

SNB  
BNS+

---

**Geld, Währung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No. 3  
September/septembre 1985**

**3. Jahrgang/3<sup>eme</sup> année**

---



## Inhalt/Table des matières

---

Übersicht	171
Sommaire/Sommario	172
Abstracts	174
<hr/>	
Wirtschafts- und Währungslage	175
Situation économique et monétaire	197
<hr/>	
Pierre Languetin: Die Beziehungen der Schweiz zu den internationalen Währungsorganisationen	221
<hr/>	
Urs W. Birchler: Gehaltskonti und Geldmengenstatistik	228
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	240
Chronique monétaire	240

---



## Übersicht

### **Wirtschafts- und Währungslage (S. 175–196)**

Die konjunkturelle Erholung hat im zweiten Quartal 1985 sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in den meisten europäischen Industrieländern und Japan an Kraft gewonnen. Während in den USA die Binnennachfrage rasch expandierte, bildeten in Europa und Japan die Exporte die wichtigste Konjunkturstütze. Infolge des nach wie vor schwachen Beschäftigungswachstums konnte indessen die hohe Arbeitslosigkeit nicht abgebaut werden.

In der Schweiz verstärkte sich der Konjunkturaufschwung ebenfalls. Überaus kräftig wuchsen die Exporte; aber auch die Investitionen – namentlich im Ausrüstungsbereich – sowie der private Konsum dürften zugenommen haben. Gleichzeitig liess der Teuerungsdruck spürbar nach.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag in den Monaten April bis Juli um 2,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Trotz dieser leichten Zielunterschreitung setzte sich der Rückgang der Geldmarktsätze fort. Der Schweizer Franken gewann gegenüber den meisten wichtigen Währungen – insbesondere gegenüber dem Dollar – an Wert, so dass sein exportgewichteter realer Wechselkurs Ende Juli nur noch geringfügig unter dem entsprechenden Vorjahresniveau lag.

### **Die Beziehungen der Schweiz zu den internationalen Währungsorganisationen (S. 221–227)**

Die Schweiz stellt unter den westlichen Industrieländern insofern einen Sonderfall dar, als sie weder dem Internationalen Währungsfonds (IWF) noch der Weltbank angehört. Dennoch haben sich im Laufe der Zeit enge Beziehungen zu diesen beiden Institutionen herausgebildet. Die Schweiz schloss sich im Jahr 1964 den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) der Zehnergruppe an und beteiligte sich auch an Kreditfazilitäten des Währungsfonds. Der Weltbank wurden

Erleichterungen für die Geldaufnahme am schweizerischen Kapitalmarkt eingeräumt. Seit 1977 ist die Schweiz an den Jahresversammlungen beider Institutionen als Beobachter zugelassen. Im Zusammenhang mit der Erweiterung der AKV trat die Schweiz im Jahr 1983 als Vollmitglied der Zehnergruppe bei. Im Rahmen dieses Gremiums beteiligte sie sich aktiv an der Debatte über die Zukunft des Weltwährungssystems. Die Frage des Zeitpunkts und der Bedingungen eines Beitritts der Schweiz zum Währungsfonds und zur Weltbank ist noch offen. Angesichts der Bedeutung dieser Organisationen für die Stabilität der internationalen Währungsordnung liegt eine Mitgliedschaft im langfristigen Interesse der Schweiz.

### **Gehaltskonti und Geldmengenstatistik (S. 228–239)**

In diesem Beitrag geht es um die Frage, ob die von den Banken vor einigen Jahren eingeführten Gehaltskonti Zahlungsmittel im Sinne der Geldmenge  $M_1$  oder zinstragende Anlagen im Sinne der Spargelder darstellen. Im Zentrum der Untersuchung stehen empirische Schätzungen der Nachfrage nach Gehaltskonti. Die Resultate deuten darauf hin, dass die Gehaltskonti eher die Rolle von Sparanlagen als diejenige von Zahlungsmitteln spielen. Obschon die Gehaltskonti eine wichtige Liquiditätsreserve für monatlich und jährlich wiederkehrende Zahlungen sind, weist ihr Verhalten im Konjunkturverlauf auf eine recht enge Verwandtschaft zu den Spareinlagen hin. Auch werden die Schätzergebnisse einer Geldnachfragefunktion nicht verbessert, wenn die Gehaltskonti in die Geldmenge  $M_1$  einbezogen werden. Die vorliegende Untersuchung bildete die Grundlage zum Entscheid der Schweizerischen Nationalbank, die Geldmenge  $M_1$  um die von den Banken teilweise als Sichteinlagen verbuchten Gehaltskonti zu bereinigen (vgl. Revision der Geldmengenstatistik, Geld, Währung und Konjunktur, 1/1985, S. 51ff).

