das Programm eine dämpfende Wirkung auf die Binnen- nachfrage ausüben wird. Im laufenden Jahr wird mit einem Rückgang des *Bruttoinlandsprodukts* um 0,5% gerechnet.

In der Industrie konnte das Produktionsniveau in der ersten Jahreshälfte gehalten werden; es lag im Durchschnitt des zweiten Quartals ungefähr auf dem entsprechenden Vorjahresstand. Hingegen nahmen die Auftragsbestände ununterbrochen ab, und Konjunkturumfragen lassen vom dritten Quartal an einen spürbaren Rückgang der Industrieproduktion erwarten.

Unter dem Einfluss sinkender verfügbarer Haushaltseinkommen nahm der private Konsum vom ersten zum zweiten Quartal um rund ein Prozent ab. Die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern blieb weiterhin schwach.

Grafik 5: Frankreich



¹ Saisonbereinigt (Quelle: Banque de France, Bulletin trimestriel)

² Vom Dezember des vorangegangenen Jahres bis Dezember des laufenden Jahres

Trotz des schleppenden Wirtschaftsgangs stabilisierte sich die nach wie vor hohe Arbeitslosigkeit im ersten Halbjahr 1983. Ein gleichzeitig beobachteter brüsker Rückgang der offenen Stellen lässt jedoch bis Ende Jahr eine neue Verschlechterung auf dem Arbeitsmarkt befürchten. Die Inflationsrate fiel von 9,2% im Durchschnitt des ersten Quartals geringfügig auf 9,0% im zweiten.

Im Aussenhandel zeichnet sich eine Wende zum Besseren ab. Die Importe gingen im laufenden Jahr zurück, während die Exporte besonders im zweiten Quartal anzogen. Das Defizit in der Handelsbilanz vom Januar bis Juni fiel mit 37 Mrd. FF geringer aus als im ersten Halbjahr 1982. Deutlicher ist die verbesserte Tendenz an der Entwicklung des Quartalsdefizits zu erkennen, das von rund 24 Mrd. FF im ersten auf 13 Mrd. FF im zweiten Quartal fiel.

Die Geldpolitik folgte im zweiten Quartal einer vorsichtig restriktiven Linie. Nachdem die *Banque de France* bereits im März anlässlich der Paritätsänderung des Francs innerhalb des EWS das Wachstumsziel für M_2 von 10% auf 9% reduziert hatte, setzte sie Ende Juni auch die zulässige Ausdehnung der Bankkredite herab. Die jährliche Wachstumsrate der gewöhnlichen Bankkredite soll 1983 noch 2,5% gegenüber ursprünglich 3% betragen. 1982 hatten die Bankkredite um 4,5% zugenommen. Die Geldmenge M_2 wuchs von Dezember bis Mai mit einer Jahresrate von 12,0%. Ihre Expansion lag damit über dem im Frühjahr auf 9% reduzierten Zielwert. Die Geldmarktsätze glitten im zweiten Quartal leicht zurück, was der Banque de France erlaubte, ihren offiziellen seit Januar gültigen Interventionssatz um ¼% auf 12¼% zu senken.

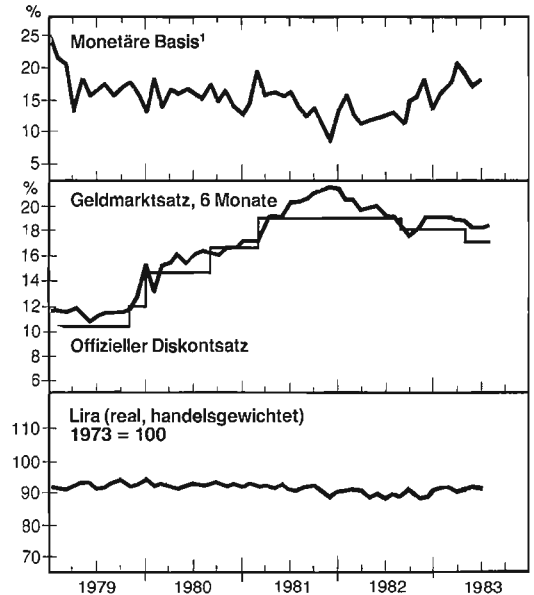
Der Wechselkurs des *französischen Francs* gegenüber dem Dollar ging wie der der übrigen EWS-Währungen vom April bis zum August ständig zurück. Anfangs August durchbrach der Dollar die Grenze von 8 Francs. Hingegen blieb der Franc innerhalb des Europäischen Währungssystems stark, was zweifellos der Zinsarbitrage innerhalb des EWS zuzuschreiben ist. Innet Jahresfrist erfuhr die französische Währung dennoch eine Entwertung auf breiter Front. Dies kommt im Rückgang des realen handelsgewichteten Wechselkurses um 5% zum Ausdruck.

6. Italien

Italien hat die seit drei Jahren andauernde Rezession noch nicht überwunden. Das *Bruttoinlandprodukt* lag im ersten Quartal 1983 3,4% unter dem Vorjahresstand. Die Investitionen fielen im ersten Quartal mit einem Rückgang von 8% im Vorjahresvergleich sogar unter das Niveau von 1979. Unbeschadet von der Rezession nahmen die realen Konsumausgaben, ausgenommen solche für dauerhafte Güter, weiter zu. Auch die Exporttätigkeit konnte sich in letzter Zeit halten, ohne allerdings das Vorjahresvolumen wieder zu erreichen.

In der Industrie ging die Produktion im zweiten Quartal weiter zurück; der Ausstoss im Monat Juni lag 6% unter dem Vorjahreswert. Die kurzfri-

Grafik 6: Italien



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

stigen Produktionsaussichten sind aufgrund der vorliegenden Konjunkturumfragen sehr ungewiss.

Der schlechtere Gang der Wirtschaft zog auch den Arbeitsmarkt in Mitleidenschaft. Vom zweiten Quartal 1982 bis zum zweiten Quartal 1983 stieg die Arbeitslosenrate von 9,2 auf 10,5%. Die Inflationsrate, die im ersten Quartal über 16% betragen hatte, fiel im August auf 13,7%.

Das Handelsbilanzdefizit der Periode Januar bis Mai bezifferte sich auf 4,2 Mrd. Dollar, verglichen mit 6,8 Mrd. Dollar in den ersten fünf Monaten des Vorjahres. Die Verbesserung erklärt sich vor allem durch den rezessionsbedingten Rückgang der Importe.

Das *Haushaltsdefizit* dürfte im laufenden Jahr von 16 auf 17% des Bruttosozialprodukts ansteigen. Allerdings sieht die neue Regierung Massnahmen vor, die den Fehlbetrag leicht reduzieren könnten.

Obwohl die *italienische Lira* gegenüber dem Dol-

lar an Wert verlor, blieb ihre Stellung innerhalb des EWS stark. Der reale handlungsgewichtete Wechselkurs der italienischen Währung lag daher im zweiten Quartal 1983 um 1,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Stärke- neigung der Lira veranlasste die *Banca d'Italia*, ihren geldpolitischen Kurs vorsichtig zu lockern und den Diskontsatz im April um einen Prozent- punkt auf 17% zu senken. Mit der auf Ende Juni beschlossenen Aufhebung der seit 1974 gel- tenden Kreditplafonierung geht Italien von einem System der administrativen Direktkontrollen zur indirekten monetären Steuerung des Kreditvolu- mens über.

7. Japan

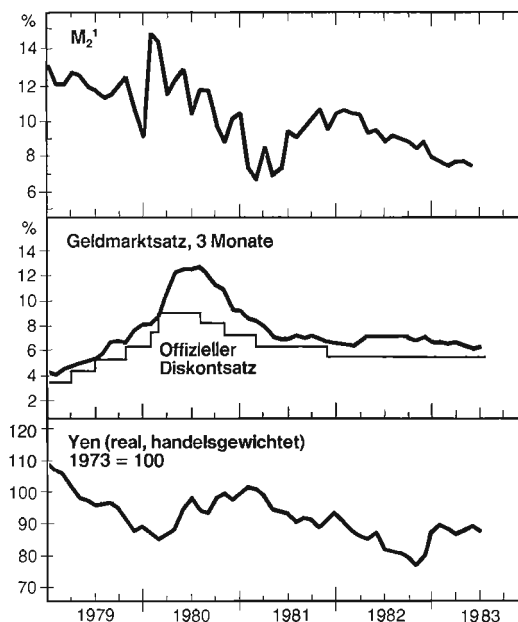
Im Laufe der Rezession fiel die Wachstumsrate des *Bruttosozialprodukts* in Japan auf den im internationalen Vergleich noch immer hohen Wert von 2,0%. 1982 stieg sie wieder an und erreichte im ersten Semester 1983 3,7%. Zur Konjunkturer- holung trugen vor allem höhere Exporte bei, während sich der Konsum wenig veränderte. Die Investitionen und die Staatsausgaben gingen im ersten Semester 1983 gegenüber dem Vorjahr real sogar zurück, wobei die Unternehmungen nach wie vor bestrebt waren, Lager abzubauen.

Die Entwicklung der Industrie- und Dienstleistungs- produktion deutet auf ein mässiges Tempo der Konjunkturerholung hin. Nachdem die Industrie anfangs 1983 noch weniger als im Vorjahr hergestellt hatte, erreichte die Produktion im Juni eine Jahreszuwachsrate von 2,1%.

Auf dem Arbeitsmarkt veränderte sich die Lage nur geringfügig. Im Durchschnitt des ersten Semesters lag die Arbeitslosenrate mit 2,7% leicht über dem entsprechenden Vorjahreswert (2,3%). Das Verhältnis zwischen offenen Stellen und Stellensuchenden erreichte den tiefsten Stand seit der zweiten Hälfte der siebziger Jahre. Die Inflationsrate sank von 3,3% im September 1982 auf 2,2% im Juni 1983.

Im ersten Halbjahr 1983 führt die höheren Exporte in Verbindung mit den konjunkturbedingt noch abnehmenden Importen zu steigenden Überschüssen im Aussenhandel. Der Saldo der

Grafik 7: Japan



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

japanischen Handelsbilanz belief sich von Januar bis Juni 1983 auf gesamthaft 7,5 Mrd. Dollar und lag damit bereits über dem Jahresergebnis von 1982 (6,9 Mrd. Dollar).

Im August legte die Regierung in Form eines Langzeitprogramms Empfehlungen für die Jahre 1983 bis 1990 vor. Das Programm zielt auf ein jährliches Wirtschaftswachstum von 4% ab und will Inflation und Arbeitslosigkeit auf 3% bzw. 2% im Jahresdurchschnitt begrenzen. Zudem soll das *Defizit im Staatshaushalt* bis 1990 schrittweise beseitigt werden; gleichzeitig aber möchte die Regierung den Anteil von Steuern und Sozialabgaben am Sozialprodukt im Vergleich zu den übrigen Industrieländern tief halten. In einem ersten Schritt gedenkt die Regierung die Staatsausgaben real konstant zu halten und dadurch das Haushaltsdefizit von 5,3% des Bruttosozialprodukts im Jahre 1982 auf 4,9% im laufenden Jahr zu verringern. Weitere Schwerpunkte des Programms sind die Förderung der technologieintensiven Industrien sowie der Landwirtschaft.

Die Geldmenge M_2 lag im zweiten Quartal 7,6% höher als vor Jahresfrist. Sie weist seit Jahresbeginn einen konstanten Wachstumsrhythmus auf. Die *Bank von Japan* hat den Banken eine im Vorjahresvergleich um 10% erhöhte Limite der Nettoausleihungen im dritten Quartal bewilligt. Diese Zuwachsrate liegt zwar etwas tiefer als diejenige des zweiten Quartals (13,6%), wird aber trotzdem als Zeichen einer weiterhin vorsichtig expansiven Geldpolitik gewertet.

Der *japanische Yen* konnte dem Kursanstieg des Dollars von April bis Anfang August ausgesprochen gut widerstehen und schwankte in dieser Zeit meistens relativ eng um einen Kurs von 240 Yen pro Dollar. Infolge einer starken Aufwertung gegen Ende 1982 stieg der Wert der japanischen Währung, gemessen am realen handelsgewichteten Wechselkurs, vom zweiten Quartal 1982 zum zweiten Quartal 1983 um 4%.

Tabellen 2.1–2.4: Internationale Konjunktorentwicklung

2.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1980	1981	1982a)	1982a)				1983a)	
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	-0,4	1,9	-1,7	-2,5	-1,6	-1,9	-0,9	-1,1	2,2
BRD	1,8	-0,2	-1,1	0,4	0,2	-1,8	-1,9	-0,4	0,7
Vereinigtes Königreich b)	-1,8	-2,1	1,4	0,3	0,9	2,5	2,7	2,5	1,5
Frankreich b)	1,2	0,3	1,4	2,2	2,0	1,1	1,0	1,3	0,5
Italien b)	3,9	-0,2	-0,4	1,0	0,1	-0,8	-2,4	-3,4	—
Japan	4,7	3,8	2,9	2,1	2,9	3,0	3,7	3,6	—
Schweiz b)	4,6	1,9	-2,0	0,0	-0,4	-2,5	-2,4	-1,4	—

a) provisorisch b) BIP

2.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1980	1981	1982	1983					
				1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	13,5	10,4	6,1	3,6	3,4	3,8	3,5	2,6	2,4
BRD	5,5	5,9	5,3	3,7	2,9	3,2	3,0	2,4	2,4
Vereinigtes Königreich	18,0	11,9	8,6	4,9	3,8	4,0	3,7	3,7	4,2
Frankreich	13,6	13,4	11,6	9,2	9,0	9,2	9,0	8,8	9,4
Italien	21,2	18,7	16,3	16,4	16,3	16,5	16,4	16,0	15,4
Japan	8,0	4,9	2,7	2,1	2,4	2,1	2,9	2,1	2,2
Schweiz	4,0	6,5	5,6	4,8	4,8	4,5	3,3	2,8	2,2

2.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1980	1981	1982	1983					
				1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Julia)
USA	7,2	8,1	9,7	10,4	10,1	10,2	10,1	10,0	9,5
BRD	3,8	5,2	7,7	9,0	9,5	9,4	9,5	9,6	9,4
Vereinigtes Königreich b)	6,4	10,0	11,7	12,6	12,5	12,7	12,4	12,4	12,4
Frankreich b,d)	6,5	7,9	8,9	8,8	9,0	8,8	8,9	8,9	8,9
Italien b)	7,6	8,4	9,1	9,8c)	10,5c)	10,5	—	—	—
Japan	2,0	2,2	2,4	2,7	2,6	2,7	2,7	2,6	2,5
Schweiz	0,2	0,2	0,4	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0

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

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

	1980	1981	1982a)	1982a)				1983a)	
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	0,4	4,6	-11,2	-0,6	1,4	-6,6	-6,6	3,0	—
BRD	-15,2	-7,4	3,1	-0,2	0,5	0,5	2,3	2,0	0,6
Vereinigtes Königreich	6,8	11,7	8,7	1,5	1,5	2,0	3,8	1,1	-0,5
Frankreich	-3,9	-4,5	-11,6	-2,0	-4,1	-3,4	-2,4	-4,0b)	0,7b)
Italien	-9,0	-7,7	-5,5	—	—	—	—	—	—
Japan	-10,7	4,7	7,5	1,4	2,6	2,1	1,5	3,4	6,8
Schweiz	-0,5	2,8	3,7	1,7b)	0,8b)	0,4b)	0,9b)	0,9b)	0,5b)

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Die Rezession der schweizerischen Wirtschaft ist im Frühjahr 1983 zum Stillstand gekommen. Im zweiten Quartal dürfte sich das Sozialprodukt saisonbereinigt etwa in der gleichen Grössenordnung wie im Vorquartal bewegt haben. Die Impulse zur Belebung der Nachfrage gingen bisher vornehmlich vom privaten Konsum aus. Aber auch bei den Ausrüstungsinvestitionen deuten gewisse Indikatoren auf eine Zunahme hin, während Bautätigkeit und Exporte weiterhin stagnierten. Obwohl sich in den USA und einigen anderen westlichen Industriestaaten ein Konjunkturaufschwung abzeichnet, haben die schweizerischen Exporte noch nicht nennenswert zugenommen. Die weltweite Investitionsflaute bereitet vor allem der stark exportorientierten Metall- und Maschinenindustrie, die in der Schweiz rund 16% der Arbeitskräfte beschäftigt, grosse Schwierigkeiten. In dieser Beziehung unterscheidet sich die gegenwärtige Wirtschaftsentwicklung von der konjunkturellen Wende Mitte der siebziger Jahre, als eine kräftige Zunahme der Exporte den Aufschwung einleitete.

Es ist ungewiss, ob sich die Konjunktur bald erholen und wie stark der Aufschwung gegebenenfalls ausfallen wird. Das Konjunkturbarometer der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF) und der Sammelindex der vorlaufenden Indikatoren der Nationalbank, welche beide ab Mitte 1982 deutlich angestiegen waren, flachten sich in jüngster Zeit wieder stark ab.

Die Importe nahmen wertmässig deutlich zu, so dass sich das Handelsbilanzdefizit im Vergleich zum Vorjahr im zweiten Quartal ungefähr verdoppelte. Da die Beschäftigung insbesondere in den exportorientierten Industriezweigen nochmals zurückging, stieg die Zahl der Arbeitslosen in den Sommermonaten weiter an.

Die Teuerung sank weiter; die Inflationsrate fiel im August auf 1,7%. In den ersten acht Monaten des laufenden Jahres erhöhte sich der Index der Konsumentenpreise nur um rund ein Prozent. In der entsprechenden Vorjahresperiode waren es

noch 4,9% gewesen. Infolge der stabilitätsorientierten Geldpolitik der Nationalbank wird das Preisniveau auch in den kommenden Monaten weitgehend stabil bleiben.

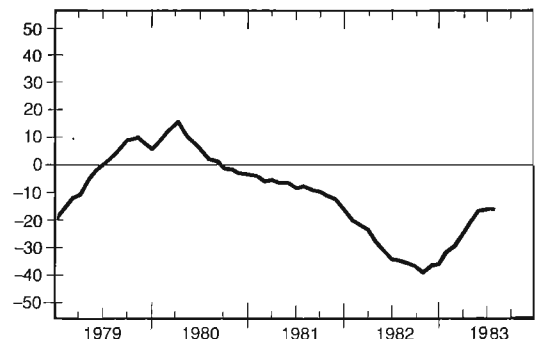
Die bereinigte Notenbankgeldmenge bewegte sich weiterhin praktisch auf dem vorgesehenen Zielpfad. Die Zinssätze verharrten auf dem im Vergleich zum Jahresbeginn höheren Niveau, und der Schweizerfranken wurde im Laufe der vergangenen Monate insbesondere gegenüber der D-Mark höher bewertet. Als der Kurs des Dollars im Sog der steigenden amerikanischen Zinssätze Anfang August markant anstieg und die D-Mark weiter an Wert verlor, intervenierte die Nationalbank gemeinsam mit den Notenbanken einiger wichtiger westlicher Industriestaaten auf den Devisenmärkten. Durch D-Mark-Käufe, zuerst gegen Dollars, dann auch gegen Schweizerfranken, versuchte sie, den Kurs des Schweizerfrankens zu beeinflussen. Die mit den Interventionen geschaffene zusätzliche Liquidität wurde nicht abgeschöpft. Die Nationalbank wird das Geldmengenziel von 3% im laufenden Jahr voraussichtlich leicht überschreiten.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttosozialprodukt und industrielle Produktion

Die schweizerische Konjunktur dürfte im Frühjahr 1983 den unteren Wendepunkt erreicht haben.

Grafik 8: Geschäftsgang in der Industrie¹



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

Das *Bruttoinlandprodukt* bewegte sich praktisch auf dem Niveau der Vorperiode. Belebende Impulse gingen in erster Linie von der Inlandnachfrage aus.

Die Mehrheit der exportorientierten Unternehmen hat im Gegensatz zu manchen auf den inländischen Markt ausgerichteten Firmen die Produktion nicht ausgeweitet. Namentlich die Maschinen- und Apparateindustrie dürfte ihre Produktion in den vergangenen Monaten sogar noch weiter gedrosselt haben. Diese Branche leidet nach wie vor unter der weltweiten Investitionsflaute. Ihr Arbeitsvorrat löste sich per Ende Juni mit 6,0 Monaten nur geringfügig von seinem historischen Tiefstand von 5,9 Monaten Ende 1982.

Insgesamt hellte sich der Konjunkturhorizont in der schweizerischen Industrie auf. Dies zeigt auch der von der KOF publizierte Indikator «Geschäftsgang in der Industrie» (vgl. Grafik 8), welcher seit Ende 1982 fast ununterbrochen angestiegen ist. Ab Mitte des 2. Quartals flachte er sich allerdings stark ab. Gemäss Konjunkturtest des KOF gingen die Auftragserwartungen der Unternehmer bisher nicht in Erfüllung. Die Produktion wurde daher im zweiten Quartal kaum nennenswert ausgedehnt. Die Auslastung der technischen Kapazitäten bewegte sich weiterhin in der Grössenordnung von 80%.

Die Bautätigkeit verharrte im zweiten Quartal ungefähr auf dem Niveau der Vorperiode. Die durch freie Kapazitäten verschärfte Konkurrenz verkleinerte die Margen insbesondere im Tiefbau, und es wurden Preisnachlässe gewährt. Der Zürcher Wohnbaukostenindex lag im zweiten Quartal rund 4% tiefer als ein Jahr zuvor. Rückläufige Baukosten waren letztmals 1976 ausgewiesen worden.

Im Dienstleistungssektor dürfte die wirtschaftliche Aktivität etwas zugenommen haben. Wichtige Bereiche, vorab die Banken und Versicherungsgesellschaften, verzeichneten weiterhin einen guten Geschäftsgang. Im Import- und Grosshandel scheint der Tiefpunkt erreicht worden zu sein, und einzelne Teilbereiche dieser Branche meldeten bereits wieder eine leicht zunehmende Geschäftstätigkeit. Im Tourismus

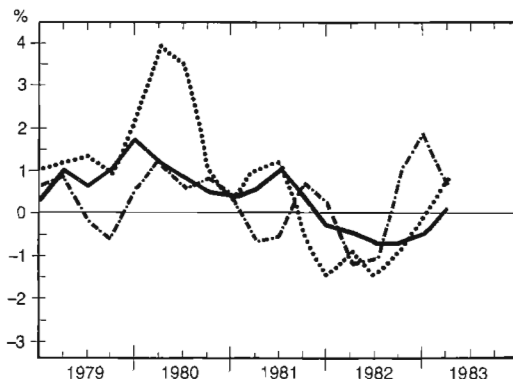
kamen die rezessiven Tendenzen vorerst zum Stillstand: Der im zweiten Quartal einsetzende leichte Anstieg der Übernachtungen ausländischer Touristen vermochte den weiteren Rückgang der Hotellogiernächte bei den inländischen Gästen ungefähr aufzuwiegen.

Privater Konsum

Der private Konsum von Gütern und Diensten, der in der ersten Jahreshälfte 1982 um rund 2% zurückgegangen war, stieg seit dem dritten Quartal 1982 wieder an. Die realen Detailhandelsumsätze erhöhten sich und lagen im Durchschnitt der ersten 6 Monate um 1,4% über dem Stand der entsprechenden Vorjahresperiode. Das Wachstum der Konsumnachfrage dürfte sich um die Jahresmitte allerdings verflacht haben. Die jüngste Konsumentenumfrage des Bundesamtes für Konjunkturforschung vom vergangenen Juli ergab jedenfalls keine zuversichtlichere Einschätzung der konjunkturellen Situation durch die befragten Haushalte mehr. Insbesondere ist nach Ansicht der Befragten der Zeitpunkt für grössere Anschaffungen nicht günstiger geworden.

Gemäss Konjunkturtest des KOF rechneten die Detaillisten im Juni damit, dass sich der Geschäftsgang weiter verbessern würde. Sie beab-

Grafik 9: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber Vorquartal, saisonbereinigt

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

sichtigten daher, ihre Einkäufe zu erhöhen, obwohl sie ihre Lager immer noch als hoch einstufen. Im Juli wurde die Entwicklung im Detailhandel jedoch weniger optimistisch beurteilt.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen, welche in der Zeit vom zweiten Quartal 1981 bis Ende 1982 um knapp 5% abgenommen hatten, stiegen im Laufe des ersten Halbjahres 1983 wieder leicht an. Zur jüngsten Erhöhung trugen die Bauinvestitionen kaum bei. In den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres stagnierte die Bautätigkeit. Nachdem der Arbeitsvorrat per Anfang 1983 unter 6 Mrd. Franken gesunken war, lag er Ende Juni mit 7,0 Mrd. Franken immer noch um 5,4% unter dem entsprechenden Vorjahresstand.

Der Wohnungsbau, von welchem in erster Linie eine Belebung der Bautätigkeit erhofft wird, enttäuschte bisher: Die Zahl der in den Gemeinden mit über 10 000 Einwohnern fertiggestellten Wohnungen verminderte sich auf saisonbereinigter Basis nach wie vor. Im Durchschnitt der ersten beiden Quartale lag sie deutlich unter dem entsprechenden Vorjahreswert (-14,8%). Auch in den übrigen Bereichen der Bauwirtschaft lässt der Aufschwung auf sich warten. Jedenfalls gingen die Zementlieferungen im ersten Halbjahr 1983 weiter zurück, nachdem sie im vierten Quartal 1982 vorübergehend angestiegen waren. Da-

mals war die Bautätigkeit, bedingt durch die milde Witterung, unerwartet rege gewesen.

Die vorlaufenden Indikatoren der Baunachfrage lassen allerdings einen Aufschwung erwarten. Die Zahl der baubewilligten Wohnungen und das Raumvolumen der geplanten industriellen Bauten erhöhten sich saisonbereinigt weiterhin, und die neubewilligten Baukredite setzten ihren bereits rund $\frac{3}{4}$ Jahre dauernden Anstieg, allerdings in abgeschwächtem Ausmass, fort. Der Auftragszugang nahm im 2. Quartal zu und lag um 10% über dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Wichtige Indikatoren für die Ausrüstungsinvestitionen stiegen in den Sommermonaten weiter an. Namentlich gingen der Maschinen- und Apparateindustrie aus dem Inland mehr Aufträge zu, und die Planvorlagen für Betriebseinrichtungen, welche seit 1980 rückläufig waren, steigen seit der Jahreswende wieder an.

Der Lagerabbau in der Industrie setzte sich fort. Die Vorräte wurden von den Unternehmen jedoch weiterhin als zu hoch bezeichnet.

Aussenhandel

Exporte

Das um Saison- und Sondereinflüsse bereinigte Exportvolumen erhöhte sich im Laufe des ersten

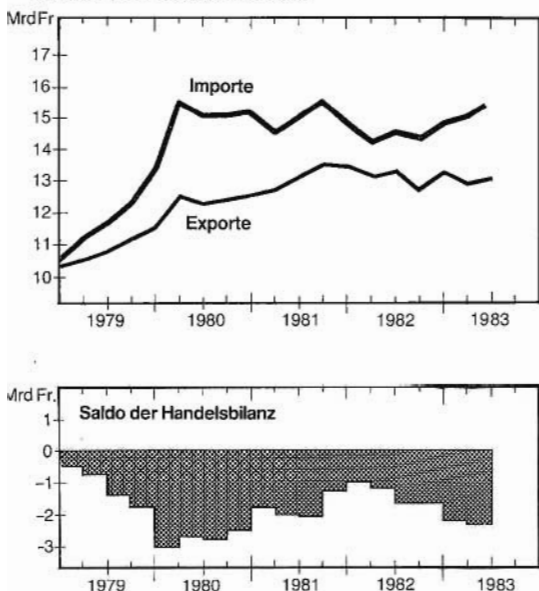
Tabelle 3: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1979	1980	1981	1982	1982				1983	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Import von Investitionsgütern, real	9,0	19,0	0,2	- 5,8	- 2,2	- 4,8	- 14,1	- 1,6	4,5	7,0
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten ¹	41,9	1,7	- 5,9	- 3,6	- 14,1	11,5	- 15,4	3,0	16,9	5,8
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten ¹	9,7	- 1,3	6,3	6,7	31,9	0,0	- 7,1	7,6	- 12,9	- 16,7
Geplante industrielle Bauten (Raumvolumen) ²	- 5,0	67,1	- 29,6	- 22,5	- 32,4	- 10,6	- 7,6	- 37,8	2,1	- 10,5
Neubewilligte Baukredite (71 Banken)	28,1	23,0	- 5,3	- 6,5	- 11,3	- 16,5	- 8,4	15,7	16,5	14,9

¹ Vor 1980: in 92 Städten

² Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft; Monatsbericht SNB

Grafik 10: Aussenhandel¹

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

Halbjahres nur geringfügig. Im Durchschnitt des zweiten Quartals bewegte es sich immer noch auf dem tiefen Niveau des dritten Quartals 1982. Die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie – deutlich weniger ausgeprägt – von Konsumgütern, nahmen seit Ende des vergangenen Jahres zu. Die Investitionsgüterexporte hingegen, welche einen Anteil von rund einem Drittel an den Gesamtausfuhren ausmachen, bildeten sich saisonbereinigt noch weiter zurück. Bedeutende Teile der exportorientierten schweizerischen Investitionsgüterindustrie produzieren für Märkte, welche nicht mehr stark expandieren.