## Sommaire

---

### Situation économique et monétaire (p. 197–219)

Au deuxième trimestre de 1985, l'amélioration de la conjoncture a pris de la vigueur aussi bien aux Etats-Unis que dans la plupart des pays européens et au Japon. Si la demande intérieure a progressé vivement aux Etats-Unis, les exportations ont été le principal soutien de la conjoncture en Europe et au Japon. Cependant, le chômage n'a pas diminué, la croissance de l'emploi demeurant faible.

En Suisse également, la reprise s'est renforcée. Les exportations ont augmenté très fortement. Les investissements, en biens d'équipement notamment, et la consommation privée ont semblé progresser eux aussi. Simultanément, le renchérissement a faibli.

Pendant les mois d'avril à juillet, la monnaie centrale ajustée dépassait de 2,6%, en moyenne, son niveau de la période correspondante de 1984. Bien que ce taux soit légèrement inférieur à l'objectif, les rémunérations à court terme ont continué de fléchir. Le franc suisse s'est apprécié vis-à-vis de la plupart des autres monnaies, en particulier face au dollar. A fin juillet, son cours réel, pondéré par les exportations, n'était plus que légèrement inférieur au niveau observé un an auparavant.

### La Suisse et les organisations monétaires internationales (p. 221–227)

Parmi les pays industrialisés occidentaux, la Suisse est un cas particulier puisqu'elle n'est membre ni du Fonds monétaire international (FMI), ni de la Banque mondiale. Néanmoins, des liens très étroits ont été noués entre notre pays et ces deux institutions. La Suisse s'est associée, en 1964, aux Accords généraux d'emprunt (AGE) du Groupe des Dix et a participé à des facilités de crédits mises sur pied dans le cadre du FMI. En outre, elle a accordé des allègements pour les recueils de fonds que la Banque mondiale effec-

tue sur le marché suisse des capitaux. Depuis 1977, la Suisse prend part, avec le statut d'observateur, aux assemblées annuelles de ces deux institutions. A la faveur d'une extension des AGE, en 1983, la Suisse est devenue membre à part entière du Groupe des Dix. Dans ce cadre, elle participe activement aux discussions sur l'avenir du système monétaire international. Le moment et les conditions d'une adhésion au FMI et à la Banque mondiale sont encore loin d'être arrêtés. Etant donné l'importance que revêtent ces deux institutions pour la stabilité monétaire internationale, une participation est à long terme dans l'intérêt de la Suisse.

### Comptes-salaires et agrégats monétaires (p. 228–239)

Les comptes-salaires, introduits par les banques voici quelques années, représentent-ils des moyens de paiement, donc une composante de la masse monétaire  $M_1$ , ou des placements productifs d'intérêt au sens des fonds d'épargne? Cette question fait ici l'objet d'une étude axée sur des estimations empiriques de la demande de comptes-salaires. Les résultats incitent à penser que les comptes-salaires jouent plutôt le rôle de dépôts d'épargne que celui de moyens de paiement. Les avoirs en comptes-salaires constituent il est vrai une importante réserve de liquidités en vue de paiements intervenant à intervalles réguliers. Mais, durant les diverses phases du cycle, le comportement de ces comptes est très proche de celui des dépôts d'épargne. En outre, les estimations d'une fonction de demande de monnaie ne donnent pas de meilleurs résultats lorsque les comptes-salaires sont introduits dans  $M_1$ . Sur la base des résultats de cette étude, la BNS a décidé de ne plus inclure d'avoirs en comptes-salaires dans l'agrégat  $M_1$ . Une partie des comptes-salaires figurait dans  $M_1$ , car plusieurs banques considéraient ces avoirs comme des dépôts à vue (voir Révision de la statistique monétaire, Monnaie et conjoncture 1/1985, p. 57ss).

## Sommario

---

### **Situazione economica e monetaria (pag. 175–219)**

Nel secondo trimestre 1985, si è assistito a un rafforzamento della ripresa tanto negli Stati Uniti che nella maggior parte dei paesi europei e in Giappone. Negli Stati Uniti la domanda interna ha conosciuto una rapida espansione, mentre in Europa e in Giappone le esportazioni hanno costituito l'elemento trainante della congiuntura. Il permanere di una debole crescita dell'impiego ha impedito l'assorbimento dell'elevata disoccupazione.

Anche in Svizzera, l'andamento dell'attività economica è stato più sostenuto. Le esportazioni hanno avuto un'espansione oltremodo rapida; tuttavia anche gli investimenti – soprattutto in macchine e attrezzature – e i consumi privati sembrano essersi accresciuti. Il rincaro si è attenuato.

Nel periodo aprile-luglio, la base monetaria epurata è stata del 2,6% superiore a quella dello stesso periodo dello scorso anno. Malgrado questa evoluzione, che si colloca leggermente al disotto dell'obiettivo, è proseguita la diminuzione dei tassi sul mercato monetario. Il franco si è apprezzato nei confronti di quasi tutte le principali valute, in particolare, del dollaro. In luglio, il suo corso reale, ponderato sulla base delle esportazioni, è così risultato di poco inferiore al livello di dodici mesi prima.