Die wertmässigen Ausfuhren veränderten sich im Laufe des ersten Halbjahres insgesamt kaum. Nach Regionen getrennt verlief die Entwicklung allerdings unterschiedlich. Die Exporte nach den Vereinigten Staaten stiegen infolge des amerikanischen Konjunkturaufschwungs spürbar an. In die europäischen OECD-Länder wurde hingegen weniger ausgeführt als noch in der zweiten Jahreshälfte 1982. Eine wichtige Ausnahme bildete die Bundesrepublik Deutschland: Trotz des teure-

ren Schweizerfrankens bezog sie in den zwei ersten Quartalen mehr Schweizer Produkte als in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres. Die OPEC-Staaten reduzierten ihre Importe aus der Schweiz deutlich, während die Ausfuhren in die übrigen Entwicklungsländer im zweiten Quartal stagnierten.

Importe

Im zweiten Quartal 1983 stieg das Importvolumen wie bereits während der beiden Vorquartale saisonbereinigt weiter an. Zugenommen haben alle Komponenten, wobei das Wachstum bei den Konsumgütern am geringsten ausfiel. Am stärksten erhöhten sich – wird von den durch Lagerbewegungen stark beeinflussten Energieträgereinfuhren abgesehen – die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Deutlich war aber auch der erneute Anstieg bei den Investitionsgüterimporten. Seit ihrem Tiefstand vom dritten Quartal 1982 nahmen sie saisonbereinigt um 10,4% zu. Damit haben sie wieder ungefähr das Niveau vom Herbst 1981 erreicht.

Handelsbilanz und Ertragsbilanz

Das Handelsbilanzdefizit stieg im zweiten Quartal saisonbereinigt weiter an. Dieses Ergebnis ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich das Importvolumen bei annähernder Stagnation der realen Exporte erhöhte. Die Preismittelwerte sanken saisonbereinigt bei den Importen, veränderten sich aber bei den Exporten kaum. Insgesamt stiegen die Einfuhren wertmässig an, während die Ausfuhren im grossen und ganzen stagnierten. Von Januar bis Juli 1983 betrug das Handelsbilanzdefizit 4,9 Mrd. Franken und war damit rund 80% höher als im entsprechenden Vorjahreszeitraum.

Das steigende Handelsbilanzdefizit führte zu einem weiteren Rückgang des Ertragsbilanzüberschusses. Im zweiten Quartal unterschritt er die Milliardengrenze, nachdem er im ersten Quartal noch 1,8 Mrd. Franken betragen hatte. Zu dieser Entwicklung trug auch ein Rückgang der Kapitalerträge bei.

Tabelle 4: Beschäftigung und Arbeitsmarkt¹

	1979	1980	1981	1982	1982 1983							
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli	
Index der Beschäftigten ²	0,7	2,0	1,0	-1,1 ³	-1,4 ³	-1,8	-1,6					
Arbeitslosenquote	0,3	0,2	0,2	0,4	0,6	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8
Ganzarbeitslose	10 333	6 255	5 889	13 220	20 038	27 187	25 795	25 922	26 355	25 109	23 436	23 436
Teilarbeitslose	11 935	2 128	5 704	36 611	59 676	67 836	54 253	60 462	54 736	47 560	34 167	34 167
Offene Stellen	8 921	12 312	11 876	6 352	4 633	5 500	5 007	5 069	4 918	5 033	4 991	4 991

¹ Nicht saisonbereinigt

² Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

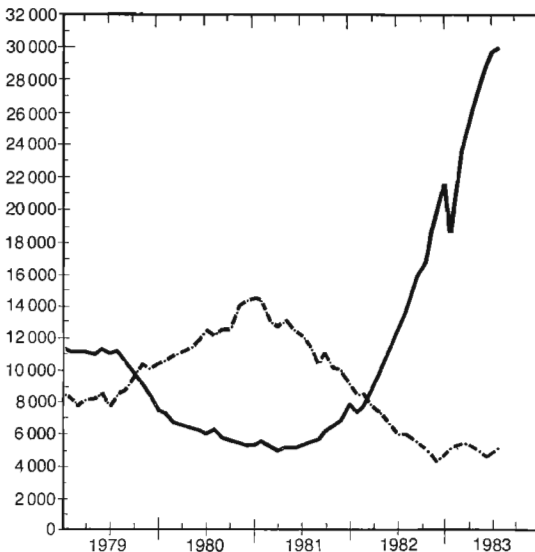
³ Nach Korrektur der Verschiebung des Erhebungsmonats im Bauhauptgewerbe vom 2. auf den 3. Monat des Quartals

Quelle: Die Volkswirtschaft

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Trotz der leichten Belebung der wirtschaftlichen Aktivität verringerten die Unternehmen die Personalbestände weiter. Der Index der Beschäftigten fiel saisonbereinigt etwas unter das Niveau des Vorquartals. Seit Beginn der Rezession im Herbst 1981 nahm die Beschäftigung um nicht ganz 3% ab. Der entsprechende Verlust von rund 70000 Arbeitsplätzen schlug sich nur zu etwa einem

Drittel in höheren Arbeitslosenzahlen nieder. Der über die Zunahme der Arbeitslosigkeit hinausgehende Beschäftigungsabbau wurde durch eine Rückbildung der Erwerbsquote der inländischen Wohnbevölkerung und eine Abnahme der Zahl ausländischer Arbeitskräfte in der Schweiz aufgefangen.

Grafik 11: Arbeitslose und offene Stellen¹

¹ Saisonbereinigt

— Arbeitslose
- - - Offene Stellen

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Der Rückgang der Beschäftigung betraf vorwiegend den industriellen Sektor, während die Personalbestände im Dienstleistungsbereich unverändert blieben. Auch in der Rezession der siebziger Jahre, als zwischen dem zweiten Quartal 1974 und dem zweiten Quartal 1976 rund 300000 Arbeitsplätze abgebaut wurden, entfiel die Hauptlast auf den sekundären Sektor. Im Baugewerbe wurde die Beschäftigung damals um rund einen Drittel und in der Industrie um einen Siebtel reduziert.

Der Abbau von Arbeitsplätzen im Industriebereich ist nicht nur rezessionsbedingt. Die bereits seit dem Hochkonjunkturjahr 1970 anhaltende Verlagerung von Arbeitsplätzen von der Industrie zum Dienstleistungssektor setzt sich auch im Abschwung fort.

Entsprechend der rückläufigen Gesamtbeschäftigung stieg die Zahl der Ganzarbeitslosen im zweiten Quartal nach Eliminierung der Saisoneinflüsse nochmals stark an. Immerhin schwächte sich die Zunahme im Juni und im Juli deutlich ab (vgl. Grafik 11). Mit saisonbereinigt rund 1% weist die Schweiz nach wie vor mit grossem Abstand die tiefste Arbeitslosenquote aller OECD-Länder auf.

Nachdem der untere Wendepunkt des Konjunkturzyklus im Laufe des ersten Halbjahres 1983 durchschritten worden ist, dürfte die registrierte Arbeitslosigkeit kaum mehr zunehmen. Die Zahl der Entlassungen aus wirtschaftlichen Gründen und der auf einen späteren Zeitpunkt ausgesprochenen Kündigungen bildete sich in den vergangenen Monaten zurück, und auch die nochmals besser als im Vorquartal ausgefallene Beurteilung der Beschäftigungsaussichten durch die Unternehmen weist auf eine Verbesserung der Arbeitsmarktentwicklung hin.

Bei der Teilarbeitslosigkeit und bei den offenen Stellen setzte sich die seit Ende 1982 erkennbare Stabilisierungstendenz im zweiten Quartal 1983 fort. Der Manpower-Stellenindex, der die Fläche der Stellenanzeigen in der Tagespresse widerspiegelt, beendete im zweiten Quartal 1983 seine seit gut zwei Jahren anhaltende Talfahrt.

Preise und Löhne

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Jahresteuering fiel von 4,8% im ersten Quartal auf 3,6% im zweiten Quartal 1983. Mit nur noch 2,2% im Juli bzw. 1,7% im August erreichte die schweizerische Inflationsrate den tiefsten Stand seit 4½ Jahren. Die auf Inflationsbekämpfung ausgerichtete Geldpolitik der vergangenen Jahre spricht für weiterhin niedrige Teuerungsraten,

zumal die Konjunkturerholung in der Schweiz nur langsam einsetzt.

Auf der Grosshandelsstufe liegt die Jahresteuering seit Anfang 1983 deutlich unter 1 Prozent. Seit dem Frühjahr steigt der Grosshandelspreisindex indessen wieder leicht an. Etwas teurer wurden zwischen März und Juli vor allem Importwaren, wobei der entsprechende Teilindex das Vorjahresniveau noch nicht erreichte.

Die Arbeitnehmergehälter lagen im zweiten Quartal 1983 nach Schätzungen des Bundesamtes für Industrie, Gewerbe und Arbeit um durchschnittlich etwa 3–3½% höher als ein Jahr zuvor. Trotz der stark rückläufigen Jahresteuering resultierte damit innert Jahresfrist infolge des auf Anfang 1983 nur teilweise gewährten Teuerungsausgleichs eine durchschnittliche Reallohneinbusse von rund 0,5%.

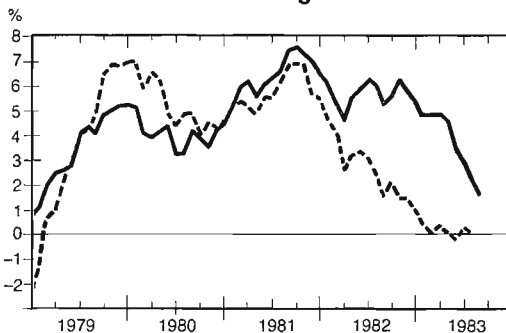
3. Der monetäre Bereich

Die Entwicklung der Geldmengenaggregate

Im Laufe des zweiten Quartals näherte sich die Wachstumsrate der bereinigten Notenbankgeldmenge schrittweise dem Niveau, das dem Ende 1982 festgelegten Geldmengenziel angemessen war. Bei rückläufigen Zuwachsraten des Notenumlaufs und im Vergleich zum Vorjahr praktisch unveränderter Höhe der Giro Guthaben, verlief die Entwicklung der Notenbankgeldmenge parallel zum vorgesehenen Wachstumspfad. Unter Einbezug der Juli-Zahlen, die für das zweite Vierteljahr beschriebene Tendenz bestätigten, betrug das Mittel der monatlichen Zuwachsraten während der ersten sieben Monate 4,5%. Angesichts der statistischen Basiseffekte deutet dieser Wert darauf hin, dass eine unveränderte Geldpolitik bis Ende Jahr ziemlich genau zur ursprünglich angestrebten Ausdehnung der Notenbankgeldmenge von 3% führen würde.

Die Nationalbank bekräftigte indessen im August ihre Absicht, die bereinigte Notenbankgeldmenge im laufenden Jahr etwas stärker auszudehnen als ursprünglich vorgesehen. Die grosszügigere Geldversorgung wird in erster Linie auf der Nichtabschöpfung jener Liquidität beruhen, die an-

Grafik 12: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode

— Konsumentenpreise

- - - Grosshandelspreise

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

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

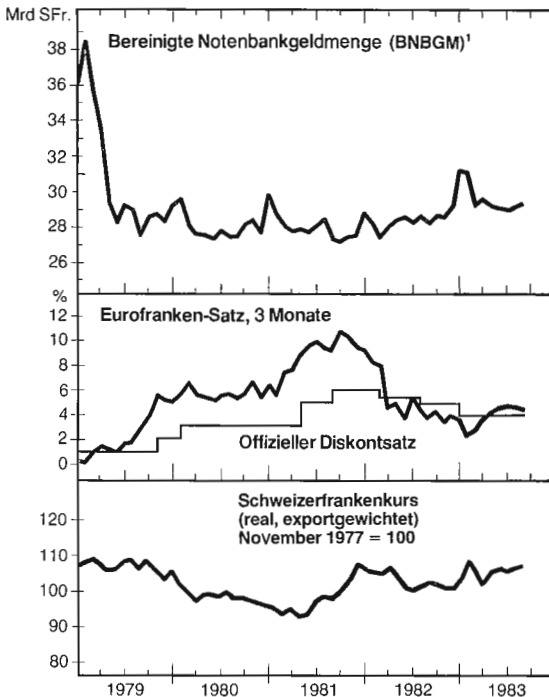
	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	Ultimokredite ¹	BNBGM ^{1,3}	Veränderung in % ²
1979	21048	8,1	10105	8,7	608	30546	6,8
1980	21740	3,3	7342	-22,3	933	28149	- 7,0
1981	21912	0,8	6742	- 7,7	668	27986	- 0,5
1982	22064	1,8	7102	5,7	467	28699	2,6
1982 2.Q.	21751	-0,7	7082	8,0	342	28491	1,9
1982 3.Q.	21919	1,5	7052	6,3	399	28571	3,1
1982 4.Q.	22848	4,1	7602	13,2	652	29799	6,4
1983 1. Q.	22828	5,0	7808	17,0	577	30060	7,6
1983 2. Q.	22688	4,3	7061	- 0,3	574	29175	2,4
1983 April	22703	4,6	6909	- 1,7	257	29355	3,4
1983 Mai	22689	4,7	7128	0,6	677	29140	2,0
1983 Juni	22672	3,6	7146	0,2	788	29030	1,8
1983 Juli	22649	2,9	7016	0,0	562	29103	1,5
1983 August	22382	2,9	7339	7,2	389	29332	4,0

¹ Durchschnitt aus Tageswerten, in Mio. Franken

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

³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben - Ultimokredite

Grafik 13: Schweiz



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

fangs August durch D-Mark-Käufe am Devisenmarkt geschaffen worden ist (vgl. S. 24). Die in Anbetracht der währungspolitischen und konjunkturellen Situation in Aussicht genommene flexiblere Handhabung der Geldmengenpolitik stellt keine Abkehr vom Stabilitätsziel dar. Sie liegt im Rahmen der längerfristigen Zielsetzung der Geldpolitik. Die Abweichung vom ursprünglichen Geldmengenziel von 3% wird bescheiden

Tabelle 6: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1979	8,5	10,0	9,4
1980	- 9,0	17,6	6,5
1981	- 3,6	13,1	5,3
1982	3,0	4,0	3,5
1982 2.Q.	1,4	5,6	2,6
1982 3.Q.	5,1	- 0,2	2,4
1982 4.Q.	11,6	- 1,1	5,3
1983 1.Q.	15,2	- 6,0	6,4
1983 2.Q.	8,8	- 4,7	7,8
1983 April	10,4	- 7,8	6,8
1983 Mai	9,3	- 3,8	8,5
1983 Juni	6,8	- 2,6	8,3
1983 Juli	6,1	- 2,2	8,1

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

bleiben, und neue Inflationsimpulse sind daher nicht zu befürchten.

Gegenüber dem Vergleichsquarter des Vorjahres zeigten die Wachstumsraten der übrigen Geldmengenaggregate im Laufe des zweiten Quartals eine deutliche Verlangsamung des Anstiegs von M_1 , ein leichtes Anziehen im Fall von M_3 und einen starken Rückgang der Abnahme von M_2 .

Saisonbereinigt stabilisierte sich M_1 seit Jahresbeginn bei ungefähr 61 Mrd. Franken. M_2 dagegen nimmt, vermutlich als Folge der zuvor recht stark gestiegenen Festgeldsätze, seit April wieder leicht zu, liegt allerdings noch immer unter dem Vorjahresniveau. M_3 schliesslich wächst saisonbereinigt seit dem 1. Quartal ebenfalls wieder stärker als zu Beginn des laufenden Jahres.

Finanzmärkte

Die Finanzmärkte waren zwischen März und Juni 1983 durch einen leicht stärkeren Franken bei gleichzeitig anziehenden Zinssätzen geprägt. Die kurzfristigen Zinssätze stiegen stärker als die langfristigen (vgl. Grafik 14). Diese Zins- und Wechselkursentwicklung deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer den Kurs der Nationalbank in dieser Periode als relativ restriktiv beurteilten. Erst im Juli und August brachte die Ankündigung der Nationalbank, die Geldversorgung flexibler zu handhaben, eine gewisse Korrektur.

Geldmarkt

Die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank beliefen sich auf 7,1 Mrd. Franken im Mai und Juni und 7,0 Mrd. Franken im Juli (Monatsmittel). Sie lagen damit um durchschnittlich 0,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Am Halbjahresresultimo, welcher reibungslos abgewickelt werden konnte, betragen die Giroguthaben gleich wie im Vorjahr 10,9 Mrd. Franken.

Die Nationalbank stellte die zusätzliche Liquidität an den Monatsenden hauptsächlich über den traditionellen Notenbankkredit (Inlandportfeuille, Lombard, Inlandkorrespondenten) zur Verfügung. Da die offiziellen Sätze nach der am

Tabelle 7: Veränderung des Frankenkurses¹ gegenüber den wichtigsten Währungen

	Mai 1983 – August 1983 ¹		2. Quartal 1982 – 2. Quartal 1983 ²	
	nominal	real	nominal	real
US-\$	-1,6	-1,2	- 4,2	- 3,3
Yen	-0,3	-0,7	- 6,4	- 4,9
D-Mark	+ 1,0	+0,6	+ 0,3	+ 1,2
fFr.	+1,1	+0,5	+12,5	+ 6,9
£	0,0	-0,5	+ 9,0	+10,0
Lit.	+1,0	+0,5	+ 8,4	- 4,5

¹ Durchschnittliche monatliche Veränderung in Prozent

² Durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent
(+ = Aufwertung; - = Abwertung)

18. März vorgenommenen Senkung unverändert blieben, während die Eurofrankensätze leicht anzogen, beanspruchten die Banken den Diskont- und Lombardkredit relativ stark. Um die Notenbankgeldmenge auch an den Monatsenden nicht zu stark anwachsen zu lassen, erneuerte die Nationalbank deshalb Ende Mai und Ende Juli auslaufende Swapkredite nur teilweise.

Der seit Mitte Januar anhaltende Anstieg der Geldmarktzinsen setzte sich in den Monaten Mai und Juni zunächst fort. Erst in der letzten Juniwoche und im Juli trat eine gewisse Entspannung ein, wozu die reibungslose Abwicklung des Halbjahresresultimos und die von der Nationalbank Anfang Juni geäußerte Absicht, das bisherige leichte Überschliessen des Ziels für die Notenbankgeldmenge in der zweiten Jahreshälfte nicht durch einen restriktiveren Kurs zu kompensieren, beitrug. Der Zinssatz für dreimonatige Eurofranken, der im Juni zeitweise über der 5%-Marke gelegen hatte, fiel bis Mitte August auf 4¼%. Parallel zur Entwicklung am Eurofrankenmarkt gingen auch die Vergütungen für Festgelder der Grossbanken und die Renditen der neuausgegebenen Geldmarkt-Buchforderungen des Bundes im Juli und August erstmals seit Anfang Jahr wieder leicht zurück.

Devisenmarkt

Wie andere wichtige Währungen schwächte sich der Schweizerfranken zwischen Mai und August gegenüber dem Dollar deutlich ab. Während sich der Aussenwert des Frankens gegenüber dem

Yen und dem Pfund Sterling kaum veränderte, stieg er gegenüber dem französischen Franken und der D-Mark deutlich an. Anfang August beschleunigte sich die Tieferbewertung der D-Mark. Vor allem die DM-Schwäche bewog die Nationalbank, gemeinsam mit anderen Zentralbanken an den Devisenmärkten zu intervenieren. Diese Interventionen erfolgten durch Ankauf von D-Mark gegen Dollar und gegen Schweizerfranken. Entsprechend der in Aussicht genommenen flexibleren Handhabung der Geldpolitik, wurde die mit den Interventionen geschaffene Liquidität im Markt belassen.

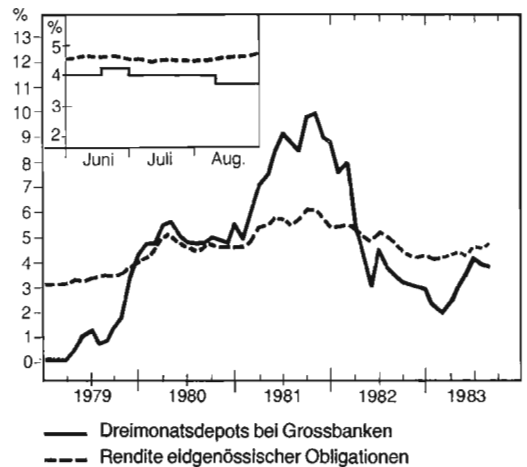
Die uneinheitliche Entwicklung des Schweizerfrankens widerspiegelt sich im realen exportgewichteten Wechselkursindex, der zwischen Mai und August nur eine geringfügige Veränderung aufweist (+1,0%). Zwischen dem zweiten Quartal 1982 und dem zweiten Quartal 1983 verbesserte sich die Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Exporteure gegenüber den Vereinigten Staaten, Japan und Italien, während sie sich gegenüber den deutschen, französischen und englischen Konkurrenten verschlechterte. Insgesamt stieg der reale exportgewichtete Wechselkurs in diesem Zeitraum um 2,4%.

Kapitalmarkt

Die Zinssatzentwicklung am Kapitalmarkt stand von Anfang Mai bis Ende Juli stark unter dem Eindruck der anziehenden Geldmarktsätze. Die Bewegung verlief allerdings wie üblich weniger ausgeprägt als im kurzfristigen Bereich. Die Geldmarktsätze rückten daher zeitweise recht nahe an das Niveau der Kapitalmarktsätze heran. Diese Entwicklung wendete sich Anfang August, als die Obligationenrenditen nach oben tendierten, während gleichzeitig die Geldmarktsätze sanken.

Am Emissionsmarkt zwang eine Reihe von Misserfolgen die Schuldner im Juni, die Zinssätze der neu aufgelegten Obligationen um $\frac{1}{4}$ Prozent zu erhöhen. Per 16. Juni 1983 legte die Schweizerische Eidgenossenschaft eine $4\frac{1}{2}\%$ -Anleihe auf, die wiederum im Tenderverfahren emittiert wurde. Aufgrund der eingegangenen Angebote wurden 200 Mio. Franken zum Kurs von 100,7% zugeteilt. Die Rendite betrug bei einer Laufzeit von 12 Jahren 4,42%.

Grafik 14: Zinsentwicklung in der Schweiz



Gleichzeitig stiegen auch die Renditen am Sekundärmarkt. Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen nahm bis auf 4,74% (31. August) zu und erreichte damit den höchsten Stand seit einem Jahr. Die Durchschnittsrendite der Anleihen ausländischer Schuldner entwickelte sich weitgehend parallel zu derjenigen der Bundesobligationen. Die Differenz, die im Vorjahr aufgrund einer stärkeren Berücksichtigung des Länderrisikos durch die Anleger deutlich zugenommen hatte, veränderte sich damit seit Jahresbeginn kaum.

Die Zinssätze der Kassenobligationen wurden in zwei Schritten der Entwicklung der Kapitalmarktsätze angepasst. Seit dem 25. August vergüteten die Grossbanken $4\frac{3}{4}\%$ für alle Titel unabhängig von der Laufzeit.

Die Beanspruchung des Kapitalmarktes durch öffentliche Emissionen von Aktien und Obligationen in- und ausländischer Schuldner abzüglich der Konversionen lag in den ersten sieben Monaten 1983 mit 12,2 Mrd. Franken um rund 15% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Gleichzeitig haben sich die Rückzahlungen an den Kapitalmarkt auf 3,9 Mrd. Franken verdoppelt, so dass die Nettobeanspruchung des Marktes im Vorjahresvergleich von 8,6 Mrd. auf 8,3 Mrd. Franken sank.

Bei den Inlandobligationen nahm die Zahl der Anleihen der Kantone und Gemeinden sowie der Industrie und der Kraftwerke im Vergleich zum Vorjahr deutlich zu. Nach einer Reihe guter Rechnungsabschlüsse prognostizierten die Kantone und Gemeinden mittelfristig höhere Defizite. Die Aktivität der Industrie, deren Emissionsvolumen in den letzten drei Jahren stark gesunken war, dürfte primär auf die relativ niedrigen Zinssätze und die infolge der unbefriedigenden Ertragslage geschwächte Selbstfinanzierungskraft zurückzuführen sein.

Von Januar bis Juli 1983 bewilligte die Nationalbank Geldaufnahmen ausländischer Schuldner im Gesamtbetrag von 23,4 Mrd. Franken und damit 1% mehr als in den ersten sieben Monaten des Vorjahres. Während das Anleihenvolumen um 5% und die Notesmissionen um 22% zunahmen, lagen die Kredite um einen Drittel unter den Werten der entsprechenden Vorjahresperiode. Der Rückgang der direkten Kreditgewährung ist nicht neu; die Zahlungsschwierigkeiten verschiedener Schuldnerländer hatten die Banken bereits vor Jahresfrist bei der Kreditvergabe an ausländische Schuldner vorsichtiger werden lassen. Auch die deutliche Zunahme der gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexporte an die Industrieländer um 15% gegenüber den ersten sieben Monaten des Vorjahres und der gleichzeitige Rückgang der Kapitalexporte an die Entwicklungsländer um 41% lassen auf eine vorsichtigeren Haltung der Gläubiger schliessen.

Bankbilanzen

Nachdem sich das Bilanzsummenwachstum im ersten Quartal 1983 noch beschleunigt hatte, fiel es im zweiten Quartal wieder deutlich zurück. Die Bilanzsumme der 71 Banken lag Ende Juni um 7,8% über dem Vorjahresstand, womit die Jahreszuwachsrate wieder jener von Ende 1982 entsprach. Das geringere Wachstum hängt mit der durch die internationale Schuldenkrise ausgelösten Zurückhaltung in der Kreditfähigkeit mit dem Ausland zusammen. Zudem wies der Dollarkurs im Vorjahresvergleich Ende Juni einen geringeren Anstieg als Ende März auf. Auf der Passivseite schwächte sich der Zustrom von Kundengeldern stark ab. Der schwache Kundengeld-

zufluss führte zu einem Rückgang der Nettoanlagen bei anderen Banken. Die Jahreszuwachsrate der Bankendebitoren fiel von 17,6% Ende März auf 4,6% Ende Juni. Die Bankenkreditoren nahmen im Vorjahresvergleich verstärkt um 13,3% ab. Die flauere Entwicklung des Interbankgeschäfts mit dem Ausland ist jedoch auch eine Folge der anhaltenden Unsicherheit auf den internationalen Finanzmärkten. Im zweiten Quartal sind dagegen die Anlagen in Form von ausländischen Geldmarktpapieren und Wertschriften um 3,6 Mrd. Franken aufgestockt worden.

Aktiven

Die Kundenkredite im In- und Ausland lagen Ende Juni 1983 um 1,9% über dem Vorjahresstand, nachdem die Jahreszuwachsrate Ende März 1983 3,7% betragen hatte. Dem deutlich rückläufigen Trend bei den Auslandskrediten (März: +3,4%, Juni: -7,6%) steht eine leicht von 3,8% auf 4,6% gestiegene Zuwachsrate bei den inländischen Ausleihungen gegenüber. Das Wachstum der für die schweizerische Wirtschaft relevanten Frankenkredite beschleunigte sich von 2,9% auf 3,7%. Die gegenüber dem Ausland ausstehenden Frankenkredite, die vor allem Exportkredite umfassen, lagen Ende Juni um 2,6% unter dem Vorjahresstand. Die kommerziellen Kredite an Kunden im Inland blieben Ende Juni noch um 1,5% unter dem Vorjahresniveau (Ende März: -6,0%), während die Beanspruchung der Baukredite Ende Juni mit -7,6% stärker unter den Vorjahresstand fiel als Ende März (-6,8%). Die Hauptstütze der Kreditfähigkeit bilden nach wie vor die Hypothekarkredite, welche gegenüber dem Vorjahr um 7,5% wuchsen.