### **Le relazioni tra la Svizzera e le organizzazioni monetarie internazionali (pag. 221–227)**

La Svizzera rappresenta un caso particolare tra i paesi occidentali industrializzati, in quanto non fa parte né del Fondo monetario internazionale (Fmi) né della Banca mondiale. Nondimeno, con queste istituzioni, si sono via via sviluppate strette relazioni. Dal 1964, con la partecipazione agli Accordi generali di prestito (Gab), la Svizzera fu rappresentata in seno al Gruppo dei dieci e prese parte alle facilitazioni creditizie dell'Fmi. Alla Ban-

ca mondiale vennero concesse agevolazioni per la raccolta di fondi sul mercato svizzero dei capitali. Dal 1977 è stata ammessa, in qualità di osservatore, alle assemblee annuali delle due organizzazioni. Nel 1983, con l'estensione dei Gab, aderì al Gruppo dei dieci quale membro a pieno diritto. In questo ambito ha partecipato attivamente al dibattito sull'avvenire del sistema monetario internazionale. Il momento e le condizioni di una partecipazione della Svizzera all'Fmi e alla Banca mondiale rimangono una questione da risolvere. In considerazione del loro significato per la stabilità dell'ordine monetario internazionale, una futura appartenenza a queste istituzioni sarebbe nell'interesse della Svizzera.

### **Conti salario e statistica della massa monetaria (pag. 228–239)**

Questo contributo affronta il quesito se i conti salario, introdotti da qualche anno dalle banche, siano da considerare un mezzo di pagamento, conformemente alla definizione della massa monetaria  $M_1$ , oppure siano depositi a risparmio, portatori d'interesse. Il perno dello studio è costituito da stime della domanda di conti salario, con l'ausilio di metodi quantitativi. I risultati indicano che questi conti assumono più il ruolo di depositi a risparmio che non quello di mezzi di pagamento. È vero che i conti salario sono un'importante riserva di liquidità per pagamenti ricorrenti; il loro comportamento nel ciclo congiunturale presenta tuttavia una grande affinità con quello dei depositi a risparmio. L'inclusione dei conti salario in  $M_1$  non migliora inoltre i risultati delle stime della funzione di domanda di moneta.

Le conclusioni di questo studio hanno rappresentato le basi per la decisione della Banca nazionale svizzera di non introdurre i conti salario in  $M_1$ . Una parte di essi vi figuravano, poichè venivano registrati quali depositi a vista da alcune banche (cfr. Revision der Geldmengenstatistik; Geld, Währung und Konjunktur 1/1985, pag. 51 e seguenti).

## Abstracts

---

### **Economic and Monetary Developments (pp. 175–219)**

The pickup in economic activity gathered force in the second quarter of 1985 both in the United States and in most of Europe's industrialized nations as well as in Japan. While domestic demand snowballed in the US, exports were the chief pillars supporting the upswing in Europe and Japan. However, since the improvement in employment levels continued to be slow, jobless figures remained high.

In Switzerland the economic recovery also strengthened. Exports exhibited extremely marked growth while investments – notably in plant and equipment – and private consumption are likewise expected to show an increase. At the same time, the upward pressure on prices eased perceptibly.

From April through July the adjusted monetary base exceeded the corresponding year-back level by 2.6%. Although the target was thus not quite reached, the decline in money market rates continued. The Swiss franc appreciated against most major currencies, in particular vis-à-vis the dollar, with the result that at the end of July its export-weighted real exchange rate fell only slightly short of the corresponding 1984-level.

### **Switzerland's Relations with the International Monetary Organizations (pp. 221–227)**

Switzerland is a special case among western industrialized nations in that it is a member of neither the International Monetary Fund (IMF) nor of the World Bank. Nevertheless, over the years close relations have been established with these two institutions. In 1964 Switzerland joined the General Arrangements to Borrow of the Group of Ten, and it has also participated in credit facilities of the Monetary Fund. The World Bank was accorded preferential conditions for raising funds on the Swiss capital market. Since 1977 Switzerland has been granted observer status at the

annual meetings of these two institutions. In 1983, when the GAB were extended, the country became a full-fledged member of the Group of Ten and as such it has taken an active part in the debate on the future of the international monetary system. It remains an open question when and on what terms Switzerland will join the Monetary Fund and the World Bank. In view of the significance of these organizations for the stability of the international monetary order membership is in the long-term interest of Switzerland.

### **Payroll Accounts and Money Supply Statistics (pp. 228–239)**

This paper deals with the question of whether the payroll accounts introduced by the banks a number of years ago are to be considered as instruments of payment and included in  $M_1$  or as interest-bearing investments comparable to savings deposits. The study focuses on empirical estimates of the demand for payroll accounts. The conclusion seems to be that payroll accounts play the role of savings deposits rather than of payments media. For although payroll accounts represent a major liquidity reserve for payments recurring on a monthly or annual basis, their development during the business cycle points to considerable similarities with savings deposits. Moreover, the results of the estimates of a money demand function are not enhanced by including payroll accounts in money supply  $M_1$ . The present study formed the basis of the Swiss National Bank's decision no longer to consider payroll accounts – some of which have been entered as sight deposits by the banks – as a component of  $M_1$  (cf. Revision of money supply statistics in this Bulletin, vol. 1/1985, p. 51).



# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage  
für die Sitzung des Bankrats vom 6. September 1985\*

## A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

### 1. Überblick

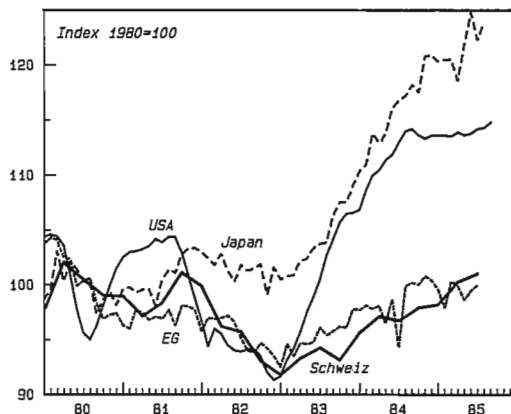
#### Konjunkturentwicklung

Die konjunkturelle Erholung gewann im zweiten Quartal in den meisten Industrieländern an Kraft. In Europa wurde damit der teilweise witterungsbedingte Rückschlag zu Beginn des Jahres wettgemacht. Obschon sich das amerikanische Wirtschaftswachstum mittlerweile stark abgeschwächt hat – im zweiten Quartal war es deutlich geringer als in der Bundesrepublik Deutschland und Grossbritannien –, stellten die USA infolge der nach wie vor hohen Importneigung eine wichtige Stütze der Weltkonjunktur dar. Daher wirkten in Europa die Exporte immer noch als wichtiger Wachstumsmotor. Allmählich scheint jedoch die konjunkturelle Erholung auch auf die europäische Binnennachfrage überzugreifen. Während die Ausrüstungsinvestitionen schon seit geraumer Zeit kräftig wachsen, zeichnete sich insbesondere in der Bundesrepublik Deutschland eine Belebung des privaten Konsums ab. Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten ist das Wachstum des privaten Konsums jedoch nach wie vor schwach. In Japan bildete sich die Binnennachfrage leicht zurück, so dass die japanische Konjunktur stark von der Auslandnachfrage abhängig bleibt.

Die hohe Arbeitslosigkeit bleibt eines der drängendsten Probleme im OECD-Raum. In den grossen europäischen Ländern war das Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal zu schwach, um ein weiteres Ansteigen der Zahl der Arbeitslosen zu verhindern. Gleichzeitig verlangsamte sich das Tempo, mit dem in den Vereinigten Staaten namentlich im Dienstleistungssektor Stellen geschaffen wurden.

\* Der Bericht wurde Mitte August abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Mai, Juni und Juli 1985 bekannt wurden.

## Grafik 1: Industrieproduktion



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

Der Teuerungsdruck, der im ersten Vierteljahr in fast allen Industrieländern spürbar zugenommen hatte, liess im zweiten Quartal nach. Im OECD-Raum betrug die durchschnittliche Jahresteuerrate im Juli 4,7%; sie lag damit leicht tiefer als Ende 1984.

#### Wirtschaftspolitik

Der geldpolitische Kurs wurde in den wichtigsten Industrieländern im zweiten Quartal merklich gelockert. In den Vereinigten Staaten gab die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums das Signal zu einer grosszügigeren Geldversorgung; Bedenken hinsichtlich wieder steigender Inflationsraten traten darob etwas in den Hintergrund. In Europa wurde die mit der expansiveren Geldpolitik in den USA einhergehende Abschwächung des Dollarkurses ebenfalls zu einer Lockerung und damit zu einer Senkung der Zinssätze genutzt. Zu einer deutlichen Überschreitung des Geldmengenziels kam es in den Vereinigten Staaten – hier wurde sogar das Ziel für die zweite Jahreshälfte nach oben revidiert – sowie in Gross-

britannien und in Frankreich. In der Bundesrepublik Deutschland wuchs die Geldmenge demgegenüber im vorgesehenen Rahmen.

Der amerikanische Kongress verabschiedete im Juli das Budget für das am 1. Oktober beginnende Fiskaljahr 1985/86. Durch die nach schwierigen Verhandlungen beschlossenen Ausgabenkürzungen soll das Budgetdefizit um rund 40 Mrd. auf 172 Mrd. Dollar gesenkt werden. Da das geschätzte Einnahmewachstum jedoch auf ausgesprochen optimistischen Annahmen bezüglich des Wirtschaftswachstums beruht, wird bereits zum heutigen Zeitpunkt mit einem höheren Fehlbetrag gerechnet.