Während die Entwicklung der Kreditbeanspruchung noch keine Aufschwungstendenzen zeigt, lässt die Statistik der Kreditzusagen (157 Banken) als Frühindikator einen gewissen Optimismus zu. Die an inländische Kunden bewilligten Kredite wiesen im zweiten Quartal mit +29% bereits zum dritten Mal eine zweistellige Jahreszuwachsrate auf.

Passiven

Die Entwicklung auf der Passivseite wurde im zweiten Quartal von den höheren kurzfristigen

Zinssätzen und dem damit einhergehenden Wiederaufschwung der Treuhandgeschäfte geprägt. Obwohl der Stand der Treuhandgeschäfte der 71 Banken Ende Juni nach wie vor um 8,9% unter dem Vorjahresstand lag, erhöhte er sich im zweiten Quartal um 3,4 Mrd. Franken. Den Banken flossen dagegen nur noch relativ geringe Beträge an Kundengeldern zu. Der Stand der ausländischen Publikumsgelder reduzierte sich in der Berichtsperiode. Dennoch lagen sie Ende Juni immer noch 21,9% (März: 37,6%) über dem Vorjahresstand.

Auch die inländischen Publikumsgelder wuchsen langsamer (März: 7,2%, Juni: 6,8%). Im Frankenbereich bewirkte der Anstieg der Geldmarktsätze

über das Niveau der Spargeldsätze eine stark veränderte Struktur des Kundengeldzuflusses: Der Zufluss zu den Spargeldern schrumpfte im Verlauf des zweiten Quartals erheblich, während der Bestand der Festgelder erstmals seit langem wieder anstieg. Im Juni bildete sich der Spargeldbestand sogar um 1,2 Mrd. Franken zurück, nachdem er in den vorangegangenen 14 Monaten monatlich um durchschnittlich 1,8 Mrd. Franken zugenommen hatte. Aber auch bei den Sichtgeldern flossen in grösserem Ausmass Mittel ab. Infolge verhältnismässig unattraktiver Konditionen übertrafen auch bei den Kassenobligationen die Rückzahlungen die Neuzeichnungen erheblich, so dass der Stand Ende Juni praktisch auf das Vorjahresniveau zurückfiel.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 9 septembre 1983*

A. Situation économique et monétaire des principaux pays industrialisés

1. Aperçu de l'évolution internationale

Depuis le début de l'année, l'économie mondiale se redresse visiblement, grâce à un approvisionnement en monnaie un peu plus ample. Au deuxième trimestre, le *produit national brut réel* dépassait, aux Etats-Unis, au Japon, en République fédérale d'Allemagne et au Royaume-Uni, le bas niveau observé dans ces pays un an auparavant. L'OCDE estime que ses Etats membres enregistreront cette année une croissance réelle de 2% en chiffre rond. Du deuxième trimestre de 1982 à la période correspondante de 1983, la production industrielle a augmenté de 1½%.

Comme il arrive souvent dans la première phase d'une expansion conjoncturelle, les impulsions de la demande venaient presque uniquement de la consommation. Au deuxième trimestre, il n'a plus été possible de satisfaire la demande supplémentaire de consommation en se bornant à réduire les stocks. Aussi la production a-t-elle augmenté sensiblement. Abstraction faite du secteur du logement, les Investissements ne sont pas encore sortis de leur léthargie. Il sera intéressant de voir, durant les mois prochains, si l'accélération de la conjoncture se répercute sur les investissements, malgré les taux d'intérêt élevés. Jusqu'à maintenant, la crainte d'une croissance incontrôlée du déficit budgétaire des Etats-Unis et l'incertitude régnant au sujet du cours qui sera donné à la politique monétaire ont empêché une baisse des taux d'intérêt. La reprise de la conjoncture étant encore hésitante, un accroissement marqué des exportations n'a pas eu lieu non plus. Les pays industrialisés reçoivent moins de commandes des pays en développement qui éprouvent des difficultés de paiement. En outre, les

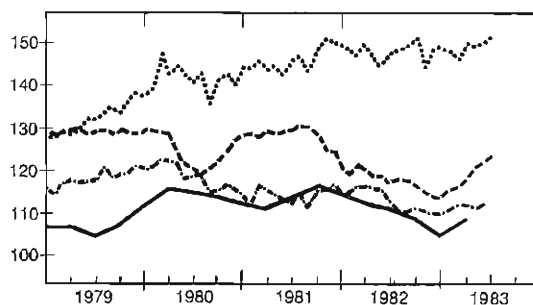
problèmes d'emploi que doivent résoudre maints pays ont renforcé les tendances protectionnistes.

Après avoir atteint le niveau record de 13% en 1980, le taux moyen d'inflation a fléchi graduellement dans la zone de l'OCDE. Au mois de juillet, il était un peu supérieur à 5%.

Manquant toujours de netteté, l'expansion n'a pas encore entraîné une amélioration de la situation sur le marché du travail. Le taux de chômage est resté à 9% dans les pays industrialisés. Selon l'OCDE, il atteindra au cours de l'année un niveau maximal de 10%, puis diminuera graduellement, le recul déjà observé en Amérique du Nord s'étendant aux autres pays. Le nombre de chômeurs, qui s'élève à près du double du chiffre enregistré à la fin de la récession de 1975, reflète surtout l'entrée dans la vie active, à un moment où l'emploi est en stagnation, de classes d'âge nombreuses.

Les prévisions établies par l'OCDE et le FMI en ce qui concerne les balances des revenus des pays industrialisés traduisent des tendances diver-

Graphique 1: Production industrielle¹



¹ 1975 = 100, variations saisonnières déduites

- Japon
- Etats-Unis
- France, Royaume-Uni, Italie et République fédérale d'Allemagne
- Suisse

Source: OCDE, Principaux indicateurs économiques

* Le rapport, achevé à la mi-août, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de mai et de juillet 1983.

Tableau 1: Evolution des cours de quelques monnaies

	Du mois d'avril 1983 au mois de juillet 1983 ¹		Du 2 ^e trimestre 1982 au 2 ^e trimestre 1983 ²		
	Nominal		Nominal		Réel
	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Moyenne pondérée
Dollar USA	–	+0.7	–	+3.9	+2.6
Yen	–0.5	+0.1	+ 2.6	+8.0	+4.0
Mark allemand	–2.0	–0.5	– 4.5	+6.0	+0.3
Franc français	–2.1	–0.5	–19.1	–9.0	–5.0
Lire	–1.9	–0.2	–11.9	–7.4	+1.5
Livre sterling	–0.3	+1.1	–12.6	–5.4	–2.2
Franc suisse	–1.0	+0.3	– 4.2	+4.8	+2.9

¹ Variation mensuelle moyenne en % (+ = revalorisation; – = dépréciation)

² Variation annuelle moyenne en % (+ = revalorisation; – = dépréciation)

gentes. Pour 1983, l'OCDE s'attend à un déficit de 30 milliards de dollars en chiffre rond, tandis que le FMI compte sur un modeste excédent.

En raison de la baisse des prix du pétrole qui a eu lieu au début de l'année, la balance des revenus des pays exportateurs de pétrole sera probablement déficitaire en 1983, pour la première fois depuis les majorations de prix effectuées en 1973. Pour les pays en développement n'exportant pas de pétrole, le FMI prévoit une réduction du déficit, qui avait déjà diminué légèrement en 1982.

En matière de *politique monétaire*, la plupart des pays se sont efforcés, au deuxième trimestre, de modérer la croissance de la masse monétaire, sans freiner trop brusquement l'accélération observée durant les trois premiers mois de l'année. Au milieu de l'année, l'expansion des agrégats monétaires était généralement supérieure aux objectifs fixés. Dans presque tous les pays, la *politique budgétaire* vise à limiter à long terme l'accroissement des dépenses et, partant, des déficits. Toutefois, peu de succès durables ont été enregistrés jusqu'à maintenant. Depuis 1973, année des premières majorations massives des prix du pétrole et où les budgets des pays industrialisés étaient dans l'ensemble à peu près équilibrés, les déficits ont augmenté pour atteindre, en 1983, environ 4% du produit national brut.

A partir du mois d'avril, l'évolution des *marchés des changes* a été marquée par le raffermissement du dollar. Après avoir commencé graduelle-

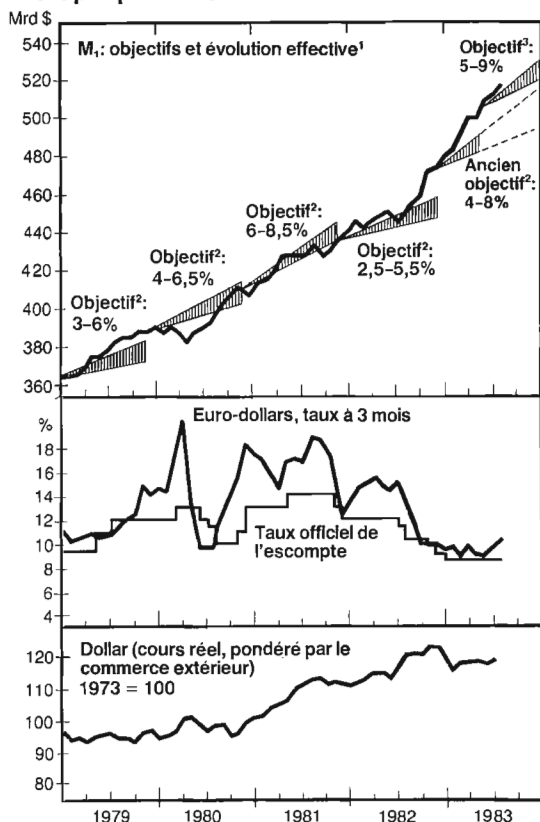
ment, la hausse de la monnaie américaine s'est accélérée très fortement au début du mois d'août. D'importantes banques centrales sont alors intervenues sur les marchés des changes en vendant des dollars. Le raffermissement du dollar a influé sur toutes les autres monnaies; il a été particulièrement sensible face aux monnaies du Système monétaire européen (SME), mais le yen et la livre sterling ont mieux résisté.

2. Etats-Unis

La vigueur de la reprise de l'économie américaine a été surprenante au premier semestre. Le *produit national brut*, qui avait diminué l'an passé encore, dépassait de 1,1%, au premier trimestre, et de 2,2%, au deuxième trimestre, son niveau de la période correspondante de 1982. Le principal moteur de l'expansion au deuxième trimestre a été la consommation privée, la demande de biens durables s'accroissant surtout. Les ventes de maisons ont augmenté en flèche. Des besoins de rattrapage s'étaient accumulés dans ces secteurs. En outre, le ralentissement de l'inflation et la nouvelle réduction, au milieu de l'année, des taux de l'impôt sur le revenu ont influé favorablement sur les revenus disponibles des ménages.

Le cycle des stocks est entré dans une nouvelle phase; après une longue diminution, ceux-ci ont augmenté au premier semestre. La reconstitution des stocks s'est traduite par un accroissement de la production industrielle supérieur à celui de la demande finale. La progression des ventes ayant

Graphique 2: Etats-Unis



¹ Variations saisonnières déduites (source: Federal Reserve Bank of St. Louis, US-Financial Data)

² Du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant

³ Du 2^e trimestre à la fin de 1983

été plus forte que celle des stocks, le rapport entre les stocks et les ventes a continué néanmoins de diminuer au deuxième trimestre; il atteignait, au mois de juin, son niveau le plus bas des vingt-cinq dernières années.

Les investissements sont demeurés faibles au deuxième trimestre, bien que les perspectives économiques et la situation financière des entreprises se soient améliorées sensiblement depuis la fin de 1982.

Le déficit de la balance commerciale s'est accru fortement au deuxième trimestre, les exportations ayant diminué et les importations augmenté.

Cette évolution s'explique par la hausse du dollar et par le décalage entre la conjoncture des Etats-Unis et celle des principaux partenaires commerciaux de ce pays. La détérioration de la capacité concurrentielle américaine, due à la revalorisation du dollar, menace de renforcer les tendances protectionnistes. Après s'être soldée par un excédent de 4,6 milliards de dollars en 1981 et par un déficit de 4,2 milliards l'année suivante, la balance américaine des revenus devrait accuser en 1983 un déficit de 30 milliards, selon une estimation du Département du commerce.

L'emploi a augmenté au deuxième trimestre, mais il était toujours inférieur au niveau enregistré un an auparavant. Le taux de chômage a fléchi, comme pendant le trimestre précédent, pour s'inscrire à moins de 10% au mois de juillet. Le taux d'inflation a continué de reculer; au mois de juillet, l'indice des prix à la consommation dépassait de 2,4% le niveau observé un an auparavant.

Pour l'année budgétaire qui prendra fin au mois de septembre, le déficit pourrait atteindre un peu plus de 200 milliards de dollars, selon des estimations officielles. La reprise économique étant plus rapide que l'on ne s'y attendait, les prévisions pour le prochain exercice sont plus optimistes qu'auparavant. On envisage un *déficit* d'environ 180 milliards de dollars.

Au deuxième trimestre, les agrégats monétaires M₂ et M₃ ont évolué conformément au cadre fixé; par contre, la croissance de M₁ était sensiblement supérieure à l'objectif de 4 à 8%. On ne sait toujours pas dans quelle mesure l'accélération résulte d'un assouplissement de la politique monétaire et dans quelle mesure elle est un phénomène purement statistique, dû à l'introduction de nouvelles formes de dépôts en banque. Au mois de juillet, le *Système de Réserve Fédérale* a décidé de modifier l'objectif relatif à M₁. Jusqu'à la fin de 1983, une croissance de 5 à 9%, en termes annuels, a été retenue; le nouvel objectif part de la moyenne enregistrée au deuxième trimestre, qui était très élevée. A la mi-août, M₁ atteignait la limite supérieure de la nouvelle fourchette. Comme la conjoncture s'est améliorée très fortement au deuxième trimestre et que l'approvisionnement des banques en liquidités a été plutôt restreint, les taux d'intérêt ont haussé sur le

marché monétaire. Au milieu de l'année, le taux interbancaire était de 9%.

Après avoir baissé quelque peu au début de l'année, le *dollar* est monté vigoureusement, à partir du mois d'avril, sur presque tous les marchés des changes. Ce raffermissement s'explique principalement par la hausse escomptée des rémunérations servies sur la monnaie américaine, hausse qui s'est d'ailleurs réalisée en partie.

3. République fédérale d'Allemagne

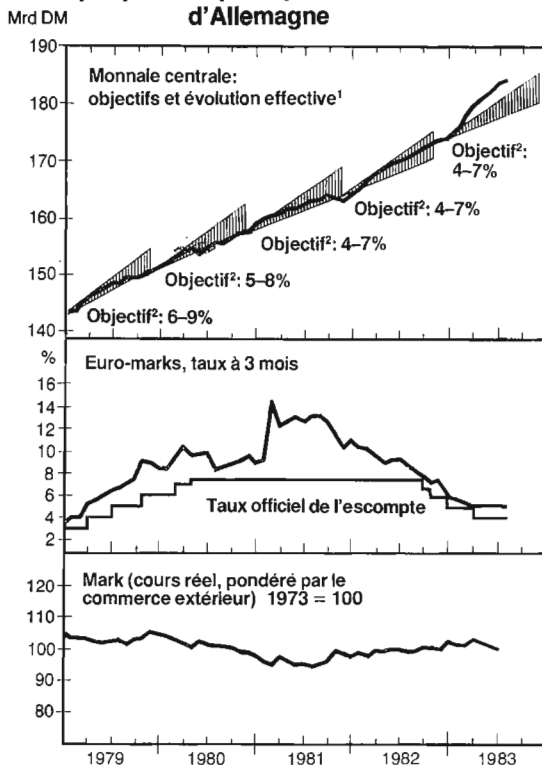
Après deux années de recul, le *produit national brut* allemand a commencé à augmenter au début de 1983. Il a progressé encore, au deuxième trimestre, pour atteindre son niveau de la même période de 1982. Toutefois, il était toujours inférieur au volume enregistré pour le trimestre correspondant de 1980, soit avant la récession. Selon l'OCDE, il faut compter sur une croissance réelle de 0,5% jusqu'à la fin de 1983.

Au contraire des phases antérieures de reprise, les exportations n'ont pas stimulé l'économie. Comme dans d'autres pays, la consommation privée a été le principal moteur de l'expansion. En outre, une modeste reconstitution des stocks a influé favorablement sur la conjoncture. Les investissements ont eux aussi augmenté au deuxième trimestre.

Du deuxième trimestre de 1982 à la période correspondante de l'année en cours, le volume des exportations a fléchi de 2,4%, alors que celui des importations augmentait de 0,7%. L'Institut de recherches économiques de Hambourg (HWWA) se montre optimiste au sujet de l'évolution des exportations au second semestre, en raison de la reprise qui a lieu dans les pays industrialisés.

La diminution de l'emploi, qui avait commencé au quatrième trimestre de 1980, s'est poursuivie au deuxième trimestre de 1983. En hausse continue depuis trois ans, le taux de chômage atteignait 9,4% au mois de juillet, soit presque deux points de plus qu'un an auparavant. Simultanément, le rapport entre le nombre de places

Graphique 3: République fédérale d'Allemagne



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

² Du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant

vacantes et celui de demandes d'emploi est descendu à un niveau qui n'avait plus été enregistré depuis longtemps. En revanche, l'inflation a diminué encore. Au mois de juillet, le renchérissement annuel était de 2,4%, taux qui n'avait plus été observé depuis les années soixante. Un mois plus tard, il s'inscrivait à 3%.

La balance des revenus, déficitaire pendant les années 1979 à 1981, s'est soldée en 1982 par un excédent de 7,4 milliards de marks. Pour l'année en cours, l'excédent devrait être plus élevé, puisque les recettes nettes se chiffraient déjà à 6,1 milliards de marks au premier semestre.

A la fin du mois de juin, le gouvernement a adopté un projet de budget pour 1984. Le taux de croissance des *dépenses publiques* doit être inférieur

à celui du produit national brut nominal. Des économies seront réalisées surtout dans les services publics et dans les assurances sociales. L'accroissement de l'endettement sera ramené à 37,3 milliards de marks, grâce à une progression de 6,8% des recettes fiscales.

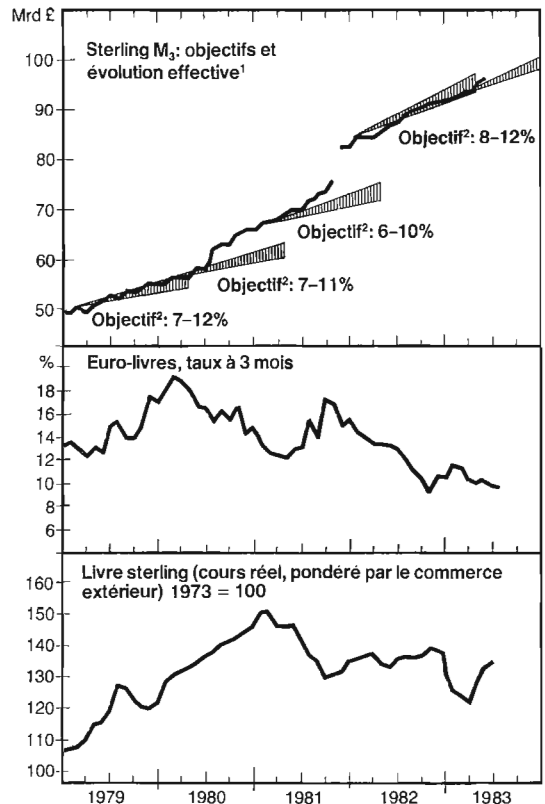
Après avoir soumis son objectif d'expansion monétaire pour 1983 à un nouvel examen, la *Banque fédérale d'Allemagne* a déclaré vouloir s'en tenir à son intention initiale, soit à une augmentation de la monnaie centrale comprise entre 4 et 7%. L'accroissement effectif, qui avait été vigoureux pendant les trois premiers mois de l'année, a ralenti légèrement au deuxième trimestre. Après le réajustement des parités qui a eu lieu au sein du SME au mois de mars, la Banque fédérale a pu résorber une partie des liquidités qu'elle avait créées en intervenant sur le marché des changes. En outre, la réévaluation du mark a rendu moins attrayante la thésaurisation, à l'étranger, de billets de banque allemands. Au mois de juillet, la monnaie centrale a augmenté de nouveau à un rythme accru. Par rapport au quatrième trimestre de 1982, période de référence pour l'objectif visé en 1983, l'expansion monétaire jusqu'au mois de juillet a atteint un taux annualisé de presque 9%, après correction des variations saisonnières.

Le *mark* s'est affaibli non seulement par rapport au dollar, mais aussi vis-à-vis des autres monnaies du SME. Face au franc français et à la lire, il a oscillé à la limite inférieure de sa marge de fluctuation, comme après chaque réajustement des parités. Malgré cette évolution, sa valeur réelle pondérée en fonction des exportations s'est peu modifiée au deuxième trimestre; en un an, elle a augmenté de 0,3%.

4. Royaume-Uni

L'activité économique a continué de progresser au premier trimestre, mais la reprise était encore hésitante. En un an, le *produit intérieur brut* a augmenté de 2,5%. La consommation privée était le moteur de la croissance; la reconstitution des stocks a joué aussi un rôle stimulant. Par contre, les exportations ne se sont que peu accrues, et les investissements sont demeurés faibles, dans l'industrie surtout.

Graphique 4: Royaume-Uni



¹ Variations saisonnières déduites (source: Bank of England, Quarterly Bulletin); depuis le mois de novembre 1981, les données concernant M_3 sterling ne sont plus comparables à celles des mois précédents en raison de modifications d'ordre statistique.

² Du mois de février au mois d'avril de l'année suivante

La production de l'industrie manufacturière ayant augmenté, en avril et en mai, de moins de 1% par rapport aux mêmes mois de 1982, on peut douter de la reprise dans ce secteur. De même, le nombre de logements mis en chantier n'a pas continué de s'accroître. En revanche, le chiffre d'affaires du commerce de détail a progressé nettement; au mois de juillet, sa croissance réelle s'inscrivait à 5% en un an. Toutefois, l'expansion de la demande ne s'est répercutée que modestement sur la production, car elle a été couverte par des importations surtout, en raison du cours élevé de la livre.

Le taux annuel de renchérissement a continué de ralentir, passant de 4,6% à fin mars à 3,7% à fin juin. Il a toutefois augmenté de nouveau à 4,2% à la fin du mois suivant. Quant au taux de chômage, il avait tendance à hausser; à la fin du mois de juillet, il s'élevait à 12,4%.

Au deuxième trimestre, la balance des revenus a enregistré son premier solde négatif depuis trois ans. S'inscrivant à 313 millions de livres, ce solde s'explique par le déficit de 0,8 milliard dégagé par la balance commerciale.

Au premier semestre, les dépenses publiques ont augmenté plus fortement que prévu et le déficit a doublé par rapport à la période correspondante de l'an passé. Toutefois, l'endettement n'a pas augmenté dans la même mesure, car l'Etat a couvert une partie de ses besoins financiers en vendant des participations qu'il détenait dans des entreprises.

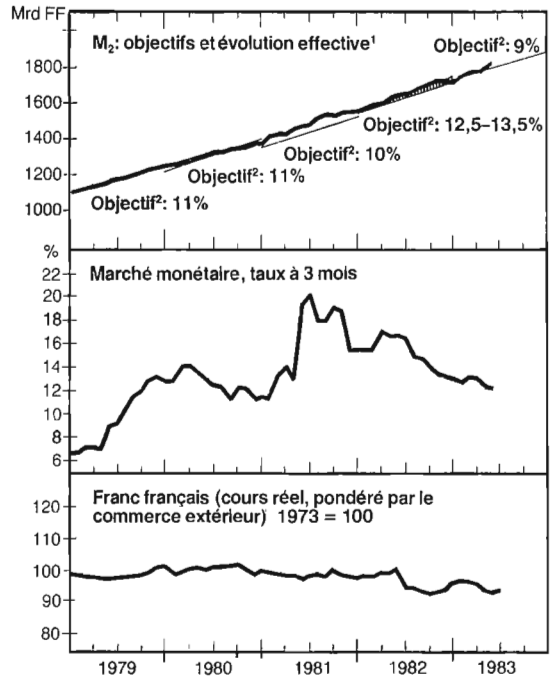
L'expansion des *agrégats monétaires* s'est accélérée au deuxième trimestre, de sorte que les taux d'accroissement ont dépassé quelque peu les objectifs visés. La base monétaire a augmenté, en termes nominaux comme en termes réels. Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt ont passé de 10,3% à 9,5% du mois d'avril à la mi-août.

Après avoir baissé durant les mois d'avril et de mai, la *livre sterling* a eu tendance à se raffermir face au dollar et, par conséquent, vis-à-vis des autres monnaies. Par rapport au deuxième trimestre de l'an passé, son cours réel pondéré en fonction du commerce extérieur a diminué de 2,2%.

5. France

En France, la croissance économique a pris fin au cours du second semestre de l'an passé. Au deuxième trimestre de 1983, les autorités ont révisé de nouveau à la baisse leurs prévisions pour 1983, en raison surtout du programme d'économies qu'elles ont adopté au mois de mars. Elles s'attendent à ce que ces mesures modèrent la demande intérieure et estiment que le *produit intérieur brut* diminuera de 0,5% cette année.

Graphique 5: France



¹ Variations saisonnières déduites (source: Banque de France, Bulletin trimestriel)

² Du mois de décembre au mois de décembre suivant

Dans l'industrie, la production a pu être maintenue au premier trimestre; en moyenne, elle était à peu près égale, au deuxième trimestre, au niveau observé pour la période correspondante de 1982. Par contre, les commandes en portefeuille ont diminué continuellement et, selon des enquêtes conjoncturelles, la production industrielle pourrait fléchir sensiblement à partir du troisième trimestre.

Les revenus disponibles des ménages fléchissant, la consommation privée a reculé d'environ 1% du premier au deuxième trimestre. La demande de biens d'équipement est restée faible.

Malgré la conjoncture peu favorable, le chômage s'est stabilisé à son niveau élevé au premier semestre. Toutefois, la brusque réduction des places vacantes fait craindre une nouvelle détérioration jusqu'à la fin de l'année. En moyenne, le taux annuel d'inflation a passé de 9,2% au premier trimestre à 9% au deuxième.

Un changement de tendance a eu lieu dans l'évolution du commerce extérieur. Les importations ont diminué au cours de cette année, tandis que les exportations augmentaient, en particulier au deuxième trimestre. Le déficit de la balance commerciale s'est chiffré à 37 milliards de francs français au premier semestre. Il était ainsi inférieur à celui de la période correspondante de 1982. L'évolution du déficit d'un trimestre à l'autre reflète nettement la tendance à l'amélioration; du premier au deuxième trimestre, le solde négatif a passé d'environ 24 milliards à 13 milliards de francs français.

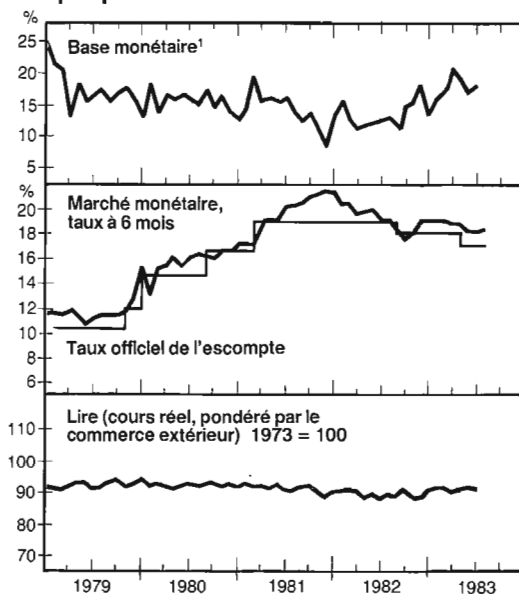
La *Banque de France* a mené une politique monétaire modérément restrictive. Après avoir réduit de 10% à 9% son objectif d'expansion pour M_2 , lors de la modification de la parité du franc, au mois de mars, elle a restreint, à partir de la fin du mois de juin, l'accroissement autorisé des crédits bancaires ordinaires; fixé tout d'abord à 3%, le taux de l'accroissement autorisé en 1983 a été ramené à 2,5%. L'an passé, ces crédits bancaires avaient augmenté de 4,5%. La croissance de M_2 entre les mois de décembre et de mai a atteint, en taux annualisé, 12%, soit un rythme supérieur à l'objectif. Durant le deuxième trimestre, les taux d'intérêt ont diminué légèrement sur le marché monétaire, ce qui a permis à la Banque de France d'abaisser son taux d'intervention de 12½% – niveau en vigueur depuis le mois de janvier – à 12¼%.