**Devisenmarkt**

Im zweiten Quartal standen die Devisenmärkte im Zeichen der Abschwächung des Dollarkurses. Nach einer vorübergehenden Verlangsamung gegen Ende des Quartals setzte sich der Kursrückgang der amerikanischen Währung im Juli beschleunigt fort. Wesentlich dürfte dazu der Abbau des Zinsgefälles zwischen den USA und Europa beigetragen haben. Am stärksten werteten sich das britische Pfund und der Schweizer

Franken gegenüber dem Dollar auf; in den Monaten Juni und Juli gewannen diese beiden Währungen je rund 12% an Wert.

Infolge der Kursabschwächung bildete sich auch der reale handelsgewichtete Wechselkurs des Dollars zurück; im Juli lag er nur noch um rund 1% höher als vor Jahresfrist, gegenüber rund 9% im Durchschnitt der Monate Mai und Juni. Demgegenüber stiegen die realen handelsgewichteten Wechselkurse des Yen, der D-Mark und des Schweizer Frankens leicht an; im Juli übertrafen sie das entsprechende Vorjahresniveau um 0,6%, 3,2% und 1,3%.

Anfang Juli geriet die italienische Währung im Europäischen Währungssystem (EWS) zusehends unter Druck, so dass am 20. Juli die Paritäten neu festgelegt werden mussten. Bei dieser achten Leitkursanpassung im EWS wurde die Lira um 6% abgewertet und die übrigen EWS-Währungen um 2% aufgewertet.

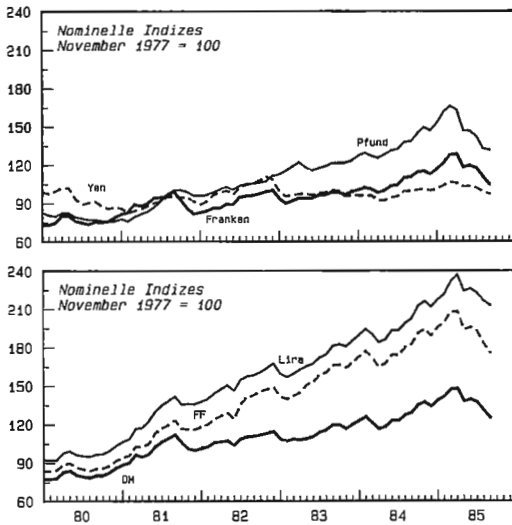
**Internationale Verschuldung**

Im Sommer 1985 standen die lateinamerikanischen Länder Argentinien, Brasilien und Peru im Mittelpunkt der Schuldendiskussion.

Im Juni gewährte die amerikanische Regierung zusammen mit elf weiteren Ländern Argentinien einen Überbrückungskredit in der Höhe von 483 Mio. Dollar. Dadurch wurde verhindert, dass Argentinien nach der Blockierung des Stand-by-Kredits durch den Internationalen Währungsfonds (IWF) im März mit den Zinszahlungen noch mehr in Rückstand kam, was für die betroffenen amerikanischen Banken zu Schwierigkeiten hätte führen können. Dies ist darin begründet, dass gemäss den amerikanischen Bilanzierungsvorschriften Kredite, bei denen die Zinszahlungen während mehr als 90 Tagen ausstehend sind, von den Aufsichtsbehörden für notleidend erklärt werden können. Im August einigten sich Argentinien und der IWF auf ein neues Wirtschaftsprogramm, worauf der Stand-by-Kredit des IWF freigegeben wurde.

Das von der argentinischen Regierung verabschiedete Sanierungsprogramm geht wesentlich

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



weiter, als es der IWF verlangte. Als erste Massnahme wurde ein allgemeiner Preis- und Lohnstopp sowie die Einfrierung der Tarife für öffentliche Dienstleistungen verhängt. Bis zum ersten Vierteljahr 1986 soll zudem das monatliche Wachstum der Geldmenge  $M_1$  von rund 20% im Mai 1985 auf weniger als 10% vermindert werden. Ein weiteres Element stellt die Währungsreform dar, die die Ersetzung des argentinischen Pesos durch den Austral brachte. Die neue Währungseinheit entspricht 1000 Pesos bzw. 0.8 Dollar. Mit diesen Massnahmen soll die monatliche Inflationsrate von durchschnittlich 24% im ersten Quartal 1985 auf 8% im ersten Quartal 1986 reduziert und der Anteil des Staatsdefizits am Bruttoinlandprodukt von 13% im Jahre 1984 auf 6% im Jahre 1985 gesenkt werden.

Die Verhandlungen zwischen Brasilien und dem IWF über ein Wirtschaftssanierungsprogramm blieben ohne Ergebnis. Die Gläubigerbanken sahen sich in der Folge gezwungen, den am 31. Mai abgelaufenen Zahlungsaufschub für den Schuldendienst des öffentlichen Sektors um weitere 90 Tage zu verlängern.

Die neue peruanische Regierung hat kurz nach Ihrer Amtseinsetzung Anfang August zu einem politischen Dialog über die Lösung des Schuldenproblems aufgerufen und einseitig ein Moratorium für alle Fälligkeiten vom 1. August 1985 bis zum 31. Januar 1986 erklärt. Zwar betonte die neue Regierung, dass sie alle Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland anerkennen würde; gleichzeitig wies sie aber darauf hin, dass ein Schuldendienst von mehr als 10% des Ausfuhrwertes als nicht tragbar erachtet werde.

Im Juli unterzeichnete Polen mit 17 Gläubigerstaaten, darunter auch der Schweiz, ein Umschuldungsabkommen über die zwischen 1982 und 1984 aufgelaufenen Schuldverpflichtungen von rund 12 Mrd. Dollar. Der daraus resultierende Schuldendienst soll nach einer fünfjährigen Karenzfrist über sechs Jahre gestaffelt geleistet werden. Mit Auslandverpflichtungen in der Höhe von insgesamt etwa 28 Mrd. Dollar bleibt Polen das am stärksten verschuldete Land im Comecon.

Trotz einer Reihe erfolgreich abgeschlossener

Umschuldungsabkommen und der Gewährung von Krediten durch den IWF stellt die internationale Verschuldung nach wie vor ein ernstes Problem der Weltwirtschaft dar. Zwar hat sich die Lage im vergangenen Jahr etwas entspannt, da die weltweite Konjunkturerholung die Exportmöglichkeiten der Schuldnerländer verbesserte. Die drei grössten lateinamerikanischen Schuldner – Mexiko, Brasilien und Argentinien – konnten denn auch beträchtliche Überschüsse in ihren Handelsbilanzen erwirtschaften. Die dringend notwendigen Strukturanpassungen haben jedoch grösstenteils noch nicht stattgefunden; ob Argentinien hier eine Ausnahme bildet, wird sich noch zeigen müssen. Es besteht deshalb die Gefahr, dass sich die Verschuldungssituation bei einer Abschwächung der Weltkonjunktur rasch wieder verschärfen könnte.

## 2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

### *Vereinigte Staaten*

Die amerikanische Konjunktur fasste im zweiten Quartal wieder Trift, nachdem sie in den vorangegangenen zwölf Monaten merklich an Schwung verloren hatte. Der private und öffentliche Konsum sowie die Anlageinvestitionen wuchsen mit einer Jahresrate von 6,2%, nach Zuwachsraten von 4% in den vorangegangenen drei Quartalen. Da jedoch gleichzeitig die Exporte zurückgingen und die Lagerbestände beträchtlich abgebaut wurden, erhöhte sich das *reale Bruttosozialprodukt* lediglich um 2%; es lag damit um 2,0% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Teilweise als Folge des Lagerabbaus, der sinkenden Ausfuhren sowie der starken Importkonkurrenz nahm die Industrieproduktion nur geringfügig zu.

Die stärksten Impulse gingen im zweiten Quartal von den Ausrüstungs- und Bauinvestitionen aus, die nach einer Stagnation im ersten Vierteljahr auf Jahresbasis umgerechnet um 14% zunahmen. Dabel profitierte namentlich der Wohnungsbau vom Rückgang der Zinssätze. Während der private Konsum erneut kräftig stieg (+5%), beschleunigte sich auch das Wachstum der Staatsausgaben.

Für das laufende Fiskaljahr wird mit einem Budgetdefizit von rund 210 Mrd. Dollar gerechnet. Damit werden sowohl der im Sommer 1984 budgetierte Betrag als auch das Vorjahresergebnis deutlich überschritten. Gemäss dem Anfang August vom amerikanischen Kongress verabschiedeten Budget sollen die Staatsausgaben im kommenden Fiskaljahr 1985/86 lediglich um nominell 1% zunehmen. Bei einem geschätzten Einnahmenwachstum von nominell 8% ergibt sich ein Budgetdefizit von 172 Mrd. Dollar. Da die Einsparungen bei den einzelnen Ausgabenpositionen noch ausgehandelt werden müssen und zudem das Einnahmenwachstum auf ausgesprochen optimistischen Wirtschaftsprognosen beruht, gilt eine Überschreitung des angestrebten Budgetdefizits als wahrscheinlich.