Du mois d'avril au mois d'août, le *franc* s'est affaibli continuellement face au dollar, comme les autres monnaies du SME. Au début du mois d'août, le dollar a franchi le cap des 8 francs. En revanche, le franc est resté fort au sein du SME, grâce sans doute à des arbitrages entre taux d'intérêt dans cette zone. Dans l'ensemble toutefois, le franc s'est déprécié depuis le deuxième trimestre de l'an passé; son cours réel pondéré a baissé en effet de 5%.

6. Italie

L'Italie n'est pas encore sortie de la récession qu'elle subit depuis trois ans. Au premier trimestre, le *produit intérieur brut* était inférieur de 3,4% au niveau observé un an auparavant. Les inves-

Graphique 6: Italie



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

tissements ont même diminué de 8%, tombant au-dessous du volume des trois premiers mois de 1979. Malgré la récession, la consommation – abstraction faite des biens durables – a continué de s'accroître en termes réels. De même, les exportations ont progressé ces derniers temps, sans toutefois augmenter en comparaison annuelle.

Au deuxième trimestre, la production a diminué encore dans l'industrie; au mois de juin, elle était inférieure de 6% à celle de la période correspondante de l'an passé. Les enquêtes conjoncturelles ne permettent pas de se faire une idée précise des perspectives à court terme de la production.

L'évolution économique défavorable s'est répercutée sur le marché du travail. Du deuxième trimestre de 1982 à la période correspondante de l'année en cours, le taux de chômage a passé de 9,2% à 10,5%. L'inflation, qui atteignait encore plus de 16% au premier trimestre, a diminué à 13,7% au mois d'août.

Pour les cinq premiers mois de l'année, le déficit de la balance commerciale s'est chiffré à 4,2 milliards de dollars en 1983, contre 6,8 milliards en 1982. L'amélioration s'explique surtout par un fléchissement des importations, dû à la récession.

Le *déficit budgétaire* devrait passer à 17% du produit national brut, contre 16% en 1982. Toutefois, le nouveau gouvernement prévoit d'adopter des dispositions qui pourraient réduire quelque peu l'excédent de dépenses.

Si la *lire* a faibli vis-à-vis du dollar, elle est demeurée forte au sein du SME. Du deuxième trimestre de 1982 à la période correspondante de 1983, le cours réel pondéré s'est élevé de 1,5%. Cette tendance à la hausse a incité la *Banque d'Italie* à assouplir prudemment sa politique monétaire et à réduire son taux de l'escompte de 18% à 17% au mois d'avril. Le plafonnement du crédit, appliqué depuis 1974, a été abrogé à la fin du premier semestre. Ainsi, les autorités ne contrôlent plus directement le crédit à l'aide de mesures administratives, mais influent indirectement sur son volume par leur politique monétaire.

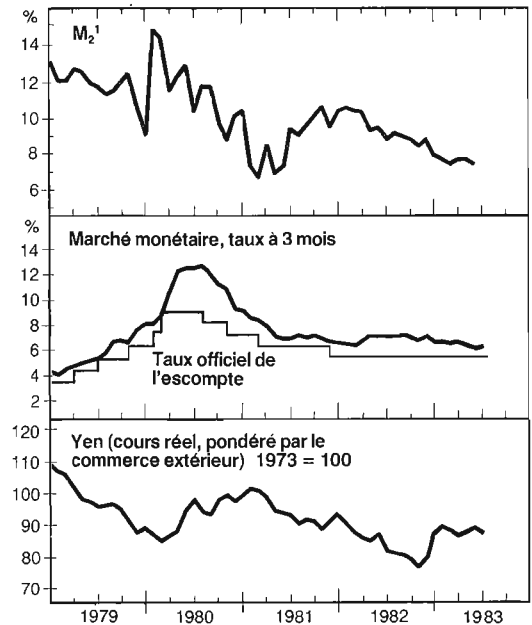
7. Japon

Au cours de la récession, la *croissance du produit national brut* a ralenti pour s'inscrire à 2%, rythme encore très élevé sur le plan international. Elle s'est accélérée de nouveau en 1982 et, au premier semestre de 1983, elle atteignait 3,7%. Ce sont surtout les exportations qui ont contribué à la reprise, la consommation n'ayant guère varié. En termes réels, les investissements et les dépenses publiques ont même diminué par rapport au premier semestre de l'an passé. Les entreprises s'efforçaient toujours de réduire leurs stocks.

L'évolution de la production industrielle montre que l'amélioration de la conjoncture se fait à un rythme modéré. Le taux de variation annuelle, encore négatif au début de l'année, est devenu positif; au mois de juin, il s'inscrivait à 2,1%.

Sur le marché du travail, la situation ne s'est que légèrement modifiée. Au premier semestre, le taux de chômage se chiffrait à 2,7% en moyenne,

Graphique 7: Japon



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

contre 2,3% un an auparavant. Le rapport entre le nombre de places vacantes et celui de demandes d'emploi a diminué à un niveau qui n'avait plus été observé depuis la seconde moitié des années septante. Du mois de septembre au mois de juillet, le taux d'inflation a passé de 3,3% à 2,2%.

L'augmentation des ventes à l'étranger et la diminution, sous l'effet de la conjoncture, des achats à l'étranger ont accru l'excédent de la balance commerciale au premier semestre. L'excédent atteignait 7,5 milliards de dollars pour les six premiers mois et dépassait le résultat de 6,9 milliards de dollars enregistré pour l'ensemble de l'année 1982.

Au mois d'août, le gouvernement a publié, sous la forme d'un programme à long terme, des recommandations pour le reste de la décennie. Il se propose d'atteindre une croissance économique annuelle de 4% et veut limiter l'inflation et le chômage à des taux de 3% et de 2% respectivement, en moyenne annuelle. En outre, le *déficit budgétaire* doit être éliminé graduellement jus-

qu'en 1990; simultanément, le gouvernement entend maintenir à un bas niveau, par rapport aux autres pays industrialisés, la part des impôts et des cotisations sociales au produit national. Dans une première étape, il a l'intention de stabiliser les dépenses publiques en termes réels et, ainsi, de réduire de 5,3% en 1982 à 4,9% cette année la part du déficit budgétaire au produit national brut. D'autres points importants du programme visent à stimuler les industries où la technologie joue un rôle prépondérant, ainsi que l'agriculture.

Au deuxième trimestre, la masse monétaire M_2 dépassait de 7,6% son volume de la période correspondante de 1982; le rythme de croissance est constant depuis le début de l'année. La *Ban-*

que du Japon a autorisé, pour le troisième trimestre, un relèvement de 10%, par rapport à la même période de 1982, de la limite des crédits bancaires. Ce taux, un peu plus bas que celui du deuxième trimestre – 13,6% –, reflète néanmoins une politique monétaire restant modérément expansive.

Du mois d'avril au début du mois d'août, le yen a très bien résisté à la hausse du dollar; durant cette période, le cours de la monnaie américaine a oscillé aux environs de 240 yens. Du deuxième trimestre de l'an passé à la période correspondante de 1983, le cours réel pondéré du yen s'est élevé de 4%, en raison de la forte hausse qui s'est produite vers la fin de l'année.

Tableaux 2.1–2.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1980	1981	1982a)	1982a)				1983a)	
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Etats-Unis	-0,4	1,9	-1,7	-2,5	-1,6	-1,9	-0,9	-1,1	2,2
Rép. féd.									
d'Allemagne	1,8	-0,2	-1,1	0,4	0,2	-1,8	-1,9	-0,4	0,7
Royaume-Uni b)	-1,8	-2,1	1,4	0,3	0,9	2,5	2,7	2,5	1,5
France b)	1,2	0,3	1,4	2,2	2,0	1,1	1,0	1,3	0,5
Italie b)	3,9	-0,2	-0,4	1,0	0,1	-0,8	-2,4	-3,4	—
Japon	4,7	3,8	2,9	2,1	2,9	3,0	3,7	3,6	—
Suisse b)	4,6	1,9	-2,0	0,0	-0,4	-2,5	-2,4	-1,4	—

a) Chiffre provisoire b) BIP

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

	1980	1981	1982	1983					
				1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis	13,5	10,4	6,1	3,6	3,4	3,8	3,5	2,6	2,4
Rép. féd.									
d'Allemagne	5,5	5,9	5,3	3,7	2,9	3,2	3,0	2,4	2,4
Royaume-Uni	18,0	11,9	8,6	4,9	3,8	4,0	3,7	3,7	4,2
France	13,6	13,4	11,6	9,2	9,0	9,2	9,0	8,8	9,4
Italie	21,2	18,7	16,3	16,4	16,3	16,5	16,4	16,0	15,4
Japon	8,0	4,9	2,7	2,1	2,4	2,1	2,9	2,1	2,2
Suisse	4,0	6,5	5,6	4,8	4,8	4,5	3,3	2,8	2,2

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

	1980	1981	1982	1983					
				1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet a)
Etats-Unis	7,2	8,1	9,7	10,4	10,1	10,2	10,1	10,0	9,5
Rép. féd.									
d'Allemagne	3,8	5,2	7,7	9,0	9,5	9,4	9,5	9,6	9,4
Royaume-Uni b)	6,4	10,0	11,7	12,6	12,5	12,7	12,4	12,4	12,4
France b, d)	6,5	7,9	8,9	8,8	9,0	8,8	8,9	8,9	8,9
Italie b)	7,6	8,4	9,1	9,8c)	10,5c)	10,5	—	—	—
Japon	2,0	2,2	2,4	2,7	2,6	2,7	2,7	2,6	2,5
Suisse	0,2	0,2	0,4	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0

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

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

	1980	1981	1982a)	1982a)				1983a)	
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Etats-Unis	0,4	4,6	-11,2	-0,6	1,4	-6,6	-6,6	3,0	—
Rép. féd.									
d'Allemagne	-15,2	-7,4	3,1	-0,2	0,5	0,5	2,3	2,0	0,6
Royaume-Uni	6,8	11,7	8,7	1,5	1,5	2,0	3,8	1,1	-0,5
France	-3,9	-4,5	-11,6	-2,0	-4,1	-3,4	-2,4	-4,0b)	0,7b)
Italie	-9,0	-7,7	-5,5	—	—	—	—	—	—
Japon	-10,7	4,7	7,5	1,4	2,6	2,1	1,5	3,4	6,8
Suisse	-0,5	2,8	3,7	1,7b)	0,8b)	0,4b)	0,9b)	0,9b)	0,5b)

a) Chiffre provisoire b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

En Suisse, la récession a pris fin au printemps. Après correction des variations saisonnières, le produit national semble avoir atteint, au deuxième trimestre, un volume proche de celui du trimestre précédent. Jusqu'à maintenant, la consommation privée a été le principal stimulant de la demande. Selon certains indicateurs, les investissements en biens d'équipement ont augmenté également. Par contre, l'activité dans la construction et les exportations stagnaient toujours. La reprise qui s'est esquissée aux Etats-Unis et dans quelques autres pays industrialisés n'a pas encore entraîné une augmentation notable des exportations suisses. La stagnation des investissements sur le plan international soulève de grosses difficultés avant tout dans la métallurgie et dans l'industrie des machines, qui sont axées sur l'exportation et qui emploient environ 16% de la main-d'œuvre occupée en Suisse. A cet égard, la phase actuelle de la conjoncture se distingue du revirement de tendance qui a eu lieu au milieu des années septante, où un accroissement vigoureux des exportations avait déclenché la reprise.

Un rétablissement rapide de la situation économique n'est pas encore certain et, s'il a lieu, l'ampleur de la reprise demeure inconnue. Vigoureuse depuis le milieu de l'an passé, la hausse des deux indices composites avancés que calculent le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ et la Banque nationale s'est ralentie sensiblement ces derniers temps.

En valeur, les importations ont augmenté nettement, de sorte que le déficit de la balance commerciale a doublé à peu près du deuxième trimestre de l'an passé à la période correspondante de 1983. Comme l'emploi a diminué encore, en particulier dans les industries axées sur l'exportation, le nombre de chômeurs a continué de s'accroître cet été.

Une nouvelle diminution du renchérissement a pu être enregistrée; au mois d'août, le taux d'inflation s'inscrivait à 1,7%. Au cours des huit premiers mois de l'année, l'indice des prix à la consumma-

tion n'a augmenté que d'environ 1%, alors qu'il s'était élevé de 4,9% pendant la période correspondante de 1982. La Banque nationale continuant de mener une politique monétaire axée sur la stabilité, le niveau des prix restera largement stable ces prochains mois.

L'évolution de la monnaie centrale ajustée est restée approximativement conforme à l'objectif fixé. Les taux d'intérêt se sont maintenus à un niveau supérieur à celui du début de l'année, et le franc suisse est monté ces derniers mois, en particulier par rapport au mark. Lorsque le dollar s'est élevé en flèche au début du mois d'août, à la suite de la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, et que le mark a continué de baisser, la Banque nationale est intervenue sur le marché des changes, en collaboration avec les banques centrales de quelques pays industrialisés. En achetant des marks, d'abord contre des dollars, puis contre des francs également, elle s'est efforcée d'influer sur le cours du franc. Elle n'a pas résorbé les liquidités créées dans le cadre de ces interventions, de sorte que le taux d'expansion monétaire effectif dépassera sans doute légèrement l'objectif de 3% fixé pour cette année.

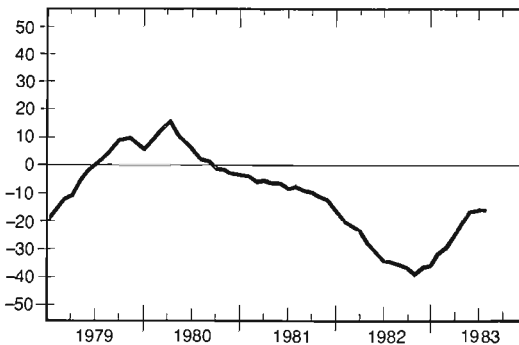
2. Evolution de l'économie

Produit national brut et production industrielle

La conjoncture en Suisse semble avoir atteint son point le plus bas au printemps; le *produit intérieur brut* s'inscrivait alors à un niveau correspondant approximativement à celui de la même période de 1982. Des impulsions provenaient surtout de la demande intérieure.

Contrairement à beaucoup d'entreprises axées sur le marché suisse, la majorité des entreprises exportatrices n'ont pas accru leur fabrication. L'industrie des machines et appareils semble même avoir continué de réduire sa production durant les derniers mois. Cette branche subit encore les conséquences de la stagnation internationale des investissements. Ses réserves de travail, qui se chiffraient à un semestre à la fin du mois de juin, étaient proches du niveau minimal record enregistré à la fin de 1982, soit 5,9 mois.

Graphique 8: Marche des affaires dans l'industrie¹



¹ Indicateur synthétique de l'EPFZ

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

Dans l'industrie suisse, l'horizon s'est éclairci, comme le montre l'indice du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (voir graphique 8). Cet indice reflétant la marche des affaires dans l'industrie est monté presque continuellement depuis la fin de l'an passé. La hausse s'est toutefois ralentie considérablement depuis le milieu du deuxième trimestre. Selon l'enquête conjoncturelle effectuée par le Centre, les commandes n'ont pas correspondu, jusqu'à maintenant, à ce qu'espéraient les entreprises. Au deuxième trimestre, celles-ci n'ont donc guère accru leur production. Comme auparavant, environ 80% des capacités techniques étaient utilisées.

Au deuxième trimestre, la construction est restée à peu près au niveau du trimestre précédent. Une partie des capacités techniques étant inutilisées, la concurrence s'est accrue, les marges bénéficiaires ont diminué, en particulier dans le génie civil, et les entreprises ont fait des concessions sur les prix. Au deuxième trimestre, le coût de la construction en ville de Zurich était inférieur d'environ 4% au niveau observé un an auparavant; une baisse n'avait plus été enregistrée depuis 1976.

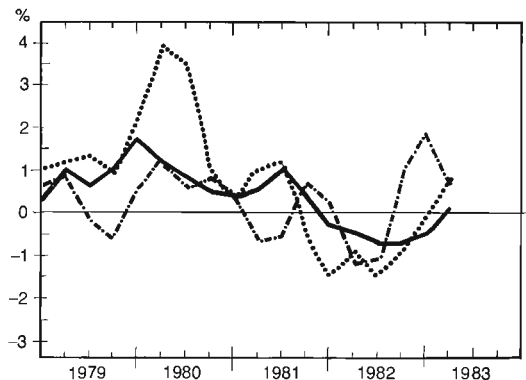
Dans le secteur des services, l'activité semble avoir augmenté quelque peu. La marche des affaires est restée bonne dans des branches importantes, telles les banques et les compagnies d'assurances. Les entreprises importa-

trices et le commerce de gros paraissent avoir atteint le creux de la vague, et une partie de ce secteur annonce déjà un léger essor. La tendance à la récession a marqué le pas dans l'industrie touristique: le nombre de nuitées de la clientèle étrangère a augmenté légèrement au deuxième trimestre, ce qui a presque compensé la nouvelle diminution observée pour la clientèle suisse.

Consommation privée

La consommation privée de biens et de services, qui avait fléchi d'environ 2% au premier semestre de l'an passé, s'est accrue de nouveau depuis le troisième trimestre de 1982. En termes réels, le chiffre d'affaires du commerce de détail au premier semestre a augmenté de 1,4%, en moyenne, par rapport à la période correspondante de 1982. Toutefois, la progression semble avoir ralenti vers le milieu de l'année. Selon une enquête que l'Office fédéral des questions conjoncturelles a réalisée au mois de juillet, les ménages ne considéraient pas la situation économique avec plus d'optimisme qu'auparavant. En particulier, les personnes interrogées n'estimaient pas la période plus favorable pour faire d'importantes acquisitions.

Graphique 9: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à la période précédente, variations saisonnières déduites

— PIB réel
 - - - Consommation privée
 Investissements

Source: Office fédéral de la statistique

D'après une enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles, les détaillants s'attendaient, au mois de juin, à ce que la marche des affaires continue à s'améliorer. Ils avaient donc l'intention d'accroître leurs achats, en dépit du fait qu'ils jugeaient toujours leurs stocks élevés. Au mois de juillet toutefois, l'évolution était considérée avec moins d'optimisme.

Investissements

Après avoir diminué de presque 5% du deuxième trimestre de 1981 au quatrième de l'année suivante, les investissements, ont augmenté quelque peu au premier semestre de 1983. La construction, qui a stagné durant la première moitié de l'année, n'a guère contribué à cet accroissement. Les réserves de travail dans l'industrie de la construction, qui avaient fléchi à moins de 6 milliards de francs au début de 1983, ont passé à 7 milliards à la fin du semestre; toutefois, elles étaient encore inférieures de 5,4% au niveau atteint un an auparavant.

La construction de logements, sur laquelle reposent les principaux espoirs d'accélération de cette industrie, a déçu jusqu'à maintenant: dans les communes de plus de 10 000 habitants, le nombre de logements terminés a continué de diminuer, après correction des variations saisonnières; au premier semestre de 1983, il était en moyenne de 14,8% inférieur à son niveau de la période correspondante de l'an passé. Aucune

expansion n'a eu lieu dans les autres secteurs de la construction également. Les livraisons de ciment ont fléchi au premier semestre, après avoir augmenté passagèrement au dernier trimestre de 1982; la construction avait été étonnamment vigoureuse pendant ces trois mois, en raison du temps clément.

La demande devrait toutefois connaître un essor dans la construction, selon les indicateurs avancés. Déduction faite des variations saisonnières, le nombre de logements dont la construction a été autorisée et le volume de plans déposés pour des constructions industrielles ont continué d'augmenter. En outre, l'accroissement des promesses de crédit de construction, observé depuis trois trimestres, s'est poursuivi, mais à un rythme ralenti. Les entrées de commandes ont progressé au deuxième trimestre, où elles dépassaient de 10% le niveau de la période correspondante de 1982.

D'importants indicateurs relatifs à la demande de biens d'équipement se sont inscrits en hausse au premier semestre. Ainsi, l'industrie des machines et appareils a reçu davantage de commandes de la clientèle suisse, et le nombre de plans déposés concernant des installations d'exploitation, en recul depuis 1980, a progressé à partir du début de l'année.

Dans l'industrie, la réduction des stocks s'est poursuivie. Néanmoins, la majorité des entreprises considéraient encore leurs stocks comme trop élevés.

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

	1979	1980	1981	1982	1982				1983	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	9,0	19,0	0,2	- 5,8	- 2,2	- 4,8	- 14,1	- 1,6	4,5	7,0
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes ¹	41,9	1,7	- 5,9	- 3,6	- 14,1	11,5	- 15,4	3,0	16,9	5,8
Logements construits, dans 96 villes ¹	9,7	- 1,3	6,3	6,7	31,9	0,0	- 7,1	7,6	- 12,9	- 16,7
Projets de constructions industrielles (volume) ²	- 5,0	67,1	- 29,6	- 22,5	- 32,4	- 10,6	- 7,6	- 37,8	2,1	- 10,5
Promesses de crédit de construction (71 banques)	28,1	23,0	- 5,3	- 6,5	- 11,3	- 16,5	- 8,4	15,7	16,5	14,9

¹ Avant 1980: dans 92 villes

² Constructions nouvelles et agrandissements

Sources: La Vie économique; Bulletin mensuel BNS

Commerce extérieur

Exportations

Déduction faite des variations saisonnières et de facteurs spéciaux, le volume des exportations a augmenté très légèrement durant le premier semestre. Au deuxième trimestre, il était toujours, en moyenne, au bas niveau observé pour le troisième trimestre de 1982. Les exportations de matières premières et produits semi-ouvrés ont progressé depuis la fin de 1982. Celles de biens de consommation se sont élevées aussi, mais à un rythme beaucoup plus faible. Les ventes à l'étranger de biens d'équipement, qui forment environ un tiers de l'ensemble des exportations, ont continué par contre de fléchir. Une partie importante de l'industrie de biens d'équipement produit pour des marchés étrangers qui ne croissent plus beaucoup.

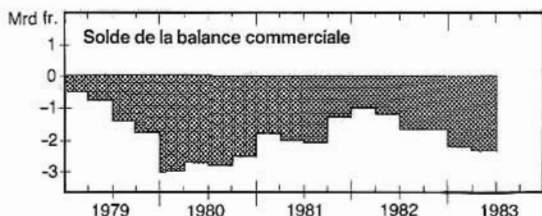
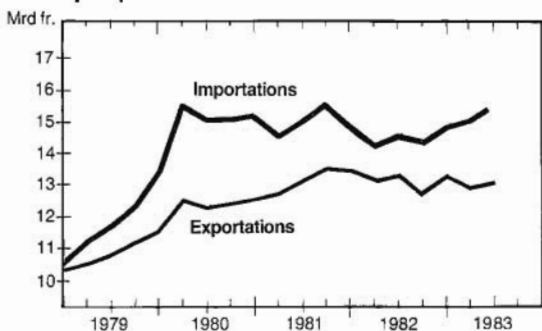
En valeur, les exportations n'ont dans l'ensemble guère varié au premier semestre. L'évolution a différé toutefois d'une région à l'autre. Les ventes

aux Etats-Unis ont progressé sensiblement en raison de l'essor de l'économie américaine. Par contre, l'industrie suisse a exporté moins qu'au second semestre de l'an passé dans la partie européenne de la zone de l'OCDE. La République fédérale d'Allemagne a fait exception à cet égard: malgré la hausse du franc, la clientèle allemande a acheté davantage au cours des six mois de l'année que pendant le semestre précédent. Les Etats membres de l'OPEP ont réduit sensiblement leurs importations de produits suisses. Quant aux exportations vers les autres pays en développement, elles ont stagné au deuxième trimestre.

Importations

Après correction des variations saisonnières, le volume des importations a augmenté au deuxième trimestre, comme les deux trimestres précédents. Un accroissement a eu lieu dans toutes les catégories de produits, celui des biens de consommation étant le plus faible, et – abstraction faite de l'évolution des produits énergétiques, sur laquelle les mouvements des stocks influent beaucoup – celui des matières premières et produits semi-ouvrés, le plus fort. Les achats à l'étranger de biens d'investissements se sont accrus aussi sensiblement; depuis le troisième trimestre de l'an passé, où elles avaient atteint leur niveau le plus bas, ces importations ont augmenté de 10,4%, après élimination des variations saisonnières. Ainsi, elles ont retrouvé à peu près leur niveau de l'automne 1981.

Graphique 10: Commerce extérieur¹



¹ Variations saisonnières déduites; sans l'or et, dès 1981, sans l'argent et les monnaies

Source: Direction générale des douanes fédérales

Balance commerciale et balance des revenus

Au deuxième trimestre, le déficit de la balance commerciale a continué d'augmenter, après correction des variations saisonnières. Ce résultat s'explique surtout par l'accroissement du volume des importations, les exportations ayant en gros stagné. Après élimination des variations saisonnières, les valeurs moyennes ont diminué à l'importation mais sont restées assez stables à l'exportation. En valeur, les importations ont donc augmenté, alors que les exportations ne variaient guère. Pour les sept premiers mois de l'année, le déficit de la balance commerciale a atteint 4,9

Tableau 4: Emploi et marché du travail¹

	1979	1980	1981	1982	1982		1983				
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet
Indice de l'emploi ²	0,7	2,0	1,0	-1,1 ³	-1,4 ³	-1,8	-1,6				
Taux de chômage	0,3	0,2	0,2	0,4	0,6	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8
Chômeurs	10 333	6 255	5 889	13 220	20 038	27 187	25 795	25 922	26 355	25 109	23 436
Chômeurs partiels	11 935	2 128	5 704	36 611	59 676	67 836	54 253	60 462	54 736	47 560	34 167
Places vacantes	8 921	12 312	11 876	6 352	4 633	5 500	5 007	5 069	4 918	5 033	4 991

¹ Séries non corrigées des variations saisonnières

² Variation en % par rapport à l'année précédente

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

Source: La Vie économique

milliards de francs, soit environ 80% de plus que celui de la période correspondante de l'an passé.

Le déficit de la balance commerciale ayant augmenté, l'excédent de la balance des revenus s'est réduit de nouveau. Du premier au deuxième trimestre, il a passé de 1,8 milliard à moins d'un milliard de francs. La diminution des revenus de capitaux a contribué à cette évolution.

Emploi et marché du travail

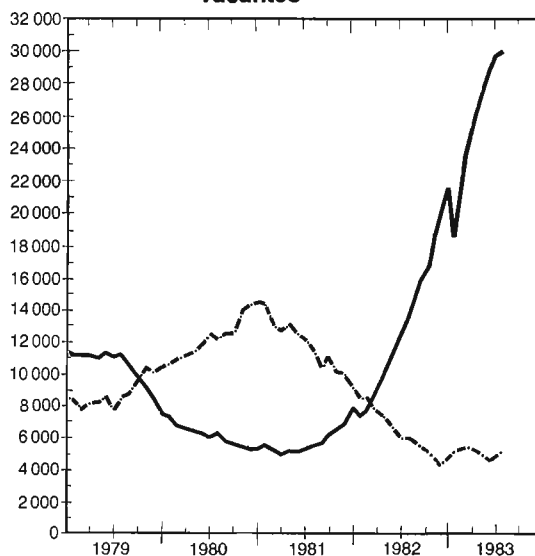
Bien que l'activité économique se soit accrue légèrement, les entreprises ont continué de réduire l'effectif de leur personnel. Après correction des variations saisonnières, l'indice de l'emploi est descendu quelque peu au-dessous du niveau du trimestre précédent. Depuis le début de la récession, à l'automne de 1981, l'emploi a diminué de près de 3%. La perte d'environ 70 000 emplois, qui correspond à ce taux, s'est traduite à raison d'un tiers approximativement par une augmentation du chômage. La part du recul de l'emploi dépassant l'aggravation du chômage a été résorbée par une diminution de la population active suisse et de la main-d'œuvre étrangère.

La baisse de l'emploi a frappé essentiellement l'industrie, le secteur des services ayant maintenu à peu près inchangé l'effectif de son personnel. Lors de la récession des années septante, au cours de laquelle 300 000 emplois avaient été supprimés du deuxième trimestre de 1974 à la période correspondante de 1976, le secteur secondaire avait déjà subi la plus grande partie des pertes. A l'époque, l'emploi avait fléchi d'environ

un tiers dans la construction et d'un septième dans le reste de l'industrie.

La réduction de l'emploi dans l'industrie n'est pas due seulement à la conjoncture. Le mouvement de l'industrie vers le secteur des services, observé déjà à partir de 1970, année de haute conjoncture, s'est poursuivi dans les phases de récession.

Graphique 11: Chômeurs et places vacantes¹



¹ Variations saisonnières déduites

— Chômeurs

- - - Places vacantes

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

L'emploi diminuant, le nombre de chômeurs complets a continué d'augmenter sensiblement au deuxième trimestre, après élimination des variations saisonnières. L'accroissement a toutefois ralenti nettement aux mois de mai et de juin (voir graphique 11). Le taux de chômage se chiffrait à environ 1%; la Suisse avait ainsi le taux de loin le plus bas de tous les pays de l'OCDE.

Comme notre économie a dépassé le creux de la vague au premier semestre de cette année, le chômage ne devrait plus guère augmenter. Le nombre des licenciements pour raison conjoncturelle et des licenciements annoncés pour ces prochains temps a diminué ces derniers mois. Les perspectives d'emploi que les entreprises ont jugées de nouveau meilleures qu'au trimestre précédent indiquent aussi que la situation est en train de s'améliorer sur le marché du travail.

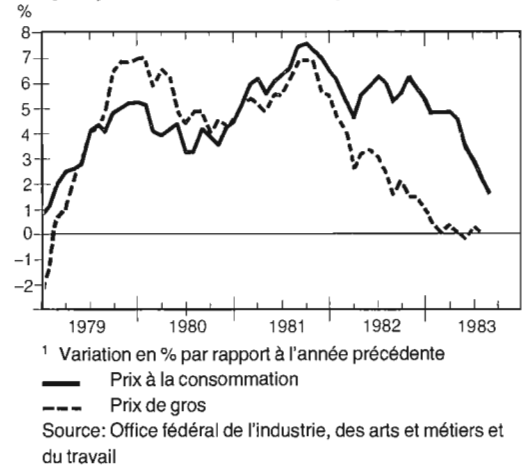
Observée depuis la fin de l'année, la tendance du chômage partiel et du nombre de places vacantes à se stabiliser s'est maintenue au deuxième trimestre. L'indice Manpower des offres d'emplois, qui reflète la place occupée par de telles annonces dans les quotidiens, n'a pas reculé au deuxième trimestre; pendant plus de deux ans, il s'était inscrit en baisse.

Prix et salaires

Du premier au deuxième trimestre, la hausse annuelle des prix à la consommation a passé de 4,8% à 3,6%. Avec 2,2% au mois de juillet et 1,7% au mois d'août, elle a atteint le niveau le plus bas depuis quatre ans et demi. Le taux de renchérissement devrait rester faible, étant donné la politique monétaire axée sur la lutte contre l'inflation ces dernières années et la lenteur de la reprise conjoncturelle en Suisse.

Depuis le début de 1983, la hausse annuelle des prix de gros est nettement inférieure à 1%; toutefois, l'indice des prix de gros a augmenté de nouveau légèrement à partir du printemps. Les marchandises importées surtout ont renchéri quelque peu entre le mois de mars et celui de juillet, mais leur indice était toujours inférieur au niveau enregistré un an auparavant.

Graphique 12: Evolution des prix¹



Du premier trimestre de 1982 à la période correspondante de 1983, les gains des travailleurs ont augmenté en moyenne d'environ 3 à 3½%, selon des estimations de l'Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail. Bien que la hausse annuelle des prix se soit ralentie fortement, les gains réels moyens ont diminué de 0,5% en un an, car la compensation du renchérissement accordée au début de 1983 n'a été que partielle.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Au cours du deuxième trimestre, le taux d'expansion de la monnaie centrale ajustée s'est approché graduellement d'un niveau compatible avec l'objectif de 3% fixé à la fin de 1982. Comme le taux d'accroissement des billets en circulation a diminué et que les avoirs en comptes de virements n'ont guère varié en un an, la monnaie centrale a suivi une ligne parallèle au sentier de croissance projeté. Si l'on inclut les chiffres relatifs au mois de juillet, qui confirment la tendance observée au deuxième trimestre, les taux pour les sept premiers mois de l'année s'inscrivent, en moyenne, à 4,5%. Compte tenu de l'effet de base, cette moyenne indique que la conduite d'une

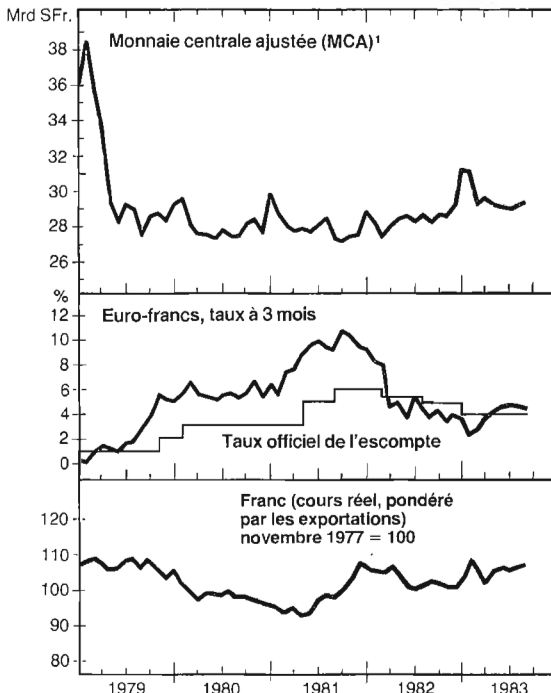
Tableau 5: Monnaie centrale ajustée (MCA)

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1,3}	Variation en % ²
1979	21 048	8,1	10 105	8,7	608	30 546	6,8
1980	21 740	3,3	7 342	-22,3	933	28 149	- 7,0
1981	21 912	0,8	6 742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	1,8	7 102	5,7	467	28 699	2,6
1982 2e trim.	21 751	-0,7	7 082	8,0	342	28 491	1,9
1982 3e trim.	21 919	1,5	7 052	6,3	399	28 571	3,1
1982 4e trim.	22 848	4,1	7 602	13,2	652	29 799	6,4
1983 1er trim.	22 828	5,0	7 808	17,0	577	30 060	7,6
1983 2e trim.	22 688	4,3	7 061	- 0,3	574	29 175	2,4
1983 avril	22 703	4,6	6 909	- 1,7	257	29 355	3,4
1983 mai	22 689	4,7	7 128	0,6	677	29 140	2,0
1983 juin	22 672	3,6	7 146	0,2	788	29 030	1,8
1983 juillet	22 649	2,9	7 016	0,0	562	29 103	1,5
1983 août	22 382	2,9	7 339	7,2	389	29 332	4,0

¹ Moyenne des valeurs journalières, en millions de francs

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

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

Graphique 13: Suisse

¹ Objectifs fixés en termes de croissance moyenne de la MCA par rapport à l'année précédente: 1981: 4%; 1982: 3%; 1983: 3%.

politique monétaire inchangée jusqu'à la fin de l'année mènerait à une croissance de la monnaie centrale correspondant assez exactement à l'objectif de 3%.

Au mois d'août, la Banque nationale a toutefois confirmé son intention d'accroître en 1983 la monnaie centrale ajustée un peu plus fortement

Tableau 6: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1979	8,5	10,0	9,4
1980	- 9,0	17,6	6,5
1981	- 3,6	13,1	5,3
1982	3,0	4,0	3,5
1982 2e trim.	1,4	5,6	2,6
1982 3e trim.	5,1	- 0,2	2,4
1982 4e trim.	11,6	- 1,1	5,3
1983 1er trim.	15,2	- 6,0	6,4
1983 2e trim.	8,8	- 4,7	7,8
1983 avril	10,4	- 7,8	6,8
1983 mai	9,3	- 3,8	8,5
1983 juin	6,8	- 2,6	8,3
1983 juillet	6,1	- 2,2	8,1

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

que le cadre initialement prévu. L'approvisionnement en monnaie quelque peu plus abondant résulte principalement de la décision de ne pas résorber les liquidités créées au début du mois d'août par des achats de marks sur le marché des changes (voir page 45). Cette conduite un peu plus souple de la politique de la masse monétaire, envisagée eu égard à la conjoncture et à la situation sur le marché des changes, n'implique nullement que l'on s'écarte de l'objectif de stabilité. Elle reste dans le cadre de l'objectif à moyen terme de la politique monétaire. L'écart par rapport à l'objectif initial de 3% sera modeste et il n'y a donc pas lieu de craindre de nouvelles poussées inflationnistes.

Au deuxième trimestre, la croissance en un an de la masse monétaire M_1 a diminué fortement, celle de M_3 a augmenté quelque peu et la diminution de M_2 a faibli sensiblement.

Après correction des variations saisonnières, M_1 est restée à environ 61 milliards de francs depuis le début de l'année. En revanche, M_2 a augmenté de nouveau légèrement à partir du mois d'avril, à la suite probablement de la forte hausse des rémunérations servies sur les dépôts à terme fixe; toutefois, cet agrégat était toujours inférieur à son niveau de l'année précédente. Quant à M_3 , elle a augmenté au cours des derniers mois plus rapidement que pendant le premier trimestre.

Marchés monétaire et financier

Du mois de mars au mois de juin, les marchés monétaire et financier ont été marqués par une légère revalorisation du franc et, simultanément, par une hausse des taux d'intérêt. Les rémunérations à court terme se sont élevées plus fortement que les taux à long terme (voir graphique 14). L'évolution des taux d'intérêt et des cours de change montre que le marché a considéré la politique de la Banque nationale, pendant cette période, comme relativement restrictive. Une certaine correction a eu lieu aux mois de juillet et d'août, après l'annonce, par l'institut d'émission, d'une plus grande souplesse dans l'approvisionnement en monnaie.

Marché monétaire

En moyenne, les avoirs que l'économie entretient en comptes de virements à la Banque nationale s'inscrivaient à 7,1 milliards de francs aux mois de mai et de juin et à 7 milliards au mois de juillet. Ainsi, ils dépassaient de 0,3% leur niveau moyen de la période correspondante de 1982. Comme l'an passé, ils atteignaient 10,9 milliards de francs à la fin du mois de juin, et l'échéance semestrielle s'est déroulée sans difficulté.

Pour le financement des échéances, la Banque nationale a octroyé surtout des crédits traditionnels (crédits d'escompte, avances sur nantissement et correspondants en Suisse). Comme les taux d'intérêt officiels n'ont plus été modifiés, après la baisse du 18 mars, et que les taux appliqués sur le marché des euro-francs ont augmenté quelque peu, les banques ont recouru assez fortement aux crédits d'escompte et aux avances sur nantissement. Aussi, soucieuse de ne pas trop accroître la monnaie centrale, en fin de mois surtout, la Banque nationale n'a-t-elle renouvelé qu'une partie des swaps arrivés à échéance à la fin des mois de mai et de juillet.

La hausse des taux d'intérêt à court terme, qui a lieu depuis la mi-janvier, a continué aux mois de mai et de juin. Une certaine détente ne s'est produite qu'à partir de la dernière semaine du mois de juin, grâce au bon déroulement de l'échéance semestrielle et à l'intention exprimée par la Banque nationale, au début du mois de juin, de ne pas compenser au second semestre, par une

Tableau 7: Variation du franc suisse

	Du mois de mai 1983 au mois d'août 1983 ¹		Du 2e trimestre 1982 au 2e trimestre 1983 ²	
	Nominal	Réel	Nominal	Réel
Dollar USA	-1,6	-1,2	- 4,2	- 3,3
Yen	-0,3	-0,7	- 6,4	- 4,9
Mark allemand	+1,0	+0,6	+ 0,3	+ 1,2
Franc français	+1,1	+0,5	+12,5	+ 6,9
Livre sterling	0,0	-0,5	+ 9,0	+10,0
Lire	+1,0	+0,5	+ 8,4	- 4,5

¹ Variation mensuelle moyenne en %

² Variation annuelle moyenne en %
(+ = revalorisation; - = dépréciation)

politique plus restrictive, l'écart entre l'objectif fixé et la croissance effective de la monnaie centrale. Après avoir dépassé par moments 5% au mois de juin, le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a diminué à 4¼% jusqu'à la mi-août. Parallèlement à cette évolution, les rémunérations servies par les grandes banques sur les dépôts à terme et le rendement des créances comptables émises à court terme sur la Confédération aux mois de juillet et d'août ont fléchi légèrement, pour la première fois depuis le début de l'année.

Marché des changes

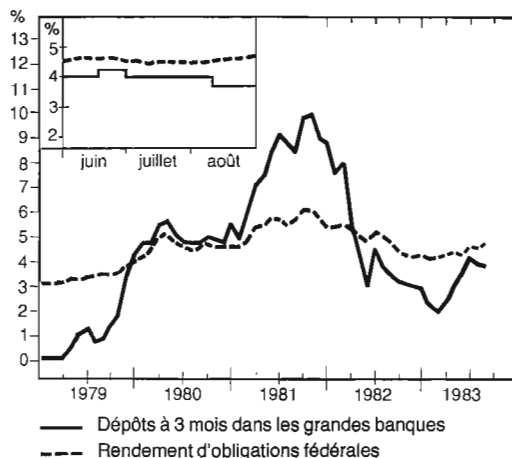
Comme d'autres monnaies importantes, le franc a faibli sensiblement vis-à-vis du dollar, entre les mois de mai et d'août. Il n'a guère varié par rapport au yen et à la livre sterling, mais il est monté face au franc français et au mark. La baisse du mark s'est accélérée au début du mois d'août. C'est surtout la faiblesse de la monnaie allemande qui a incité la Banque nationale à intervenir sur le marché des changes, en collaboration avec d'autres banques centrales. L'institut d'émission a acheté alors des marks contre des dollars et contre des francs. Conformément à son intention de mener une politique monétaire plus souple, il n'a pas retiré du marché les liquidités ainsi créées.

Ces tendances dans l'évolution du franc par rapport aux autres monnaies se reflètent dans l'indice du cours réel pondéré en fonction du commerce extérieur, qui a augmenté de 1% seulement entre les mois de mai et d'août. Du deuxième trimestre de 1982 à la période correspondante de 1983, la capacité concurrentielle des exportateurs suisses s'est améliorée vis-à-vis des Etats-Unis, du Japon et de l'Italie, mais s'est détériorée face à la République fédérale d'Allemagne, à la France et au Royaume-Uni. Pendant cette période, le cours réel pondéré est monté de 2,4%.

Marché des capitaux

Durant les mois de mai à juillet, la hausse des rémunérations à court terme a influé sensible-

Graphique 14: Evolution des taux d'intérêt



ment sur les taux d'intérêt du marché des capitaux. Toutefois, l'évolution a été une fois encore moins marquée que sur le marché monétaire. Aussi les taux à court terme se sont-ils rapprochés par moments très fortement de ceux à long terme. La tendance a changé au début du mois d'août, quand le rendement des obligations s'est inscrit en hausse, alors que les taux baissaient sur le marché monétaire.

Sur le marché des émissions, une série d'échecs ont obligé les débiteurs à relever les taux d'intérêt de ¼% au mois de juin. Jusqu'au 16 juin, la Confédération a lancé, selon le système des enchères, un emprunt à 4½% d'une durée de 12 ans. Sur la base des offres reçues, le montant a été fixé à 200 millions de francs, et le prix d'émission, à 100,7%. Ainsi, le rendement s'est inscrit à 4,42%.

Les rendements ont augmenté simultanément sur le marché secondaire. Le 31 août, le rendement moyen des obligations fédérales s'élevait à 4,74%, soit à un niveau qui n'avait plus été observé depuis un an. Le rendement moyen des emprunts émis par des débiteurs étrangers a évolué, dans une large mesure, parallèlement à celui des obligations fédérales. L'écart, qui s'était creusé l'année précédente – les créanciers tenant compte davantage des risques courus –, n'a donc guère varié depuis le début de 1983.

En deux étapes, les taux d'intérêt des obligations de caisses ont été adaptés à l'évolution des rendements sur le marché des capitaux. Depuis le 25 août, les grandes banques servent une rémunération de 4¼% pour tous les nouveaux titres, quelle que soit leur durée.

L'argent frais demandé au marché durant les sept premiers mois de l'année par les émissions publiques d'actions et d'obligations de débiteurs suisses et étrangers a atteint 12,2 milliards de francs, soit un montant dépassant de 15% le volume de la période correspondante de 1982. Comme les remboursements ont doublé d'une période à l'autre pour s'inscrire à 3,9 milliards de francs, le recours net au marché a diminué, passant de 8,6 milliards en 1982 à 8,3 milliards de francs en 1983.

Parmi les émissions de débiteurs suisses, le nombre d'emprunts lancés par les cantons et les communes, ainsi que par l'industrie et par les compagnies d'électricité a augmenté sensiblement par rapport à l'année précédente. Après avoir souvent bouclé leurs comptes favorablement ces dernières années, les cantons et les communes ont prévu un accroissement de leurs déficits à moyen terme. La présence relativement forte de l'industrie, dont le volume des émissions avait diminué sensiblement pendant trois années, semble due surtout au niveau relativement bas des taux d'intérêt ainsi qu'à une faible capacité d'autofinancement découlant de bénéfices insatisfaisants.

Les autorisations d'exporter des capitaux accordées durant les sept premiers mois de 1983 ont atteint 23,4 milliards de francs, soit 1% de plus qu'un an auparavant. Si les émissions d'emprunts ont augmenté de 5%, et le placement de «notes», de 22%, les octrois de crédits bancaires ont diminué d'un tiers par rapport à la période correspondante de 1982. Cette réduction n'est pas un fait nouveau; en raison des difficultés de paiement de plusieurs pays débiteurs, les banques se montrent réticentes, depuis plus d'un an, à accorder des prêts à des débiteurs étrangers. L'augmentation de 15% des autorisations d'exporter des capitaux vers les pays industrialisés et la diminution de 41% des autorisations relatives aux pays en développement traduisent aussi la circonspection des créanciers.

Bilans bancaires

Après s'être accélérée au premier trimestre, la croissance en un an des bilans des 71 banques a ralenti nettement au deuxième trimestre. Elle s'est inscrite à 7,8% à la fin du mois de juin, ce qui correspond au taux enregistré six mois auparavant. Ce ralentissement est dû à la retenue dont les banques font preuve, à la suite de la crise internationale de l'endettement, en matière d'octrois de crédits à l'étranger. De surcroît, la hausse du dollar en un an était plus faible à la fin du mois de juin qu'à la fin du mois de mars. Au passif, les afflux de fonds de la clientèle se sont affaiblis sensiblement, ce qui a provoqué une diminution des placements nets dans d'autres banques. Le taux annuel de croissance des avoirs en banque a passé de 17,6% à la fin du mois de mars à 4,6% trois mois plus tard. Les engagements en banque ont fléchi à un rythme accéléré, puisqu'ils ont reculé de 13,3% de la fin du mois de juin 1982 à la fin du même mois de cette année. Le ralentissement des opérations interbancaires avec l'étranger s'explique entre autres par l'incertitude persistante qui règne sur les marchés financiers internationaux. En revanche, les placements en papiers monétaires et titres étrangers ont augmenté de 3,6 milliards de francs au deuxième trimestre.

Actif

Le taux annuel de croissance des crédits à la clientèle se chiffrait à 1,9% à la fin du mois de juin, contre 3,7% à la fin du premier trimestre. De la fin du mois de juin 1982 à la fin du même mois de l'année suivante, les crédits à des débiteurs domiciliés à l'étranger ont diminué de 7,6%, alors qu'une augmentation de 3,4% était encore enregistrée à la fin du premier trimestre. Cette tendance très nette a été compensée en partie par une légère accélération de l'expansion des crédits en Suisse. Le taux annuel de croissance de cette catégorie de crédit a passé en effet de 3,8% à la fin du mois de mars à 4,6% à la fin du semestre. L'augmentation des crédits libellés en francs et accordés à des débiteurs suisses s'est élevée de 2,9% à 3,7%. Les prêts libellés en francs et consentis à des débiteurs étrangers – crédits à l'exportation principalement – ont diminué de 2,6% depuis la fin du mois de juin 1982. Le

recul des crédits commerciaux à des débiteurs suisses a passé de 6% à 1,5%, mais celui des crédits de construction s'est accru de 6,8% à 7,6%. Les placements hypothécaires, qui ont augmenté de 7,5% en un an, sont restés l'élément le plus dynamique.

Si l'évolution des crédits ne reflète encore aucune tendance ascendante, l'indicateur avancé qu'est la statistique des promesses de crédit accordées par 157 banques incite à un certain optimisme. Les promesses de crédit accordées au deuxième trimestre à des personnes domiciliées en Suisse dépassaient de 29% le volume de la période correspondante de 1983; pour la troisième fois consécutive, le taux de croissance était à deux chiffres.

Passif

La hausse des taux d'intérêt à court terme et le nouvel accroissement des opérations fiduciaires qui en a résulté ont marqué l'évolution du passif au deuxième trimestre. Les opérations fiduciaires des 71 banques ont augmenté de 3,4 milliards de francs au cours du deuxième trimestre; néanmoins, leur volume était encore, à la fin du mois de juin, inférieur de 8,9% au niveau atteint un an

auparavant. Les afflux de fonds de la clientèle ont été par contre relativement faibles. Les fonds de la clientèle étrangère ont diminué au deuxième trimestre; toutefois, leur taux annuel de croissance s'inscrivait encore à 21,9% à la fin du mois de juin, contre 37,6% à la fin du mois de mars.

De même, les fonds de la clientèle suisse ne se sont accrus que de 6,8% en un an, contre 7,2% à la fin du trimestre précédent. Passant à un niveau supérieur à la rémunération de l'épargne, les taux du marché monétaire ont modifié fortement la structure de l'afflux de fonds de la clientèle libellés en francs. L'accroissement des fonds d'épargne a ralenti fortement au deuxième trimestre, tandis que les dépôts à terme augmentaient, pour la première fois depuis longtemps. Au cours du mois de juin, les fonds d'épargne ont même diminué de 1,2 milliard de francs; en moyenne mensuelle, ils avaient progressé de 1,8 milliard de francs durant les quatorze mois précédents. De même, les fonds à vue ont fléchi sensiblement. Les conditions d'émission des bons de caisse étant relativement peu attrayantes, les remboursements ont dépassé de beaucoup les soucriptions, de sorte que le volume des bons de caisse a fléchi pour s'inscrire approximativement au niveau enregistré un an auparavant.

Une décennie d'incertitude: l'économie mondiale en état de choc

Exposé de Pierre Languetin*

S'il est un souci commun que partagent les autorités en charge de la politique économique et les responsables d'entreprises industrielles ou bancaires, c'est bien celui de saisir les tendances fondamentales de notre développement et d'imaginer l'avenir. Les expressions telles que «planification à moyen terme», «redéploiement industriel» ou «plan financier», qui sont aujourd'hui d'un usage courant, témoignent de cette volonté de concevoir sur la durée et de dépasser les contraintes du court terme. Il est frappant, pourtant, de constater que ces expressions si familières aux spécialistes des problèmes industriels ou commerciaux n'ont pas d'équivalents dans le domaine monétaire. C'est du moins le cas actuellement, car les plans monétaires furent nombreux dans le passé; qu'il suffise de se rappeler les plans Keynes et White, à l'origine de la reconstruction monétaire de l'après-guerre, ou même les nombreux plans Triffin qui visaient à sa réforme. Ce manque de «plans» signifie-t-il que les politiques monétaires sont aujourd'hui dictées avant tout par des considérations d'ordre national ou qu'elles manquent singulièrement d'envergure et de perspective?

C'est peut-être le cas, du moins en partie. Mais l'absence de système monétaire organisé me semble être plus révélatrice de la crise de confiance que connaît l'économie mondiale depuis une dizaine d'années, que le résultat d'un manque d'ambition de la part des autorités monétaires.

1. La rupture des années septante

Nous commençons seulement maintenant à nous rendre compte, en effet, de la profondeur et

de la portée des mutations qui sont intervenues dans nos économies industrielles depuis le début des années 1970. En l'espace de quelques années, nous avons été contraints de remettre en question les schémas de pensée et les conceptions qui étaient les nôtres depuis la seconde guerre mondiale. Après une phase de croissance continue, nous sommes entrés dans une période de doute et de «révision déchirante» dans les domaines tant économiques que monétaires, et cette période n'a pas encore pris fin.

Le début des années 1970 était pourtant porteur d'un formidable espoir. La reconstruction des économies occidentales, fortement secouées, voire détruites, par le conflit mondial, était achevée, les obstacles au développement du commerce international avaient pu être levés et le bien-être matériel connaissait une augmentation sans précédent. Grâce à l'effort entrepris par l'OECE dont la relève sur le plan mondial a été assurée par les négociations du GATT, grâce aussi à la création des Communautés européennes, à celle de l'AELE, aux accords de libre-échange passés entre les Communautés et les pays membres de l'AELE, un grand marché européen avait pu être créé, du moins pour les produits industriels, doublé d'un marché mondial élargi et d'un accès préférentiel accordé par les pays industrialisés aux pays en développement.

La construction de cet édifice commercial avait pu laisser croire que l'avenir des relations économiques internationales allait désormais être placé sous le signe de l'harmonie et de l'équilibre. C'était oublier qu'au cours des années 1960 de nombreux facteurs négatifs s'étaient accumulés, facteurs dont on avait sous-estimé l'importance et qui ne tardèrent pas à perturber gravement les relations économiques internationales.

En l'espace de quelques années, nous avons assisté à une inexorable dégradation du système monétaire international. La discipline qu'impli-

* Vice-président de la Direction générale de la Banque nationale suisse, Berne. Exposé présenté à l'Assemblée générale de l'Institut international des caisses d'épargne, le 3 juin 1983 à Genève.

quait le système mis en place à Bretton Woods n'était plus observée et les mêmes Etats qui préconisaient une plus grande coopération sur le plan commercial pratiquaient souvent, en matière monétaire, des politiques ne tenant que peu compte de leur équilibre financier externe. Allant de crise en crise, le système monétaire s'est peu à peu démantelé, débouchant sur un «non-système» où les fluctuations de change témoignent de l'absence de solidarité et de discipline collective.

L'effondrement du système des taux de change fixes et la crise de l'énergie révélèrent brusquement les problèmes jusque-là sous-jacents. Les économies de marché, qui avaient su si admirablement se remettre en marche après la guerre, se trouvèrent alors comme paralysées, sans ressort, victimes d'une sorte d'état de choc.

C'est qu'elles s'étaient laissé prendre par un certain nombre de développements malsains qui affaiblissaient leur capacité de réaction :

Les entreprises, malgré les efforts non négligeables accomplis dans certains secteurs, n'ont pas su suffisamment se remettre en question. Elles ont cru trop souvent que seules les vieilles recettes étaient gage de succès. Pour nombre d'entre elles, le dynamisme avait été, par le passé, synonyme de fuite en avant, créant ainsi une impression fallacieuse de mouvement et d'évolution vers le progrès d'ensemble. L'augmentation inflationniste de la production assurait à chacun des perspectives réjouissantes de développement, si bien que les questions de rentabilité et d'efficience furent négligées. La marée de la croissance s'étant retirée, des structures industrielles inappropriées furent mises à découvert; des redimensionnements, quelquefois dramatiques, se sont alors imposés dans un grand nombre de secteurs névralgiques de l'industrie.

Les difficultés rencontrées par certaines branches ne tiennent pas seulement à mon sens aux erreurs commises pendant la phase d'essor inflationniste de l'économie mondiale. Elles ont été en outre perpétuées et même aggravées par les rigidités qui sont apparues au moment même où un effort considérable d'adaptation aurait été indispensable. Nombre d'entreprises ont en effet

tardé à reconnaître les modifications structurelles tenant aux réalignements monétaires, à l'augmentation en catastrophe des prix de l'énergie, à la concurrence montante des pays en développement – dont les marchés avaient longtemps soutenu la production dans les pays industrialisés –, à l'introduction rapide de l'électronique sous toutes ses formes et notamment comme moyen de production se substituant dans une mesure grandissante à la main-d'œuvre classique et faisant appel à de nouvelles qualifications professionnelles.