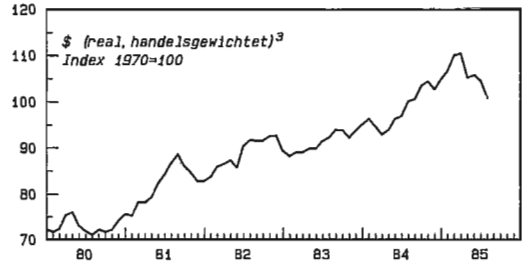
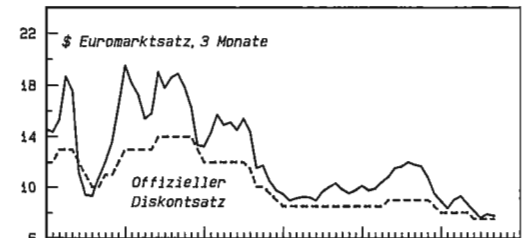
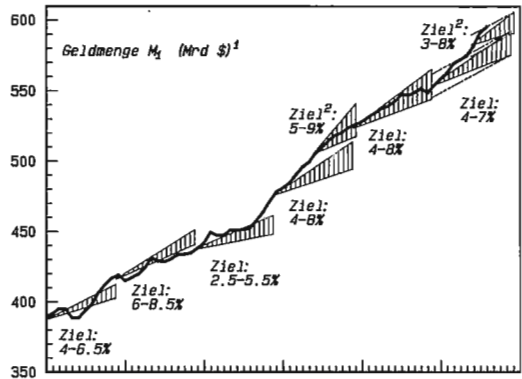
Mit einer gewissen Verzögerung schlug sich die markante Höherbewertung des Dollars zu Beginn des Jahres in den amerikanischen Exporten nieder. Im zweiten Quartal sank das Ausfuhrvolumen gegenüber der Vorperiode um 13% (Jahresrate). Demgegenüber stagnierten die realen Importe auf hohem Niveau. Das Handelsbilanzdefizit belief sich im ersten Halbjahr auf 71 Mrd. Dollar gegenüber 60 Mrd. Dollar vor Jahresfrist.

Die Beschäftigung wuchs langsamer als in den vorangegangenen Quartalen. Während die Zahl der Arbeitsplätze in der Industrie weiter abnahm, schwächte sich nun auch der Zuwachs an Arbeitsplätzen im bisher dynamischen Dienstleistungssektor ab. Die Arbeitslosenrate verharrte bei 7,2%.

Verschiedene Konjunkturindikatoren deuten auf eine Fortsetzung des mässigen Wirtschaftswachstums in den kommenden Monaten hin. Die Nachfrage nach dauerhaften Industriegütern nahm zu, und der Index der vorlaufenden Indikatoren stieg im Juni deutlich.

Die Geldmenge  $M_1$  wuchs auch im zweiten Quartal kräftig, so dass das vom *Federal Reserve Board* im Februar bestätigte Geldmengenziel von 4–7% weit überschritten wurde. Auch die monetäre Basis nahm deutlich stärker zu als in den vorangegangenen Quartalen. Diese Entwicklung, die einer Kehrtwendung des bisherigen geldpolitischen Kurses gleichkommt, widerspiegelt die

**Grafik 3: Vereinigte Staaten**



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

<sup>2</sup> Vom 2. Quartal bis 4. Quartal 1983 bzw. 2. Quartal bis 4. Quartal 1985

<sup>3</sup> Quelle: OECD

steigende Besorgnis des Fed über die Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten. Sie deutet aber auch darauf hin, dass die amerikanische Zentralbank ein Wiederaufflackern der Inflation zur Zeit als wenig wahrscheinlich hält. Im zweiten Quartal betrug die durchschnittliche Jahresteuersatzrate 3,7%.

Angesichts der markanten Zielüberschreitung im ersten Halbjahr revidierte das Fed das Geldmengenziel für  $M_1$  nach oben. Der neue, bis zum

vierten Quartal 1985 geltende Zieltrichter beläuft sich auf 3–8%, wobei als Basis der hohe durchschnittliche Stand des zweiten Quartals gewählt wurde. Dies bedeutet, dass das Fed die starke Ausdehnung im ersten Halbjahr nicht zu kompensieren gedenkt, auch wenn für den Rest des Jahres mit einem langsameren Geldmengenwachstum gerechnet wird. Die Ziele für die übrigen Geldaggregate sowie das Kreditwachstum blieben unverändert. Während sich die Geldmengen  $M_2$  und  $M_3$  auch im zweiten Quartal innerhalb des Zielkorridors bewegten, wuchsen die Kredite schneller als vorgesehen. Gleichzeitig mit der Zielrevision gab das Fed auch die provisorischen Ziele für das Jahr 1986 bekannt. Das angestrebte Wachstum für  $M_1$  und  $M_2$  beläuft sich wie letztes Jahr auf 4–7% bzw. 6–9%, während das Ziel für  $M_3$  sowie das Kreditwachstum des inländischen Nichtbankensektors auf 6–9% bzw. 8–11% gekürzt wurde (1985: 6–9,5% bzw. 9–12%).