Sur le plan des réformes, les entrepreneurs ont aussi souvent repoussé ou différé les décisions nécessaires, soit qu'ils n'aient pas cru à la permanence des modifications fondamentales des conditions de production, soit que les perspectives conjoncturelles ne leur soient pas parues favorables, soit enfin que les incertitudes liées aux politiques monétaires, budgétaires et commerciales et à leurs conséquences sur les taux de l'intérêt, les taux de change et le commerce international aient constitué autant d'inhibitions à leur action.

Les rigidités qui affectent l'économie et qui ralentissent le processus d'adaptation aux conditions nouvelles ou prévisibles ne ressortissent pas uniquement au comportement des entreprises. Au niveau des rémunérations, la pratique de l'indexation a eu pour effet d'amplifier certains phénomènes comme la hausse du prix du pétrole ou les fluctuations à moyen terme du cours du dollar, ce qui a compliqué la lutte contre l'inflation. Du point de vue des rendements financiers, des ressources à dégager en vue des investissements futurs ou du maintien de la capacité de concurrence, l'indexation exagérée et automatique a agi à contre-courant des adaptations qui auraient été souhaitables. L'insuffisance de mobilité aussi bien du capital que de la main-d'œuvre, au double point de vue géographique et fonctionnel, a également fait obstacle, dans la plupart des pays industrialisés, à une contribution dynamique de l'économie à la sauvegarde de l'emploi et de la compétitivité. Il aura fallu une récession accentuée et longue pour que l'on en arrive à une détermination des revenus plus souple et plus conforme aux résultats financiers des entreprises.

2. Les leçons à tirer et les perspectives d'avenir

La crise de confiance économique s'est doublée aussi d'une crise de confiance à l'égard de l'Etat et de sa capacité à régler l'activité économique. On attendait beaucoup de l'Etat dans l'après-guerre; le «welfare state» était le modèle vers lequel tendait la politique de nombreux gouvernements. Ces espoirs se sont effacés devant les dures réalités financières. L'Etat n'a pas été en mesure d'assurer le plein-emploi et les déficits publics apparaissent aujourd'hui plus comme un obstacle au redémarrage économique que comme un moyen de soutenir la conjoncture. L'expérience nous a ainsi contraints à réviser notre opinion sur deux des idées fondamentales qui dominaient l'après-guerre. D'une part, le dilemme inflation/chômage qui animait tant les débats dans les années 1960 est maintenant contesté et la stabilité des prix est présentée comme une condition nécessaire à une reprise durable de l'activité économique. D'autre part, l'efficacité des politiques budgétaires en tant qu'instrument de relance a été sérieusement mise en doute en raison des effets d'éviction (crowding out) sur les investissements privés qu'entraîne le financement du déficit budgétaire par les marchés financiers.

Quelle autre leçon tirer des événements des années 1970 et de la modification de l'environnement économique?

Une analyse réaliste s'impose. Il y a tout lieu de croire que l'économie mondiale restera au cours des prochaines années un sujet de dissentiment. Les oppositions d'intérêt qui la marquent aujourd'hui risqueront d'être encore avivées par des conceptions différentes du rôle économique de l'Etat. Comment ne pas être frappé non plus par la résurgence pernicieuse des tendances protectionnistes et isolationnistes. La division internationale du travail n'est plus vue par certains que comme un fardeau dont il faut se débarrasser au lieu d'être considérée comme une source d'efficacité et de bien-être.

Dans cette situation, il faut considérer comme positives les discussions internationales visant à instaurer une meilleure coordination des politi-

ques nationales. Il est beaucoup question aujourd'hui d'améliorer la convergence de ces politiques, après que la théorie dite des locomotives – dans sa forme extrême – a fait la démonstration de son impuissance. Cette théorie – qui revenait en fait à accentuer les divergences en stimulant l'expansion des pays dits forts pour venir en aide aux pays connaissant des taux d'inflation et des déficits extérieurs élevés, ce qui les obligeait à maintenir des politiques de rigueur – était issue de la période des changes fixes dans laquelle la réduction de l'excédent des uns devait mécaniquement conduire à la diminution des déficits des autres. Dans un régime de changes flottants, l'expansion relative des uns par rapport aux autres peut conduire, ainsi que l'ont montré les années 1976 à 1980, à un brusque et ample mouvement de bascule qui transforme Les excédents en déficits et, paradoxalement, les monnaies fortes en monnaies faibles. Les variations extrêmes des cours du change qui se produisent ne contribuent guère, ou avec beaucoup de retard, au rétablissement des équilibres internationaux et entretiennent un état d'insécurité dans les relations internationales impropre à la reprise des investissements et des échanges internationaux.

C'est à juste titre que les discussions internationales mettent aujourd'hui l'accent sur la nécessité pour les pays industrialisés de parvenir à des politiques plus homogènes. L'excès même des taux d'inflation enregistrés ces dernières années avait obligé ces pays, nolens volens, à aligner leur politique sur un objectif commun: la lutte contre l'inflation. Une relative homogénéité des politiques économiques, financières et monétaires est aussi indispensable pour réduire les fluctuations de change et créer les conditions d'une meilleure stabilité des cours. Aussi longtemps que ces conditions ne seront pas réunies, les propositions avancées aujourd'hui en faveur de la restauration d'un système monétaire cohérent et efficace n'auront guère de chance d'être réalisées. Un tel système ne peut fonctionner durablement sans un consensus profond et solide entre les partenaires concernés et une coordination poussée des politiques économiques. Etant donné la gravité des difficultés intérieures que connaissent de nombreux pays industrialisés, cette coordination est loin d'être réalisée à un degré suffisant.

L'absence d'un système monétaire organisé ne signifie pourtant pas que le marché des changes doive glisser inévitablement vers le désordre. Les ajustements spectaculaires de parités que nous avons connus dans les années 1970 sont probablement révolus et c'est plutôt à des mouvements continus, à des alternances plus ou moins régulières et plus ou moins intenses du cours des devises qu'il faut s'attendre. Les trajectoires suivies par le développement des économies occidentales les plus importantes sont encore trop divergentes pour qu'une stabilité durable des cours soit de l'ordre du possible.

Au cours des années à venir se confirmeront également les tendances à la mondialisation des stratégies industrielles. Je veux parler d'une division internationale plus poussée du travail et de l'émergence de nouveaux centres de production situés soit près des sources de matières premières ou d'énergies, soit dans des zones où la main-d'œuvre est abondante. L'Asie industrielle apparaîtra certainement comme un concurrent des centres traditionnels de production en Europe ou aux Etats-Unis. Mais ces nouveaux pays développés formeront aussi des marchés convoités vers lesquels pourra s'exporter la technologie occidentale. A cet égard, il faut surmonter d'urgence la crise de confiance que nous connaissons actuellement et dominer la tentation du recours au protectionnisme. La réussite de certains pays d'Asie prenant le relais du développement impétueux de l'économie des pays producteurs de pétrole offre des chances nouvelles à l'économie mondiale. Certes, l'abandon de secteurs productifs dans les pays occidentaux est source de difficultés et demande de leur part des efforts considérables d'ajustement et de transition. Il s'agit d'être convaincu et de démontrer en pratique que la politique de la division internationale du travail peut contribuer au bien-être de tous, qu'elle peut être profitable aux pays en développement sans nuire pour l'essentiel et pour le plus long terme aux économies les plus avancées.

Les tensions financières qui sont devenues virulentes depuis plus d'un an restent aussi un sujet de préoccupation. Les besoins considérables des pays en développement et l'obligation dans laquelle ils se trouvent de promouvoir une crois-

sance aussi rapide que possible, continueront de peser sur les marchés financiers internationaux. Tant qu'ils n'auront pas réussi à créer une situation intérieure et extérieure plus équilibrée, leur situation financière restera fragile, particulièrement dépendante du cours du dollar, des prix des matières premières et du maintien de marchés ouverts pour leurs produits manufacturés. Comme il faut s'attendre encore à d'importants déficits des balances courantes, le système financier international doit être maintenu en état de surmonter ces difficultés. A cet égard, le Fonds monétaire international joue un rôle accru de gardien du système financier international. Avec l'appui des banques centrales et de la Banque des Règlements Internationaux, il a exercé au cours des derniers mois une action extrêmement positive, veillant à la fois à l'application de plans de redressement dans les pays en difficulté et au maintien des flux financiers internationaux. L'économie mondiale ne disposera peut-être pas d'un système monétaire organisé dans les années à venir mais elle peut raisonnablement espérer en un renforcement de la discipline financière.

3. L'importance stratégique de l'épargne

La plus grande attention qui sera donnée aux situations financières confèrera à l'épargne un rôle fondamental. A n'en pas douter, dans une économie mondiale en voie d'équipement et d'ajustement, l'épargne sera la ressource rare de ces prochaines années. Les pays qui seront en mesure de dégager une capacité de financement suffisante pour couvrir leurs besoins jouiront ainsi d'une situation privilégiée, étant mieux à même de s'adapter aux changements dictés par l'économie mondiale.

Dans un environnement inflationniste, l'épargne est la grande sacrifiée. La rémunération qui lui est offerte tend à diminuer par rapport aux autres sources de financement. La propension à l'épargne souffre de la crainte d'une dépréciation monétaire lors même que le consommateur, en prévision d'une perte éventuelle de son revenu, a tendance à réduire sa consommation immédiate.

Les réactions de l'épargnant ne sont certes pas étrangères au comportement difficilement expli-

cable des taux de l'intérêt, particulièrement aux Etats-Unis. Dans ce pays, la hausse fulgurante des taux, singulièrement des taux à court terme, a été expliquée par la politique monétaire restrictive appliquée depuis 1979. Par ailleurs, les anticipations inflationnistes qui régnaient dans le marché suffisaient à justifier le niveau anormalement élevé des taux à long terme. Depuis lors, la politique monétaire a été assouplie et le taux de l'inflation aux Etats-Unis a chuté spectaculairement. Les taux de l'intérêt réel n'en sont pas moins restés à un très haut niveau que l'on s'efforce aujourd'hui d'expliquer par les déficits budgétaires et surtout par les prévisions qui se forment dans l'opinion publique quant aux déficits futurs.

Cette causalité ne paraît pas satisfaisante à certains économistes. En fait, il n'est guère possible de justifier un prix – quel qu'il soit – en se fondant sur la demande seulement et en négligeant les variations de l'offre.

En fait, il y a tout lieu d'admettre que les pays dont le taux de l'épargne est relativement bas et le déficit budgétaire relativement important connaissent, toutes conditions étant égales d'ailleurs, des taux de l'intérêt supérieurs à ceux qui prévalent dans des pays ayant une forte épargne et un déficit budgétaire modéré.

C'est en partie à ces facteurs que l'on peut attribuer par exemple la différence des taux d'intérêt aux Etats-Unis et en Suisse, le Japon et la République fédérale d'Allemagne prenant une position intermédiaire.

Aux Etats-Unis, cependant, la situation est encore plus complexe. La concurrence entre le secteur public et l'économie privée sur les marchés financiers est vive et pourrait s'accroître avec la reprise économique. Par ailleurs, la rémunération de l'épargne a fortement augmenté en raison des mesures de libération qui ont été prises dans ce pays. Le financement du déficit de la balance courante par l'afflux de capitaux étrangers vient bien renforcer le volume de l'épargne nationale mais il est provoqué par les besoins ressentis dans les marchés financiers des Etats-Unis, ce qui ne contribue guère à modérer le niveau général de l'intérêt dans ce pays.

4. Remarque finale

La décennie 1970, toute d'incertitude, a été marquée par une économie mondiale en état de choc. Dans la décennie qui s'est ouverte il y a un peu plus de deux ans, une illusion au moins s'est dissipée. La remise en ordre de l'économie ne s'effectuera pas sans de profonds ajustements de toute nature visant à rétablir les grands équilibres. A l'échelle mondiale: entre pays industrialisés et pays en développement; entre pays excédentaires et pays fortement endettés. A l'échelle nationale: entre la politique budgétaire et la politique monétaire; entre la lutte contre l'inflation et la stimulation économique. A l'échelle des branches économiques et des entreprises: entre les exigences de la demande et les conditions nouvelles de la production, compte tenu de la concurrence internationale.

De nombreuses incertitudes demeurent: quant aux taux de l'intérêt et à la stabilité des taux de change; quant à la reprise économique, son ampleur et sa durée; quant aux contributions que les restructurations financières, industrielles et techniques pourront apporter à la solution du problème si angoissant du chômage.

Cependant, à l'état de choc succède aujourd'hui un état de conscience. L'incertitude fait désormais une place à l'espoir. L'économie mondiale est entrée en convalescence.

Einflussnahme der Nationalbank auf die Zinssätze für Kassenobligationen – Versuch einer Quantifizierung

Markus Zimmerli*

1. Einleitung

Kassenobligationen – verschiedentlich auch als Kassascheine oder Bankenobligationen bezeichnet – sind mittelfristige Schuldverschreibungen der Banken. Mit Laufzeiten von drei bis acht Jahren liegen sie zwischen den Anlagen am kurzfristigen Geldmarkt einerseits und solchen am langfristigen Kapitalmarkt andererseits. Im Gegensatz zu den Obligationenanleihen werden Kassenobligationen laufend am Schalter ausgegeben. Dementsprechend handelt es sich um ein sehr bewegliches Refinanzierungsinstrument, weil die Banken die Ausgabebedingungen stets ihrem Mittelbedarf, der angestrebten Passivstruktur ihrer Bilanzen und der Zinsentwicklung anpassen können (Albisetti, 1977). Im Falle von Zinssatzerhöhungen müssen allerdings die Bestimmungen von Artikel 10 des Bankengesetzes beachtet werden.

In Artikel 10 des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934/ 11. März 1971 (Art. 10 BaG) ist festgelegt, dass Banken mit einer Bilanzsumme von mehr als 20 Millionen Franken Zinsfusserhöhungen für Kassenobligationen der Nationalbank wenigstens zwei Wochen im voraus mitzuteilen haben. Die Nationalbank hat das Vorhaben zu prüfen und nötigenfalls mit weiteren Bankkreisen Kontakt aufzunehmen. Erachtet sie es als angezigt, hat sie das Recht, darauf hinzuwirken, dass die vorgesehene Zinsfusserhöhung unterbleibt.

Im zinspolitischen Instrumentarium der Nationalbank nimmt diese Kompetenz insofern eine Sonderstellung ein, als sie die einzige Möglichkeit ist, direkt auf die Entwicklung eines Bankenzinssatzes einzuwirken. Im Zusammenhang mit den anderen zinspolitischen Instrumenten sieht die

Nationalbank Art. 10 BaG rückblickend auf die vergangenen fünfundzwanzig Jahre wie folgt:

«Mit der Emissionskontrolle¹ für inländische Anleihen und der Bewilligungspflicht für Kapital-exportgeschäfte versuchte man, eine zielgerichtete Grobeinstellung vorzunehmen. Zur Feinststeuerung wurden sodann Kurspflegeoperationen am Obligationenmarkt getätigt. Liess sich eine aus notenbankpolitischer Sicht unerwünschte Zinssatzerhöhung dennoch nicht vermeiden, musste auf Artikel 10 des Bankengesetzes zurückgegriffen werden, welcher der Nationalbank ein Mitspracherecht bei der Erhöhung der Kassenobligationensätze einräumt. Die Nationalbank machte von dieser Kompetenz vor allem dann Gebrauch, wenn sie einem zu starken oder zu raschen Anstieg der Hypothekensätze entgegenwirken wollte.» (Schweizerische Nationalbank, 1982: 186)

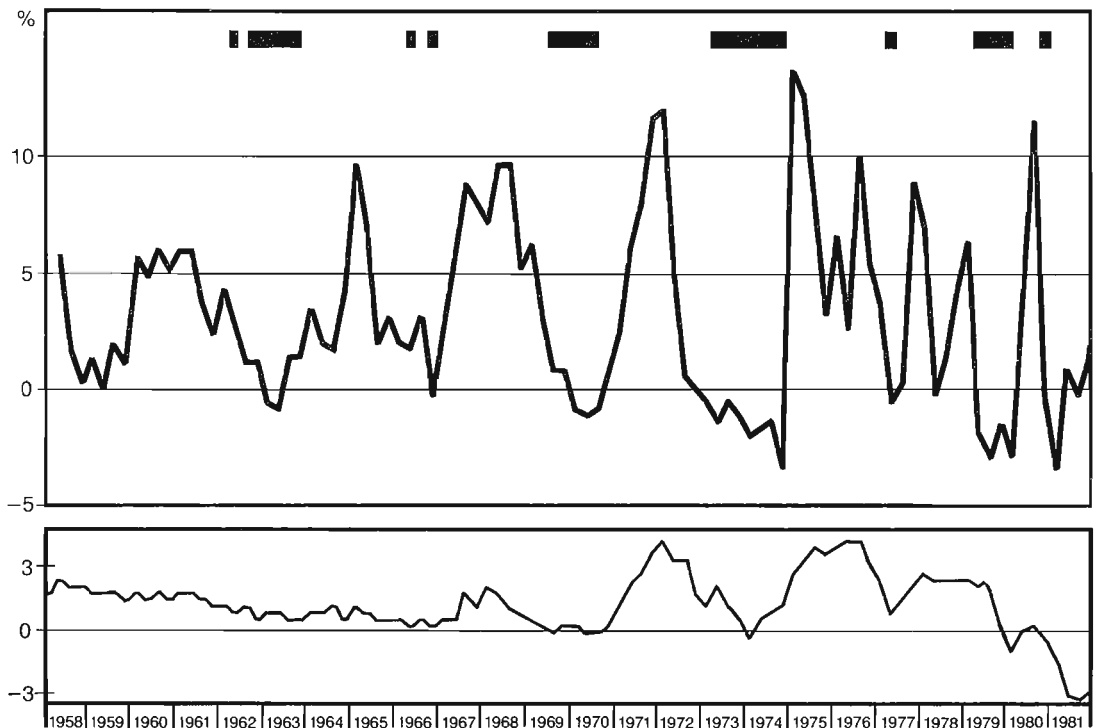
Im vorliegenden Aufsatz wird versucht, den Einfluss der Nationalbank auf die Zinssätze für Kassenobligationen- und Spargelder sowie die dadurch verursachten Umlagerungen von Kassenobligationen- und Spargeldern in Termindepositen zu quantifizieren. Damit soll ein Beitrag zur gegenwärtigen Diskussion über die Revision des Bankengesetzes, in deren Zusammenhang die Streichung von Art. 10 BaG vorgesehen ist (Bankengesetz, 1982), geleistet werden.

2. Entwicklung der Kassenobligationen- und Spargeldbestände

Einer der Hauptbestimmungsgründe des Zuflusses von Kassenobligationengeldern zu den Banken ist die Differenz zwischen den für kurz- und langfristige Anlagen vergüteten Zinssätzen. Ab Mitte der sechziger Jahre entwickelten sich die Differenzen zwischen Kassenobligationen-

* Bankwirtschaftliche Abteilung der Schweizerischen Nationalbank, Zürich. Dieser Aufsatz stützt sich auf eine Dissertation mit dem Titel «Zinspolitik der Nationalbank mit Hilfe von Artikel 10 des Bankengesetzes» (Zimmerli, 1983).

¹ Die Emissionskontrolle wurde inzwischen (per Ende 1982) aufgehoben.

Grafik 1: Entwicklung des Kassenobligationenbestandes


— Veränderung des Kassenobligationenbestandes der Grossbanken gegenüber dem Vorquartal
 — Differenz zwischen Kassenobligations- und Festgeldsatz (Kassenobligationensatz–Festgeldsatz)
 ■ Quartale, in deren Verlauf die Nationalbank mit Hilfe von Art. 10 BaG dämpfend auf die Entwicklung der Kassenobligationensätze Einfluss nahm.

Quelle: Schweizerische Nationalbank, Monatsbericht, verschiedene Jahrgänge

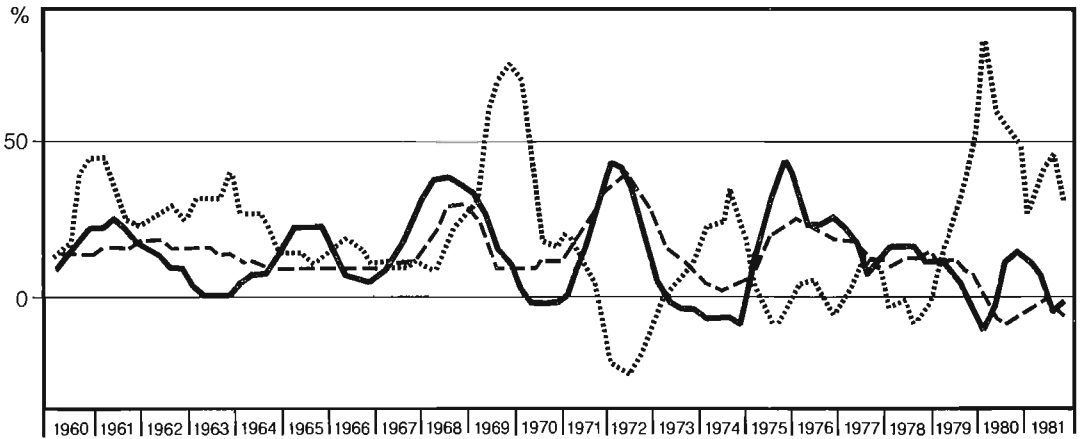
und Festgeldsatz sowie die Zuwachsraten des Kassenobligationenbestandes sehr ähnlich (vgl. Grafik 1). Je kleiner die Zinsdifferenz wurde, d.h. je näher der Festgeldsatz an den Zinssatz für Kassenobligationen heranrückte (z.B. 1969/70) bzw. diesen sogar übertraf (1974, 1979, 1980, 1981), desto geringer fielen die Zeichnungen von Kassenobligationen aus. Stattdessen wurden kurzfristig höhere Beträge direkt bei den Banken (Festgelder) oder über die Banken am Euromarkt angelegt. Vergrösserte sich die Zinsdifferenz wieder, kam es zur umgekehrten Entwicklung; die Umlagerungen der kurzfristig angelegten Wartegelder in Kassenobligationen führten regelmässig zu überdurchschnittlichen Zuwachsraten beim Kassenobligationenbestand.

Wird die Handhabung von Art. 10 BaG durch die

Nationalbank mit in die Betrachtung einbezogen (vgl. Grafik 1), so zeigt sich, dass in Phasen steigender Zinssätze regelmässig dämpfend auf die Entwicklung der Kassenobligationensätze eingewirkt und auf diese Weise die rückläufige Zinsdifferenz zusätzlich verkleinert wurde. Diese Politik hat die ohnehin bestehenden Schwankungen der Zinsdifferenz und damit auch des Kassenobligationenzuflusses verstärkt.

Für die Entwicklung der Zinsdifferenz zwischen Spar- und Termindepositen sowie die Entwicklung des Spargeldbestandes gilt grundsätzlich dasselbe. Erhöhungen des Zinssatzes für Spargelder wurden aber nicht nur indirekt durch die behördliche Einflussnahme mit Hilfe von Art. 10 BaG, sondern auch durch den direkten politischen Druck auf den Hypothekensatz – d.h.

Grafik 2: Entwicklung der Kassenobligationen-, Spargeld- und Termindepositenbestände



— Veränderung des Kassenobligationenbestandes der Grossbanken gegenüber dem Vorjahresquartal
 - - - Veränderung des Spargeldbestandes (inkl. Depositen- und Einlagehefte) der Grossbanken gegenüber dem Vorjahresquartal
 Veränderung des Termindepositenbestandes der Grossbanken gegenüber dem Vorjahresquartal.
 Quelle: Schweizerische Nationalbank, Monatsbericht, verschiedene Jahrgänge

den generellen Widerstand weiter Kreise gegen Hypothekarsatzerhöhungen – gebremst. Da die Banken ihre Hypothekendarlehen grösstenteils mit Spargeldern finanzieren und sich für beide die Durchschnittsverzinsung der Bestände sofort im Ausmass einer Zinsanpassung verändert, ist eine Zinserhöhung auf Sparguthaben – ohne Verringerung der Zinsmarge – praktisch nur bei gleichzeitiger Erhöhung der Hypothekarsätze möglich.

Die beschriebenen Umlagerungen von Kassenobligationen und Spargeldern in Festgeldanlagen widerspiegeln sich in der gegenläufigen Entwicklung der Zuwachsraten der Termindepositen (vgl. Grafik 2).

3. Quantifizierung des Nationalbankeinflusses auf die Zinssätze und Bestände von Kassenobligationen und Spargeldern

Im folgenden wird versucht, den Einfluss der Nationalbank auf die Entwicklung der Kassenobligationen- und Spargeldsätze mit ökonomischen Methoden zu schätzen. Anschliessend werden die Resultate zur Simulation der Entwick-

lung der Kassenobligationen- und Spargeldbestände mit und ohne Einflussnahme der Nationalbank benutzt; damit lässt sich dann beurteilen, wie stark die Nationalbank mit ihrer Handhabung von Art. 10 BaG die Entwicklung der Kassenobligationen- und Spargeld- bzw. Termingeldbestände der Banken beeinflusst oder mit anderen Worten «verzerrt» hat.

Die in Abschnitt 2. beschriebenen Umlagerungen von Kassenobligationen- und Spargeldern in Termindepositen schlagen sich in entsprechenden Veränderungen des Geldmengenaggregates M_2 nieder. Deshalb kann im folgenden auf eine Studie von Fase (1977) zurückgegriffen werden, in der die Entwicklung von M_2 in den Niederlanden als Funktion der Zinsdifferenz zwischen Spargeld- und Termindepositen erklärt wird. Für die vorliegende Zielsetzung muss das erwähnte Modell dann allerdings um Zinsanpassungsfunktionen erweitert werden.

3.1 Theoretisches Modell

Ausgangspunkt ist die einfachste Form der Portfolio-Theorie. Es wird angenommen, das Publi-

kum teile sein «Finanzvermögen M_4 » ($M_4 =$ Geldmenge $M_3 +$ Kassenobligationen) mit gegebenem Nominalwert entsprechend der Zinsstruktur auf. Da hier die Umlagerungen von Kassenobligationen- und Spargeldern in Termindepositen interessieren, beschränken wir unsere Betrachtung auf die Summe von Kassenobligationen- und Spargeldern einerseits und das Geldmengenaggregat M_2 , welches u.a. die Termindepositen einschliesst, andererseits. Diese Beschränkung hat zur Folge, dass beispielsweise Substitutionen zwischen Kassenobligationen und Spargeldern unberücksichtigt bleiben und solche zwischen Kassenobligationen und Obligationenanleihen ausgeschlossen sind. In Abschnitt 2. hat sich allerdings gezeigt, dass die Zuwachsraten von Kassenobligationen und Spargeldern das gleiche zeitliche Muster aufweisen und gegenläufig zu den Zuwachsraten der Termindepositen verlaufen; insofern ist die Zusammenfassung von Kassenobligationen und Spargeldern unproblematisch. Der Ausschluss von Substitutionen zwischen Kassenobligationen und Obligationenanleihen (nicht nur solchen von Banken) ergibt sich schon aufgrund der derzeitigen Datenlage (fehlende Geldstromrechnung für die vergangenen Jahre); diese Umlagerungen dürften aber volumenmässig von untergeordneter Bedeutung sein, so dass ihre Vernachlässigung verantwortbar erscheint.

Im folgenden wird nun – stark vereinfachend – unterstellt, die gewünschte bzw. optimale Aufteilung in Kassenobligationen- und Spargelder einerseits und Termindepositen bzw. M_2 andererseits sei von der Zinsdifferenz zwischen diesen beiden Anlagearten und einer Trendvariablen abhängig:

$$\left(\frac{KO+SP}{M_4} \right)^* = a + b(i_{MIX} - i_{TD}) + cT \quad [1]$$

KO	Kassenobligationenbestand
SP	Spargeldbestand
M_4	$M_3 + KO (= M_2 + SP + KO)$
i_{MIX}	gewichteter Durchschnitt von Kassenobligationen- und Spargeldsatz
i_{TD}	Zinssatz für Termindepositen

T Variable zur Erfassung eines allfälligen – u.a. durch Vermögens- und Einkommenswachstum bedingten – Trends des Anteils von KO und SP an M_4

$$\left(\frac{KO+SP}{M_4} \right)^* \quad \text{soll im folgenden der Einfachheit halber mit } Q^* \text{ bezeichnet werden. } Q^* \text{ ist der in einem bestimmten Zeitpunkt gewünschte Anteil der Kassenobligationen und Spargelder am gesamten Portfolio } (M_4) \text{ bei gegebener Zinsdifferenz } (i_{MIX} - i_{TD}) \text{ und gegebener Trendvariablen } (T). \text{ Für den Wert von } b \text{ ist zu erwarten, dass}$$

$$b > 0$$

ist, weil eine steigende Zinsdifferenz die Anleger tendenziell veranlasst, Termindepositen in Kassenobligationen und Spargelder umzulagern. Das Vorzeichen der Trendvariablen lässt sich hingegen nur empirisch ermitteln.

In Zeitdepositen und in Kassenobligationen angelegte Gelder sind nicht augenblicklich verfügbar; aber auch Spargelder unterliegen häufig betragsmässigen und/oder zeitlichen Rückzugsbeschränkungen. Dementsprechend können die Besitzer solcher Guthaben nur mit einer zeitlichen Verzögerung auf Zinssatzänderungen reagieren. Dieser Trägheit soll Rechnung getragen werden, indem wir annehmen, die Anpassung der momentanen Zusammensetzung des Portfolios Q an die gewünschte Zusammensetzung Q^* erfolge in der Beobachtungsperiode nur teilweise:

$$Q - Q_{-1} = \lambda_1 [Q^* - Q_{-1}] \quad [2]$$

λ_1 Anpassungsgeschwindigkeit von Q

Durch Einsetzen von Gleichung [1] in Gleichung [2] gelangen wir zu folgendem Ergebnis:

$$Q = a\lambda_1 + b\lambda_1(i_{MIX} - i_{TD}) + c\lambda_1 T + (1 - \lambda_1) Q_{-1} \quad [3]$$

Diese Gleichung bildet den Ausgangspunkt für die empirische Arbeit in Abschnitt 3.2. Weil hier aber nicht in erster Linie der Substitutionsprozess zwischen Kassenobligationen- bzw. Spargeldern und Termindepositen interessiert, sondern vielmehr die durch die Einflussnahme der Nationalbank bedingten *zusätzlichen* Umlagerungen, muss das Modell von Fase um Zinsanpassungsfunktionen erweitert werden.

Für den Kassenobligationensatz wird folgende Zinsanpassungsfunktion unterstellt:

$$i_{KO}^* = d + e i_{TD} + f i_{OA} + g \text{SNB} \quad [4]$$

i_{KO} Zinssatz für Kassenobligationen

i_{TD} Zinssatz für Termineinlagen

i_{OA} Zinssatz für Obligationenanleihen

SNB Dummy-Variable zur Erfassung der Einflussnahme der Nationalbank auf den Kassenobligationensatz mit Hilfe von Art. 10 BaG (1: Nationalbank dämpft i_{KO} ; 0: Nationalbank beeinflusst i_{KO} nicht)

i_{KO}^* ist der in einem bestimmten Zeitpunkt von den Banken gewünschte Zinssatz für Kassenobligationen bei gegebenen Zinssätzen für Termineinlagen (i_{TD}) und Obligationenanleihen (i_{OA}) sowie einer allfälligen Einflussnahme der Nationalbank mit Hilfe von Art. 10 BaG. Für e und f ist zu erwarten, dass

$$e > 0 \text{ und } f > 0$$

ist, während für den Wert von g gilt:

$$g < 0$$

Bei den Zinssätzen für Termineinlagen und Obligationenanleihen handelt es sich um die von der Fristigkeit her benachbarten Zinssätze des Kassenobligationensatzes; an ihnen orientieren sich die Banken bei der Festsetzung der Vergütungen für Kassenobligationen, um übermässigen Zu- und Abflüssen bzw. Umlagerungen innerhalb der Bilanzen zu begegnen. Die Anpassung an die Zinsentwicklung am Geld- und Kapitalmarkt erfolgt im kartellierten und staatlich regulierten Kassenobligationenmarkt allerdings erst mit einer gewissen Verzögerung. Dazu tragen u.a. folgende Gegebenheiten bei:

- zeitliche Verzögerung, bis der Geschäftsleitung die jüngste Entwicklung der Bestände bekannt ist,
- Kontaktnahme mit anderen Instituten,
- Entscheidung,
- Wartezeit von zwei Wochen gemäss Art. 10 BaG.

Diese Trägheit der Anpassung des momentanen an den gewünschten Kassenobligationensatz wird wie die Anpassung der Portfoliozusammen-

setzung behandelt. Entsprechend Gleichung [3] resultiert damit für den Kassenobligationensatz:

$$i_{KO} = d \lambda_2 + e \lambda_2 i_{TD} + f \lambda_2 i_{OA} + g \lambda_2 \text{SNB} + (1 - \lambda_2) i_{KO-1} \quad [5]$$

λ_2 Anpassungsgeschwindigkeit von i_{KO}

Für den Spargeldsatz wird folgende Zinsanpassungsfunktion unterstellt:

$$i_{SP}^* = h + j i_{KO} \quad [6]$$

i_{SP} Zinssatz für Spargelder

Für den Wert von j gilt

$$j > 0$$

Bei der Festsetzung des Spargeldsatzes ist der Kassenobligationensatz die zentrale Referenzgrösse, weil die Banken bestrebt sind, die Umlagerungen zwischen Spargeldern und Kassenobligationen in Grenzen zu halten. Der Einfluss der Nationalbank ist implizit – nämlich über i_{KO} – auch in dieser Gleichung enthalten. Dies ist insofern sinnvoll, als die Nationalbank in der Vergangenheit nicht am Kassenobligationensatz als solchem interessiert war, sondern dessen Auftrieb nur zu dämpfen versuchte, um einer sich daraus ergebenden Erhöhung des Spargeldsatzes und der damit verbundenen Hypothekarsatzanpassung zu begegnen bzw. diese Erhöhungen zeitlich hinauszuschieben. Entsprechend dem Anpassungsprozess beim Kassenobligationensatz muss auch hier die – im Vergleich zu i_{KO} – noch viel ausgeprägtere Trägheit berücksichtigt werden; analog zu Gleichung [5] resultiert damit aus Gleichung [6]

$$i_{SP} = h \lambda_3 + j \lambda_3 i_{KO} + (1 - \lambda_3) i_{SP-1} \quad [7]$$

λ_3 Anpassungsgeschwindigkeit von i_{SP}

Weil wir uns bei der Aufteilung des Portfolios auf zwei Möglichkeiten beschränkt haben, müssen nun der Kassenobligationen- und der Spargeldsatz zu einem für die Summe von Kassenobligationen und Spargeldern repräsentativen Zinssatz verknüpft werden. Entsprechend dem langjährigen, relativ konstanten Verhältnis von Kassenobligationen und Spargeldern wird dieser Zinssatz wie folgt definiert:²

$$i_{MIX} = 0.3 i_{KO} + 0.7 i_{SP} \quad [8]$$

² Der Anteil der Kassenobligationen an der Summe von Kassenobligationen und Spargeldern (Q) bewegte sich in den Jahren 1968 bis 1981 zwischen den Extremwerten von 26%

Das vollständige Modell – einschliesslich der erwarteten Vorzeichen der Schätzwerte – präsentiert sich demnach wie folgt:

$$i_{KO} = f \left[\underset{+}{i_{TD}}, \underset{+}{i_{OA}}, \underset{-}{SNB}, \underset{+}{i_{KO-1}} \right] \quad [5']$$

$$i_{SP} = g \left[\underset{+}{i_{KO}}, \underset{+}{i_{SP-1}} \right] \quad [7']$$

$$i_{MIX} = 0.3 i_{KO} + 0.7 i_{SP} \quad [8]$$

$$Q = h \left[\underset{+}{(i_{MIX} - i_{TD})}, \underset{+}{T}, \underset{+}{Q_{-1}} \right] \quad [3']$$

exogene bzw. prädeternierte Variablen:

$$i_{TD}, i_{OA}, SNB, T$$

$$i_{KO-1}, i_{SP-1}, Q_{-1}$$

endogene Variablen:

$$i_{KO}, i_{SP}, i_{MIX}, Q$$

3.2 Daten und Schätzergebnisse

3.2.1 Schätzintervall

Die Entwicklung vieler ökonomischer Zeitreihen zeigte bis in die zweite Hälfte der sechziger Jahre ziemlich kontinuierlich nach oben. Dies galt auch für die Kassenobligationen-, Spargeld- und Termindesitenbestände der Banken, die sich bis in diese Zeit parallel zur Bilanzsumme aufwärts bewegten. In der zweiten Hälfte der sechziger Jahre wich diese stetige Entwicklung den zunehmenden Fluktuationen realwirtschaftlicher und finanzieller Daten. Zudem hatte der Eurofrankenmarkt inzwischen ein Volumen erreicht, das Substitutionen zwischen inländischen und diesen ausländischen Schweizerfrankenanlagen problemlos zulies. Dementsprechend musste auch der Festgeldsatz der Banken häufiger angepasst werden, wenn diese bei steigenden Zinssätzen

ein Abwandern ihrer Passivgelder an den Euromarkt, bzw. bei sinkenden Zinssätzen einen übermässigen Zufluss verhindern wollten. Damit setzten aber deutliche zinsinduzierte Umlagerungen innerhalb der Bankbilanzen ein, wie sie in Abschnitt 2. sichtbar wurden und mit Gleichung [3] abgebildet werden sollen.

Das Schätzintervall wird dementsprechend vom Juli bzw. III. Quartal 1968³ bis und mit März bzw. I. Quartal 1981 festgelegt. Das Ende ist durch die Änderung der Haltung der Nationalbank im Frühjahr 1981 gegeben; damals entschied das Direktorium, vorläufig nicht mehr dämpfend auf die Entwicklung der Kassenobligationensätze Einfluss zu nehmen und gab diesen Entschluss auch öffentlich bekannt. Die Änderung einer jahrzehntealten Praxis dürfte sich in den folgenden Schätzungen als Strukturbruch manifestieren, was für eine Begrenzung des Intervalls bis zum Frühjahr 1981 spricht.

3.2.2 Datenmaterial

Geldmengenaggregate

Für die Geldmengenaggregate werden die offiziellen Schätzungen der Nationalbank verwendet. Der Kassenobligationenbestand wird entsprechend dem Vorgehen bei der Schätzung der Geldmengen Zahlen hochgerechnet.

Ein spezielles Problem ergibt sich aus der Tatsache, dass für die Periode 1966–1975 für das Quasigeld nur halbjährliche offizielle Zahlen zur Verfügung stehen und dementsprechend auch für die Geldmengenaggregate M_2 und M_3 nur Semesterwerte vorhanden sind. Die Quartals- und Monatswerte werden mit Hilfe von Stützreihen interpoliert.⁴ Bei den Quartalswerten handelt es sich um die Bestände am Quartalsende.

² Fortsetzung

und 35%. Im Durchschnitt lag er bei rund 30%. Grundsätzlich liessen sich natürlich die Anteile in Gleichung [8] laufend der tatsächlichen Entwicklung entsprechend anpassen; darauf wird aber verzichtet, weil davon ausgegangen wird, dass sich die beteiligten Wirtschaftseinheiten eher an längerfristigen Erfahrungswerten und weniger an aktuellen, kurzfristigen Schwankungen unterliegenden Daten orientieren. Zudem führt selbst die Verwendung der Extremwerte (26% bzw. 35%) in Gleichung [8] nur zu unbedeutenden Veränderungen der Schätzergebnisse des nächsten Abschnitts.

³ Die exakte Wahl des Periodenanfangs ist für die Schätzergebnisse von untergeordneter Bedeutung. So führten beispielsweise Experimente mit dem Intervall Januar bzw. I. Quartal 1967 bis März bzw. I. Quartal 1981 zu sehr ähnlichen Schätzwerten.

⁴ Eine ausführliche Beschreibung der Interpolationen ist in der erwähnten, diesem Aufsatz zugrunde liegenden Dissertation enthalten. Dort sind auch die Resultate von Interpolationen mit kubischem Spline und mit Stützreihen für die Periode 1975–1981 den tatsächlichen Werten gegenübergestellt. Die Resultate der Methode mit Stützwerten liegen in dieser Kontrollperiode deutlich näher bei den tatsächlichen Werten.

Trendvariable

Da die Anteile der Kassenobligationen und Spargelder an M_4 – und nicht deren Bestände – geschätzt werden, ist die Berücksichtigung des Vermögens- und Einkommenswachstums von untergeordneter Bedeutung, weil Zähler und Nenner zunehmen. Die Trendvariable soll lediglich den – u.a. durch das Vermögens- und Einkommenswachstum bedingten – Trend des Anteils der Kassenobligationen und Spargelder an M_4 abbilden. Dazu wird ein Vektor (T) verwendet, der eine lineare Funktion der Zeit darstellt:

$$T_t = t \quad t = 1, 2, \dots, 51 \text{ bzw. } 153, \text{ wobei } t \text{ im III. Quartal bzw. im Juli 1968 den Wert 1 annimmt und schliesslich im I. Quartal bzw. März 1981 den Wert 51 bzw. 153}$$

Zinssätze

Für die Zinssätze liegen über die gesamte Periode Monatswerte vor. Bei den Quartalswerten handelt es sich um den Durchschnitt aus den entsprechenden Monatswerten

i_{KO}	Zinssätze für neue Kassenobligationen der Grossbanken
i_{SP}	Zinssätze für Spareinlagen der Kantonalbanken am Monatsende
i_{TD}	Zinssätze für neue Dreimonatsdepots bei Grossbanken am Monatsende
i_{OA}	Rendite eidgenössischer Obligationen nach Fälligkeit am letzten Freitag des Monats

Variable für den Nationalbankeinfluss

Im Zentrum des Interesses steht natürlich die quantitative Erfassung des Einflusses der Nationalbank auf die Entwicklung der Kassenobligationsätze.

In der vorliegenden Arbeit wird versucht, den Einfluss der Nationalbank mit Hilfe einer Dummy-Variablen (SNB) abzubilden. In jeder Periode, in deren Verlauf die Nationalbank mit Hilfe von Art. 10 BaG dämpfend auf die Entwicklung der Kassenobligationsätze Einfluss nahm, wird der Dummy-Variablen der Wert 1, in allen anderen Perioden der Wert 0 zugeordnet.

Zur Erstellung dieser Zeitreihe standen sämtliche Quellen, einschliesslich aller internen Dokumente, zur Verfügung. Die Quartalsreihe lässt sich aus Grafik 1 ablesen.

Als Einflussnahme wird die Ablehnung von Gesuchen grosser Banken, mehrerer kleiner Banken oder einer Bankengruppe gewertet. Auch die Festsetzung eines in der Zukunft liegenden Sitzungstermins wird als Einflussnahme interpretiert, weil gerade auf diesem Weg immer wieder Zinserhöhungen über die in Art. 10 BaG vorgesehene vierzehntägige Wartefrist hinaus in die Zukunft verschoben wurden. Offensichtlich ist die Einflussnahme auch in jenen Fällen, in denen den Forderungen ganzer Bankengruppen nur teilweise entsprochen wurde. Allerdings stellt sich gerade hier das Problem, dass – in Erwartung von Abstrichen – möglicherweise höhere Sätze als nötig gefordert wurden.

Der Versuch, diese Zeitreihe in dem Sinne zu verfeinern, dass mit Hilfe unterschiedlicher Werte für die Dummy-Variablen zwischen schwacher und starker Einflussnahme unterschieden wird, wurde sehr bald aufgegeben. Mit dem Übergang von zwei (0–1) auf drei (z.B. 0–1–2) und mehr Kriterien reagieren nämlich die geschätzten Koeffizienten sensitiv bezüglich der Wahl der konkreten Werte der Dummy-Variablen (Intriligator, 1978). Es müsste demnach nicht nur zwischen schwacher und starker Einflussnahme unterschieden, sondern auch die Begriffe «schwach» und «stark» quantifiziert werden.⁵ Die mit der Quantifizierung qualitativer Kriterien verbundene Problematik ist aber m.E. im vorliegenden Fall praktisch unlösbar.

3.2.3 Schätzergebnisse

Werden nun die Variablen des Modells durch Quartals- bzw. Monatsreihen substituiert und die Gleichungen [5'], [7'] und [3'] mit Hilfe der einfachen Methode der kleinsten Quadrate⁶ ge-

⁵ Im vorliegenden Beispiel (0–1–2) wäre «stark» doppelt so stark wie «schwach».

⁶ Ein rekursives System, wie es das vorliegende Modell darstellt, kann – im Gegensatz zu echt interdependenten Systemen – Gleichung für Gleichung konsistent mit der Methode der kleinsten Quadrate geschätzt werden. (Schneeweiss, 1978)

schätzt, so erhalten wir die in Tabelle 1 dargestellten Ergebnisse. In den Gleichungen [9] und [12] wird allerdings nicht der Parameterwert für SNB, sondern für den Ausdruck $[SNB - (\alpha \times SNB_{-1})]$ ermittelt, wobei α der Schätzwert der um eine Periode verzögerten endogenen Variablen i_{KO-1} ist. Auf diese Weise lässt sich das in allen erklärenden Variablen vorhandene geometrisch abnehmende Verzögerungsmuster (impliziter Koyck-Lag) für die SNB-Variable ausschalten, d.h. der Einfluss der Nationalbank geht – entsprechend der tatsächlichen Entwicklung – nicht verzögert zurück, sondern ist sofort Null, sobald die Nationalbank ihre dämpfende Einflussnahme auf die Kassenobligationsätze aufgibt.

Alle Koeffizienten – mit Ausnahme des absoluten Glieds in den Gleichungen [9], [12] und [13] – sind signifikant von Null verschieden (Irrtumswahrscheinlichkeit 5%), und die Vorzeichen entsprechen den in Abschnitt 3.1. formulierten Hypothesen. Das Vorzeichen der Trendvariablen ist positiv, d.h. der Anteil der Kassenobligationen und Spargelder an M_4 hat im Laufe der Beobachtungsperiode leicht zugenommen. Aufgrund der h-Werte muss bei keiner Gleichung auf Autokorrelation geschlossen werden (Irrtumswahrscheinlichkeit 1%).

Der Einfluss der Nationalbank auf die Kassenobligationsätze $[SNB - (\alpha \times SNB_{-1})]$ geht von 0.182 Prozentpunkten im Quartalsmodell [9] auf 0.155 Prozentpunkte im Monatsmodell [12] zurück, während erwartungsgemäss der Einfluss der verzögerten endogenen Variablen in allen drei Gleichungen zunimmt.

Tabelle 2 zeigt eine erstaunliche Übereinstimmung der Anpassungszeiten bei der Verwendung von Quartals- und Monatsschätzergebnissen.⁷

⁷ Diese gute Übereinstimmung sowie die unplausiblen Resultate von Experimenten mit Semesterdaten deuten darauf hin, dass die tatsächliche Planungsperiode im Bereich von einem Monat bis zu einem Quartal liegen dürfte. (Vital, 1978)

Tabelle 1: Schätzergebnisse mit Quartalsdaten (Gleichungen [9]–[11]) und Monatsdaten (Gleichungen [12]–[14])

Gleichung	Endogene Variable	Exogene Variablen	b_{α}	$SNB - (\alpha \times SNB_{-1})$	T	i_{KO}	$(i_{MKT} - i_{TP})$	i_{KO-1}	i_{SP-1}	Q_{-1}	absolutes Glied	R ²	h	SE
[9]	i_{KO}	0.101 (4.9)	0.366 (5.5)	-0.182 (2.48)				0.573 (10.7)			-0.0737 (0.54)	0.976	2.29	0.188
[10]	i_{SP}					0.184 (8.2)			0.799 (26.5)		-0.170 (2.1)	0.980	-0.66	0.126
[11]	Q				0.000408 (3.2)		0.00460 (7.2)			0.740 (13.3)		0.972	-1.10	0.00617
[12]	i_{KO}	0.0515 (5.7)	0.168 (5.0)	-0.155 (2.9)				0.795 (28.1)			-0.0050 (0.076)	0.983	-0.20	0.154
[13]	i_{SP}					0.0692 (7.3)			0.922 (71.9)		-0.0520 (1.7)	0.991	0.80	0.0833
[14]	Q				0.000045 (3.2)		0.00163 (7.5)			0.912 (48.9)		0.991	2.00	0.00346

Erläuterungen: Der Schätzzeitraum umfasst die Periode 1968:3–1991:1 mit Quartalsdaten bzw. 1968:7–1991:3 mit Monatsdaten. In Klammern sind die absoluten t-Werte angegeben. R² ist der Bestimmtheitskoeffizient und SE der Standardfehler der Schätzung. Die Autokorrelation der Residuen wird mit dem h-Test überprüft, weil in Gleichungen mit verzögerten endogenen Variablen die Durbin-Watson-Statistik gegen 2 verzerrt ist. α ist der Schätzwert der verzögerten endogenen Variablen i_{KO-1} und beträgt 0.573 (Quartalsdaten) bzw. 0.795 (Monatsdaten).

Tabelle 2: Anpassungszeiten¹ (in Monaten)

	Quartals-schätzergebnisse		Monats-schätzergebnisse	
	50%	90%	50%	90%
i_{KO}	4	13	3	10
i_{SP}	9	31	8	28
Q	7	23	8	25

¹ Zeit bis zu einer 50- bzw. 90prozentigen Anpassung der tatsächlichen an die gewünschten Grössen, berechnet nach der

$$\text{Formel: } \lambda \sum_{t=0}^n (1-\lambda)^t, \text{ wobei } t=0 \text{ für das laufende Quartal}$$

bzw. den laufenden Monat gilt. (Fase, 1977)

3.3 Simulationen

Von zentralem Interesse ist hier nicht etwa die Brauchbarkeit der geschätzten Gleichungen für Prognosezwecke, sondern die Frage, wie sich die verschiedenen Zeitreihen entwickelt hätten, wenn die Nationalbank nicht mit Hilfe von Art. 10 BaG dämpfend auf die Entwicklung der Kassenobligationensätze Einfluss genommen hätte.

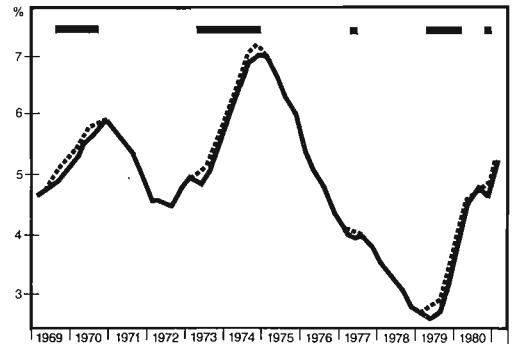
In Grafik 3 sind die dynamisch simulierten Werte von i_{KO} mit und ohne Einflussnahme der Nationalbank dargestellt. Die Werte, bei denen der Einfluss der Nationalbank berücksichtigt wird, ergeben sich aus Gleichung [9], indem als Startwerte für i_{KO-1} im vierten Quartal 1968 der tatsächliche Wert des dritten Quartals 1968 vorgegeben wird, in den folgenden Perioden dann aber der vom Modell in der Vorperiode generierte Wert übernommen wird. Die Berechnung der Werte unter Weglassung des Nationalbankeinflusses erfolgt, indem der Dummy-Variablen (SNB) für alle Perioden der Wert Null zugeordnet wird, womit dieses Glied aus Gleichung [9] wegfällt und sich Gleichung [15] ergibt:

$$i_{KO} = -0.0737 + 0.101 i_{TD} + 0.366 i_{OA} + 0.573 i_{KO-1} \quad [15]$$

Wie aufgrund der Schätzergebnisse bereits ersichtlich, war der Einfluss der Nationalbank auf die Kassenobligationensätze bescheiden (vgl. Grafik 3).⁸

⁸ Auch mit Blick auf die Regulation Q in den USA kann die Einflussnahme der Nationalbank als sehr bescheiden bezeichnet werden. In den USA lagen die Marktsätze – wenigstens zeitweise – weit über den gesetzlich festgelegten Höchstsätzen.

Grafik 3: Zinssatz für Kassenobligationen



- i_{KO} (dynamische Simulation mit Gleichung [9])
- i_{KO} ohne Nationalbankeinfluss (dynamische Simulation mit Gleichung [15])
- Quartale, in deren Verlauf die Nationalbank mit Hilfe von Art. 10 BaG dämpfend auf i_{KO} Einfluss nahm

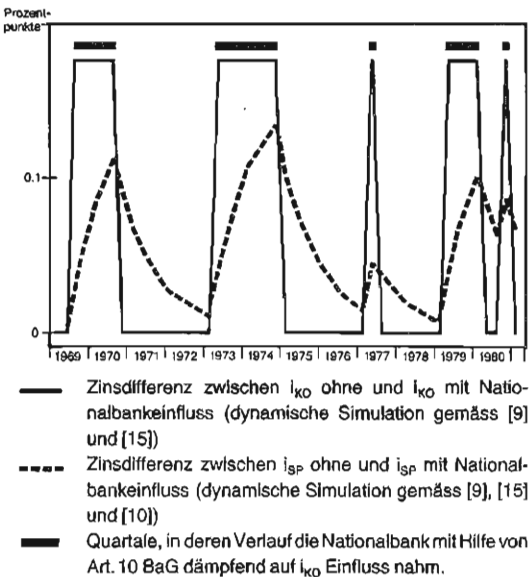
Eine entsprechende Gegenüberstellung dynamisch simulierter Werte lässt sich natürlich auch für i_{SP} machen, indem in Gleichung [10] für i_{KO} die Ergebnisse der dynamischen Simulationen aufgrund der Gleichungen [9] und [15], d.h. mit und ohne Einflussnahme der Nationalbank eingesetzt werden. Da sich aber auch für i_{SP} – wie bereits für i_{KO} – nur geringe Differenzen ergeben, sind in Grafik 4 die Differenzen zwischen den dynamischen Simulationen von i_{KO} mit und ohne Einflussnahme der Nationalbank sowie von i_{SP} mit und ohne Einwirkung der Notenbank wiedergegeben. Die Zinsdifferenz für i_{KO} beträgt regelmässig 0.18 Prozentpunkte und die maximale Zinsdifferenz für i_{SP} 0.13 Prozentpunkte im IV. Quartal 1974, d.h. der Zinssatz für Kassenobligationen wäre in diesem Zeitpunkt ohne Einflussnahme der Nationalbank um 0.18 Prozentpunkte, derjenige für Spargelder um 0.13 Prozentpunkte höher gewesen. In der grafischen Darstellung ist die trägere Entwicklung der Zinsdifferenz bei i_{SP} – im Vergleich zu i_{KO} – deutlich sichtbar; diese Zinsdifferenz steigt in Phasen dämpfender Einflussnahme der Nationalbank weniger stark an und fällt – aufgrund von Verzögerungen (Koyck-Lag) – bis zur nächsten Phase dämpfender Einflussnahme nicht mehr auf Null zurück.

Entsprechende Simulationen mit Hilfe der Schätzergebnisse mit Monatsdaten führen zu sehr ähnlichen Ergebnissen; so beträgt die Zinsdiffe-

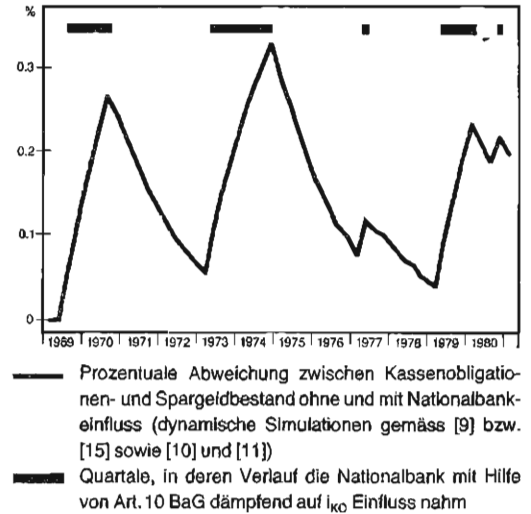
renz für i_{KO} 0.16 Prozentpunkte und die maximale Zinsdifferenz für i_{SP} 0.11 Prozentpunkte (November 1974).

Als weiterer Schritt lassen sich die simulierten Werte für i_{KO} und i_{SP} mit und ohne Einflussnahme der Nationalbank auch dazu verwenden, die durch den Nationalbankeinfluss bedingte «Verzerrung» der Entwicklung des Kassenobligationen- und Spargeldbestandes zu ermitteln. Werden nämlich die für i_{KO} und i_{SP} simulierten Werte für dynamische Simulationen der Gleichungen [11] bzw. [14] verwendet, so resultiert die Entwicklung des Anteils der Kassenobligationen und Spargelder an M_4 mit und ohne Nationalbankeinfluss. Durch Multiplikation dieses Anteils Q mit den tatsächlichen Werten von M_4 lassen sich in einem weiteren Schritt simulierte Werte für den mutmasslichen Kassenobligationen- und Spargeldbestand mit und ohne Einflussnahme der Nationalbank berechnen. Da die Unterschiede sehr gering und damit in einer graphischen Darstellung der Bestandesgrössen kaum sichtbar sind, werden in Grafik 5 die prozentualen Abweichungen präsentiert. Die maximale Abweichung liegt im IV. Quartal 1974 und beträgt 0.33%, d.h. ohne Einflussnahme der Nationalbank auf die

Grafik 4: Zinsdifferenzen



Grafik 5: Abweichung des Kassenobligationen- und Spargeldbestandes



Zinssätze für Kassenobligationen wäre der Kassenobligationen- und Spargeldbestand in diesem Zeitpunkt 0.33% höher gewesen. Die starke zeitliche Verzögerung (Koyck-Lag) führt dazu, dass die Abweichung des Kassenobligationen- und Spargeldbestandes zwischen zwei Phasen mit Nationalbankeinfluss nicht mehr unter 0.04% zurückfällt.

Auch hier führen Simulationen mit Hilfe der Schätzergebnisse mit Monatsdaten zu sehr ähnlichen Ergebnissen; in diesem Fall liegt die maximale Abweichung im November 1974 und beträgt 0.27%.

Diese Resultate der Simulationen sind natürlich durch die Spezifikation des gesamten Modells geprägt und daher mit entsprechender Vorsicht zu interpretieren. Dies gilt insbesondere für die Aussagen über den Einfluss der Nationalbank auf die Entwicklung des Kassenobligationen- und Spargeldbestandes, da die hier interessierende Differenz zwischen simulierten Werten mit und ohne Nationalbankeinfluss nur einen Bruchteil der Abweichung zwischen simulierten und tatsächlichen Werten ausmacht.⁹ Aufgrund der vor-

⁹ Zimmerli (1983) stellt die dynamisch simulierten Werte den tatsächlichen Werten gegenüber.

liegenden Resultate kann aber doch der Schluss gezogen werden, dass die dämpfende Einflussnahme der Nationalbank auf die Kassenobligationsätze schwach war und den Kassenobligationen- und Spargeldbestand nur unbedeutend vermindert oder m.a.W. «verzerrt» hat.

4. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

In Artikel 10 des Bankengesetzes ist festgelegt, dass Banken mit einer Bilanzsumme von mehr als zwanzig Millionen Franken Zinsfusserhöhungen für Kassenobligationen der Nationalbank wenigstens zwei Wochen im voraus mitzuteilen haben. Die Nationalbank hat das Vorhaben zu prüfen und nötigenfalls mit weiteren Bankkreisen Kontakt aufzunehmen. Erachtet sie es als angezeigt, hat sie das Recht, darauf hinzuwirken, dass die vorgesehene Zinsfusserhöhung unterbleibt. Im zinspolitischen Instrumentarium der Nationalbank nimmt diese Kompetenz insofern eine Sonderstellung ein, als sie die einzige Möglichkeit ist, direkt auf die Entwicklung eines Bankenzinssatzes einzuwirken. Der vorliegende Aufsatz ist ein Beitrag zur gegenwärtigen Diskussion über die Revision des Bankengesetzes, in deren Zusammenhang die Streichung von Artikel 10 vorgesehen ist.

Einer der Hauptbestimmungsgründe des Zuflusses von Kassenobligationengeldern zu den Banken ist die Differenz zwischen den für kurz- und langfristige Anlagen vergüteten Zinssätzen. Ab Mitte der sechziger Jahre entwickelten sich die Differenz zwischen Kassenobligationen- und Festgeldsatz sowie die Zuwachsraten des Kassenobligationenbestandes sehr ähnlich. Je kleiner die Zinsdifferenz wurde, d.h. je näher der Festgeldsatz an den Zinssatz für Kassenobligationen heranrückte bzw. diesen sogar übertraf, desto geringer fielen die Zeichnungen von Kassenobligationen aus. Die entsprechenden Gelder wurden kurzfristig als Festgelder angelegt. Vergrösserte sich die Zinsdifferenz wieder, kam es zur umgekehrten Entwicklung; die Umlagerungen der kurzfristig angelegten Wartegelder in Kassenobligationen führten regelmässig zu überdurchschnittlichen Zuwachsraten beim Kassenobligationenbestand.

Die Nationalbank hat mit Hilfe von Artikel 10 des Bankengesetzes bis 1981 in Phasen steigender Zinssätze regelmässig dämpfend auf die Entwicklung der Kassenobligationsätze eingewirkt und auf diese Weise die rückläufige Zinsdifferenz zusätzlich verkleinert. Diese Politik hat die ohnehin bestehenden Schwankungen dieser Zinsdifferenz und damit auch des Kassenobligationenbestandes verstärkt.

Für die Entwicklung der Zinsdifferenz zwischen Spar- und Termindepositsatz sowie die Entwicklung des Spargeldbestandes gilt grundsätzlich dasselbe. Erhöhungen des Zinssatzes für Spargelder wurden indirekt ebenfalls durch die behördliche Einflussnahme mit Hilfe von Artikel 10 des Bankengesetzes gebremst und damit auch die Entwicklung des Spargeldbestandes verzerrt.

Im vorliegenden Beitrag wurde versucht, die Wirkung der Einflussnahme der Nationalbank auf die Zinssätze für Kassenobligationen zu quantifizieren, indem im Rahmen eines einfachen Portfolio-modells der Einfluss der Nationalbank mit Hilfe einer Dummy-Variablen erfasst wurde. Die Schätzergebnisse und die damit simulierten Werte deuten auf einen signifikanten, aber geringen Einfluss der Nationalbank auf die Kassenobligationen- und Spargeldsätze hin. Auch gemessen an der durch diese Einflussnahme bewirkten Verzerrung der Entwicklung der Kassenobligationen- und Spargeldbestände kann die Wirkung von Artikel 10 des Bankengesetzes als bescheiden bezeichnet werden.

Konkret zeigen die Schätzergebnisse des verwendeten Modells für die Periode 1968 bis 1981, dass die Nationalbank mit ihrer dämpfenden Einflussnahme den Kassenobligationsatz um weniger als 0.2 Prozentpunkte und den Zinssatz für Spargelder um rund 0.1 Prozentpunkte verminderte. Der Bestand an Kassenobligationen und Spargeldern wäre ohne Einflussnahme der Nationalbank maximal um rund 0.3 Prozent höher ausgefallen.

Literatur

- Albisetti, E., Bodmer D., Boemle M., Gsell M., Rutschi E. (1977), *Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz*, Thun, 3. Auflage.
- Fase, M.M.G. (1977), Savings Deposits, Time Deposits and Interest Rate Differentials: an econometric analysis, in: *Quarterly Statistics*, De Nederlandsche Bank N.V., Nr.2, Reprint Nr. 34.
- Intrilligator, M.D. (1978), Econometric Models, Techniques and Applications, in: Bliss C.J. und Intrilligator M.D. (Hg.), *Advanced Textbooks in Economics*, Bd. 9, Amsterdam/Oxford/Englewood Cliffs.
- Schneeweiss, H. (1978), *Ökonometrie*, 3. Auflage, Würzburg/Wien.
- Vital, Ch. (1978), *Geldnachfragegleichungen für die Schweiz*, Zürcher Dissertation, Zürich.
- Zimmerli, M. (1983), *Zinspolitik der Nationalbank mit Hilfe von Artikel 10 des Bankengesetzes*, Basler Dissertation, noch nicht erschienen.
- Bankengesetz (1982), Erläuterungen zum Vorentwurf der Studiengruppe zur Überprüfung des Bankengesetzes, Bern.
- Schweizerische Nationalbank (1982), 75 Jahre Schweizerische Nationalbank. Die Zeit von 1957 bis 1982, Zürich.

Geld- und währungspolitische Chronik

Interventionen am Devisenmarkt

Gegen Ende Juli 1983 setzte ein markanter Kursanstieg des Dollars gegenüber den massgebenden Währungen ein, und die zur Schwäche neigende D-Mark verlor auch gegenüber dem Schweizerfranken nochmals an Wert. Um der Höherbewertung des Dollars und insbesondere der übertriebenen Schwäche der D-Mark gegenüber dem Franken entgegenzuwirken, intervenierte die Nationalbank Anfang August gleichzeitig mit verschiedenen ausländischen Notenbanken am Devisenmarkt. Sie erwarb D-Mark sowohl gegen Dollars als auch gegen Schweizerfranken.

Mit den Interventionen der Nationalbank ist eine etwas reichlichere Geldversorgung verbunden, da die SNB die mit den Devisenkäufen geschaffene zusätzliche Liquidität nicht abschöpfte. Das Wachstum der Notenbankgeldmenge wird daher 1983 leicht über das Ende 1982 festgelegte Ziel von 3% hinausgehen.

Beitritt zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen des IWF

Am 29. Juni 1983 verabschiedete der Bundesrat die Botschaft über den Beitritt der Schweiz zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) des Internationalen Währungsfonds (IWF) zuhanden des Parlaments. Teilnehmende Institution in den AKV soll die Schweizerische Nationalbank werden.

Die AKV wurden 1962 geschaffen. Darin verpflichten sich die zehn wichtigsten Industrieländer (USA, Bundesrepublik Deutschland, Japan, Frankreich, Grossbritannien, Italien, Kanada, Niederlande, Belgien und Schweden), dem IWF mittelfristige Kredite zu gewähren, wenn er durch Ziehungen aus dem Kreis dieser Industrieländer in Liquiditätsschwierigkeiten geraten sollte. Die Schweiz assoziierte sich 1964 aufgrund eines Bundesbeschlusses mit den AKV und leistete eine Kreditzusage über 865 Mio. Franken. Damit wurde sie auch als Beobachter in der sogenann-

ten Zehnergruppe zugelassen, die sich im Anschluss an die Schaffung der AKV gebildet hatte.

Im Januar 1983 einigten sich die Mitglieder der Zehnergruppe auf einen Ausbau der AKV. Zum einen soll der Gesamtbetrag der Kreditzusagen von 6,4 auf 17 Mrd. Sonderziehungsrechte erhöht werden (1 SZR entspricht zurzeit etwa 2.27 Franken). Zum andern sollen die AKV in Zukunft unter gewissen Voraussetzungen auch aktiviert werden können, um die Kreditvergabe des IWF an Mitglieder ausserhalb der Zehnergruppe zu refinanzieren.

Der Ausbau der AKV steht im Zusammenhang mit der verstärkten Beanspruchung des IWF als Folge der zunehmenden Finanzierungsschwierigkeiten einer ganzen Reihe von Ländern. Angesichts gewisser Zahlungsprobleme und der bereits sehr hohen Verschuldung vieler Länder hatten die Banken im letzten Jahr ihre Kreditvergabe ziemlich abrupt gebremst. Dies führte rasch zu einer Verschärfung und Ausbreitung der Schwierigkeiten, denn eine sofortige Beseitigung der Defizite war in den meisten Fällen nicht möglich. In der heutigen Situation kommt dem IWF eine entscheidende Rolle zu. Er ist allein in der Lage sicherzustellen, dass einerseits die Defizitländer wirksame Massnahmen zur Verringerung ihrer Aussenverschuldung ergreifen und andererseits die vorderhand zum Teil unvermeidlichen Defizite weiterfinanziert werden. Ebenso wichtig wie die Kreditgewährung durch den IWF ist seine Rolle als Katalysator: Ein vom IWF genehmigtes Sanierungsprogramm kann die Kreditwürdigkeit des Defizitlandes bei den privaten Geldgebern wiederherstellen. Jedoch muss der IWF in gewissem Umfang selbst Kredite gewähren können, um die Defizitländer dazu zu bringen, die zur Verbesserung ihrer Zahlungsbilanzsituation notwendigen Massnahmen durchzuführen.

In erster Linie sollen die zusätzlichen Mittel für den IWF aus der im Frühjahr 1983 beschlossenen Erhöhung der Quoten um beinahe 50% von 61 auf 90 Mrd. SZR fliessen. Der Ausbau der AKV ist gewissermassen als Reserve vorgesehen. Eine

Aktivierung der AKV kommt erst in Frage, wenn die normalen Mittel des IWF aus den Quoten nicht ausreichen. In diesem Fall gewähren die AKV-Teilnehmer dem IWF bis zu den vereinbarten Maximallimiten Darlehen mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren. Schuldner dieser Darlehen ist stets der IWF, der damit seine normale Kreditfähigkeit finanziert. Die Kreditgewährung an die einzelnen Länder und die Verhandlungen über die durchzuführenden Sanierungsmassnahmen werden also Sache des IWF und nicht der Zehnergruppe sein. Eine direkte Einflussnahme der Zehnergruppe auf die Politik des IWF ist im Text der AKV ausdrücklich ausgeschlossen.

Die Schweiz sagte – unter dem Vorbehalt der Genehmigung durch das Parlament – zu, sich an den erweiterten AKV mit einer Kreditzusage von 1020 Mio. SZR (rund 2315 Mio. Franken) zu beteiligen. Dies entspricht einem Anteil von 6%. Gleichzeitig stellte sie den Antrag, als vollberechtigter Teilnehmer an den AKV mitzuwirken. Die Schweiz als eng mit dem Ausland verbundenes Land leistete schon bisher durch die Assoziierung mit den AKV ihren finanziellen Beitrag für die Aufrechterhaltung geordneter Währungsverhältnisse und funktionstüchtiger Finanzmärkte. Mit einer Teilnahme erhält sie formell die Mitsprache, die dem beträchtlich erhöhten finanziellen Engagement und der Bedeutung des Schweizerfrankens im internationalen Währungsgeschehen angemessen ist.

Die Zielsetzung sowie die Bedingungen zur Aktivierung der AKV sind primär monetärer Natur. Deshalb ist vorgesehen, die Nationalbank als teilnehmende Institution in den AKV zu bezeichnen. Die Nationalbank wird auch für die Finanzierung aufkommen, wobei sie im Gegensatz zur bisherigen Regelung auf eine Garantie des Bundes für die fristgerechte Rückzahlung der gewährten Kredite verzichtet. Im Hinblick auf die gegenwärtige Höhe ihrer Rückstellungen ist eine solche Lösung vertretbar. Die Kredite an den IWF werden in konvertiblen Devisen, in der Praxis wohl hauptsächlich in Dollar, aus den Währungsreserven der Notenbank zu leisten sein.

Die Teilnahme an den AKV wird zur Folge haben, dass die Schweiz in Zukunft nicht mehr bloss als Beobachter, sondern als elftes Mitglied in der

Zehnergruppe vertreten sein wird. Hauptaufgabe der Zehnergruppe ist der Entscheid über eine allfällige Aktivierung der AKV. Sie dient aber auch als währungspolitisches Diskussionsforum der wichtigen Industrieländer. Dabei können Fragen erörtert werden, die über rein monetäre Aspekte hinausgehen. Es ist deshalb naheliegend, dass die Nationalbank bei der Durchführung der Teilnahme eng mit dem Bundesrat zusammenarbeitet. An den Sitzungen der Zehnergruppe wird, wie das in der Regel schon bisher der Fall war, neben der Nationalbank auch der Bund vertreten sein.

Der Beitritt zu den AKV bedarf der Genehmigung durch die eidgenössischen Räte, wobei der Genehmigungsbeschluss nicht dem Referendum unterliegt. Formell kann der Beitritt jedoch erst erfolgen, wenn alle zehn bisherigen Mitglieder den Änderungen der AKV zugestimmt haben. Dies sollte bis Ende 1983 der Fall sein.

Rückzahlung von Währungskrediten der Nationalbank

Im Mai zahlte der Internationale Währungsfonds (IWF) der Nationalbank die letzte Tranche des unter der *Ölfazilität* gewährten Kredits zurück. Der IWF hatte 1974 und 1975 zwei besondere Kreditfazilitäten zugunsten von Ländern geschaffen, die durch den massiven Anstieg der Erdölpreise in ernsthafte Zahlungsbilanzprobleme geraten waren. Die Nationalbank hatte sich mit insgesamt 250 Mio. Sonderziehungsrechten (zum gegenwärtigen Kurs rund 565 Mio. Franken) an der Finanzierung der zweiten Ölfazilität beteiligt, wobei der Bund für einen Teilbetrag die Garantie gemäss Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen übernommen hatte.

Die noch fällige Restzahlung des einjährigen Überbrückungskredits in der Höhe von insgesamt 1,85 Mrd. Dollar, den die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und die USA am 30. August 1982 an *Mexiko* gewährt hatten, wurde im August 1983 fristgerecht geleistet. Die Nationalbank war an diesem Kredit mit einer Garantiezusage von 25 Mio. Dollar beteiligt.

Noch nicht zurückbezahlt wurden dagegen die

Ende Mai und Ende August fälligen Tranchen des BIZ-Überbrückungskredits zugunsten von *Brasilien* in Höhe von je 400 Mio. Dollar. Der am 23. Dezember 1982 gewährte Überbrückungskredit hatte insgesamt 1,45 Mrd. Dollar betragen. Die noch ausstehende Garantiezusage der Schweizerischen Nationalbank beläuft sich auf 12,9 Mio. Dollar. Es ist vorgesehen, den BIZ-Überbrückungskredit durch einen Kredit des Internationalen Währungsfonds abzulösen. Schwierigkeiten in den Kreditverhandlungen zwischen dem IWF und Brasilien bewirkten Verzögerungen und verunmöglichten die fristgerechte Rückzahlung des BIZ-Überbrückungskredits. Da sich Fortschritte in den Kreditverhandlungen des IWF abzeichnen, hat die BIZ bisher darauf verzichtet, die Garantiezusagen der beteiligten Notenbanken in Anspruch zu nehmen.

Der BIZ-Überbrückungskredit zugunsten *Argentiniens* in Höhe von 500 Mio. Dollar lief, ohne beansprucht worden zu sein, Ende Mai 1983 aus.

Die Nationalbank war an diesem Kredit mit einer Garantiezusage von 20 Mio. Dollar beteiligt.

Die von der Nationalbank im Rahmen des BIZ-Überbrückungskredits zugunsten von *Jugoslawien* gewährte Garantiezusage in Höhe von 40 Mio. Dollar wurde durch einen mittelfristigen Kredit im selben Betrag abgelöst. Der am 15. August 1983 in voller Höhe beanspruchte Kredit stützt sich auf ein Abkommen zwischen der Eidgenossenschaft und Jugoslawien. Kreditgeber ist die Schweizerische Nationalbank, die ihrerseits eine Bundesgarantie genießt. Der Kredit wird ab 1987 in vier gleichen Jahresraten zur Rückzahlung fällig.

Der noch ausstehende BIZ-Überbrückungskredit zugunsten von *Ungarn* im Betrag von 100 Mio. Dollar wurde Ende Juni 1983 zurückbezahlt. Die Garantiezusage der Nationalbank hatte 20 Mio. Dollar betragen.

Chronique monétaire

Interventions sur le marché des changes

Vers la fin du mois de juillet, le dollar s'est revalorisé nettement face aux principales autres monnaies et le mark allemand, qui avait tendance à faiblir, a fléchi une fois encore vis-à-vis du franc suisse notamment. Pour combattre la hausse du dollar et, en particulier, la faiblesse excessive du mark, la Banque nationale est intervenue sur le marché des changes, au début du mois d'août, comme plusieurs banques centrales étrangères. Elle a acquis des marks contre des dollars, mais aussi contre des francs suisses.

A la suite des interventions de la Banque nationale, l'approvisionnement du marché monétaire a été un peu plus abondant, car les liquidités créées par les achats de devises n'ont été que partiellement résorbées. Aussi la croissance de la monnaie centrale dépassera-t-elle légèrement, en 1983, l'objectif de 3% fixé à la fin de 1982.

Adhésion de la Suisse aux Accords généraux d'emprunt

Le 29 juin 1983, le Conseil fédéral a approuvé et soumis aux Chambres le message relatif à l'adhésion de la Suisse aux Accords généraux d'emprunt (AGE) du Fonds monétaire international (FMI). La Banque nationale suisse sera l'institution participante.

Les AGE ont été conclus en 1962. Les Etats-Unis, la République fédérale d'Allemagne, le Japon, la France, la Grande-Bretagne, l'Italie, le Canada, les Pays-Bas, la Belgique et la Suède se sont ainsi engagés à accorder des crédits à moyen terme au FMI lorsque ce dernier rencontre des difficultés de liquidités à la suite de tirages effectués par ces dix principaux pays industrialisés. En 1964, la Suisse s'est associée aux AGE, sur la base d'un arrêté fédéral, et a ouvert une ligne de crédit de 865 millions de francs. Elle a été ainsi admise, avec le statut d'observateur, dans le Groupe des Dix, constitué à la suite de la mise sur pied des AGE.

Au mois de janvier 1983, les membres du Groupe des Dix sont convenus d'étendre les AGE. L'ensemble des lignes de crédit mises à disposition sera porté de 6,4 milliards à 17 milliards de droits de tirage spéciaux (1 DTS équivaut actuellement à fr.2.27). En outre, les AGE pourront à l'avenir être mis à contribution, sous certaines conditions, pour financer également des crédits alloués par le FMI à des pays qui n'appartiennent pas au Groupe des Dix.

L'extension des AGE est liée au fait que les difficultés croissantes de financement auxquelles se heurtent de nombreux pays entraînent des recours accrus au FMI. Etant donné certains problèmes de paiement et l'endettement déjà très élevé de maints pays, les banques ont ralenti assez abruptement, l'an dernier, leurs octrois de crédits. Ce revirement a accentué et étendu rapidement les difficultés, car une élimination à très court terme des déficits était impossible dans la plupart des cas. Dans la situation actuelle, le FMI est appelé à jouer un rôle déterminant. Il est seul à même d'assurer l'adoption, par les pays déficitaires, de mesures efficaces pour réduire leur endettement extérieur et la poursuite du financement des déficits, pour l'instant en partie inévitables. Le FMI exerce aussi un effet catalyseur tout aussi important: un programme d'assainissement approuvé par le FMI peut rétablir le crédit des pays déficitaires aux yeux des prêteurs du secteur privé. Toutefois, le FMI doit pouvoir accorder lui-même de substantiels crédits pour amener les pays déficitaires à appliquer les mesures nécessaires au redressement de leur balance des paiements.

Le FMI recevra des ressources supplémentaires en premier lieu par le relèvement de près de 50% des quotas des membres; en vertu d'une décision adoptée au printemps 1983, les quotas seront en effet portés de 61 milliards à 90 milliards de DTS. L'extension des AGE est prévue en quelque sorte comme une réserve. Un recours aux AGE ne peut être envisagé qu'une fois épuisées les ressources traditionnelles dont le FMI dispose grâce aux quotas. En cas de mise à contribution des

AGE, les membres accorderont au FMI, jusqu'à concurrence des limites convenues, des prêts d'une durée maximale de cinq ans. Ces prêts auront pour débiteur le FMI qui financera ainsi ses crédits traditionnels. L'octroi de crédits aux pays et les négociations concernant l'application de mesures d'assainissement seront donc du ressort du FMI et non du Groupe des Dix. Le texte des AGE exclut expressément une influence directe du Groupe des Dix sur la politique du FMI.

Sous réserve de l'approbation du Parlement, la Suisse s'est engagée à participer aux AGE étendus avec une ligne de crédit de 1020 millions de DTS, soit l'équivalent de 2315 millions de francs. Notre part s'élève donc à 6%. Simultanément, la Suisse a demandé à participer aux AGE en qualité de membre à part entière. La Suisse, pays fortement orienté vers l'étranger, a fourni dans le passé déjà, sur la base de son statut d'associé aux AGE, une contribution financière en vue de la sauvegarde de la stabilité monétaire internationale et du bon fonctionnement des marchés financiers. Sur la base du statut de participant, elle aura formellement voix au chapitre dans une mesure correspondant à son engagement financier sensiblement plus élevé et à l'importance du franc suisse sur la scène monétaire internationale.

L'objectif des AGE et les conditions posées à la mise en œuvre de ceux-ci sont au premier chef de nature monétaire. Aussi est-il prévu de désigner la Banque nationale comme institution participante. La Banque nationale sera également chargée du financement mais, à la différence du régime actuel, ses crédits ne seront pas garantis par la Confédération. Cette solution paraît opportune, étant donné l'état actuel des provisions de l'institut d'émission. Les crédits accordés au FMI seront libellés en une monnaie convertible, sans doute en dollars principalement, et financés par les réserves monétaires de la Banque nationale.

Par sa participation aux AGE, la Suisse sera représentée au sein du Groupe des Dix non plus comme simple observateur, mais comme onzième membre. Le Groupe des Dix, qui décide d'une éventuelle mise en œuvre des AGE, offre aussi un cadre de discussion où les pays industrialisés peuvent débattre des problèmes moné-

taires; les questions traitées peuvent déborder les aspects purement monétaires. Il apparaît dès lors naturel que la Banque nationale assure la participation suisse en étroite collaboration avec le Conseil fédéral. Comme cela est déjà le cas, la Banque nationale et la Confédération seront représentées aux réunions du Groupe des Dix.

L'adhésion aux AGE doit être approuvée par les Chambres fédérales, mais l'arrêté d'approbation n'est pas sujet au référendum facultatif. Formellement, l'adhésion ne pourra avoir lieu avant que les dix membres actuels n'aient approuvé les modifications des AGE. Ces approbations seront probablement données jusqu'à la fin de 1983.

Remboursement de crédits monétaires accordés par la Banque nationale

Au mois de mai 1983, le Fonds monétaire international (FMI) a remboursé la dernière tranche du crédit accordé par la Banque nationale dans le cadre de la facilité pétrolière. Au cours des années 1974 et 1975, le FMI avait mis sur pied deux mécanismes particuliers de crédit en faveur des pays dont la balance des paiements était gravement déficitaire en raison de la hausse massive des prix du pétrole. La Banque nationale avait contribué, pour un montant de 250 millions de DTS (environ 565 millions de francs au cours actuel), au financement de la seconde facilité pétrolière; en vertu de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales, la Confédération lui avait donné une garantie pour une partie de ce montant.

Au mois d'août 1983, le solde du crédit relais de 1,85 milliard de dollars que la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et les Etats-Unis avaient consenti au *Mexique*, le 30 août 1982, pour une durée d'un an a été remboursé dans les délais. La Banque nationale avait participé à ce crédit en accordant une garantie pour un montant de 25 millions de dollars.

Deux tranches de 400 millions de dollars chacune du crédit relais octroyé au *Brsil* par la BRI sont arrivées à échéance à la fin des mois de mai et

d'août. Elles n'ont pas encore été remboursées. La BRI avait consenti, le 23 décembre 1982, un crédit relais de 1,45 milliard de dollars au total. La garantie donnée par la Banque nationale porte encore sur un montant de 12,9 millions de dollars. Il est prévu qu'un crédit du FMI prenne le relais du crédit de la BRI. Des difficultés qui ont surgi dans les négociations entre le FMI et le Brésil ont retardé l'opération et rendu impossible le remboursement, dans les délais, du crédit de la BRI. Comme les négociations avec le FMI progressent, la BRI a renoncé jusqu'à présent à recourir aux garanties accordées par des banques centrales.

L'Argentine n'a pas utilisé le crédit relais de 500 millions de dollars que la BRI avait mis à sa disposition jusqu'à la fin du mois de mai 1983. La Banque nationale avait participé à ce crédit en

donnant une garantie pour un montant de 20 millions de dollars.

La Yougoslavie a reçu un crédit à moyen terme de 40 millions de dollars. Remplaçant la garantie de 40 millions de dollars donnée par la Banque nationale dans le cadre d'un crédit relais de la BRI, ce prêt repose sur un accord conclu entre la Confédération et la Yougoslavie. Il était entièrement utilisé le 15 août. Le crédit a été octroyé par la Banque nationale qui a reçu une garantie de la Confédération. Il sera remboursé à partir de 1987 en quatre annuités égales.

La Hongrie a remboursé, à la fin du mois de juin 1983, le crédit relais de 100 millions de dollars que lui avait octroyé la BRI. La Banque nationale avait fourni une garantie pour un montant de 20 millions de dollars.