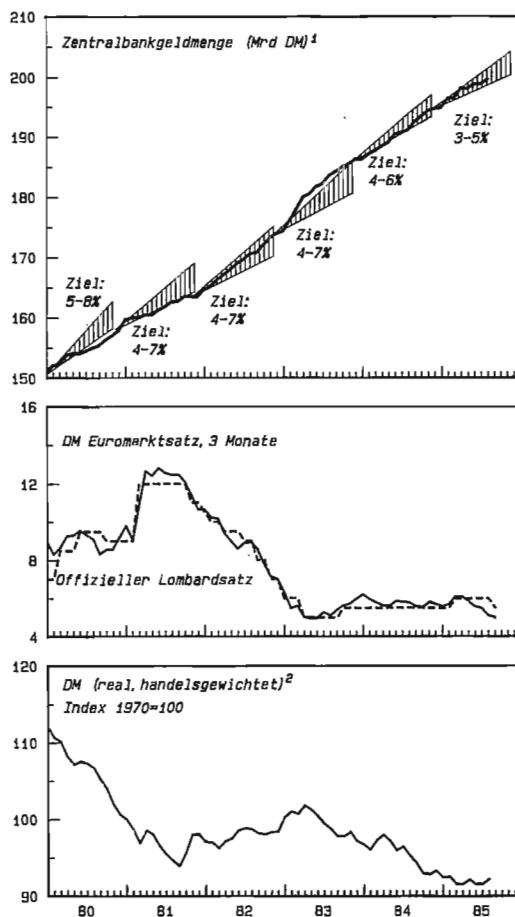
Im Zusammenhang mit der Neufestlegung des Geldmengenziels für  $M_1$  wies die amerikanische Notenbank auf die Möglichkeit eines Strukturwandels in der Nachfrage nach  $M_1$  hin. Es müsse damit gerechnet werden, dass das Publikum infolge der Verzinsung der Sichteinlagen einen grösseren Teil seiner Bankguthaben in Form von  $M_1$  zu halten wünsche. Laut Fed ist die gegenwärtige Situation mit 1982/1983 vergleichbar, als  $M_1$  infolge der Zinssatzderegulierung und der Einführung neuer Einlageformen stark an Aussagekraft verloren hatte.

Infolge des starken Wachstums der Geldmenge setzte sich der seit Jahresanfang beobachtete Rückgang der Zinssätze auch im zweiten Quartal fort. Erstmals nach über sechs Jahren fielen die kurzfristigen Zinssätze wieder deutlich unter die 7%-Marke. Im Anschluss an die markante Kursabschwächung des Dollars im Juli zeichnete sich eine gewisse Festigung dieser Zinssätze ab, was darauf hindeutet, dass das Fed die geldpolitischen Zügel nicht mehr weiter gelockert hat.

### Bundesrepublik Deutschland

Das Wirtschaftswachstum in der Bundesrepublik Deutschland, das sich im ersten Quartal infolge der extrem kalten Witterung stark verlangsamt

**Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

hatte, beschleunigte sich im Frühling. Gemäss provisorischen Angaben wuchs das *reale Brutto sozialprodukt* im zweiten Vierteljahr gegenüber dem Durchschnitt des Jahres 1984 um 2,6%. Im Vorjahresvergleich, der allerdings durch den streikbedingten Rückschlag im zweiten Quartal 1984 nur bedingt aussagekräftig ist, wuchs das Brutto sozialprodukt um real 3,2%.

Nach wie vor bilden die Exporte die wichtigste Konjunkturstütze. Positive Impulse gingen jedoch auch von der Binnennachfrage aus. Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen zu, und der Anstieg

der Detailhandelsumsätze deutet auf eine Belebung des privaten Konsums hin. Keine Erholung zeichnete sich demgegenüber in der Bauwirtschaft ab. Vor diesem Hintergrund beschloss die Bundesregierung im Budgetentwurf für das Jahr 1986 eine Reihe stimulierender Massnahmen für den Bausektor.

Die Exporte stiegen auch im ersten Halbjahr 1985 deutlich stärker als die Importe, so dass die Handelsbilanz mit einem Rekordüberschuss von 32 Mrd. D-Mark schloss (1. Halbjahr 1984: 20,0 Mrd.). Die Ertragsbilanz wies einen Überschuss von beinahe 15 Mrd. D-Mark aus: sein Anteil am Bruttosozialprodukt erhöhte sich damit von 0,5% im ersten Halbjahr 1984 auf 1,7%.

Am Arbeitsmarkt zeichnete sich eine leichte Besserung ab. Die Zahl der offenen Stellen stieg, und die Beschäftigung dürfte leicht zugenommen haben; die Arbeitslosenquote verharrte allerdings bei 9,4%. Einen Lichtblick stellte das Umfrageergebnis des Ifo-Institutes für Wirtschaftsforschung dar, wonach die Unternehmen nun wieder vermehrt Erweiterungsinvestitionen planen. Damit dürfte sich die Nachfrage nach Arbeitskräften weiter verstärken. Die Teuerungsrate bildete sich nach dem leichten Anstieg in den Wintermonaten wieder zurück; im Juli betrug sie 2,3%.

Die vorlaufenden Indikatoren deuten auf eine Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs in der Bundesrepublik Deutschland hin. Aufgrund des kräftigen Bestellungsengangs in der Investitionsgüterindustrie dürfte dieser Wirtschaftszweig auch künftig überdurchschnittlich stark vom Wachstum profitieren.

Die Zentralbankgeldmenge wuchs im zweiten Quartal langsam und bewegte sich im mittleren Bereich des Zielkorridors. Auch das Wachstum der Geldaggregate  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  blieb mit rund 5% in beschiedenem Rahmen. Anlässlich der halbjährlichen Überprüfung des Geldmengenziels bestätigte die *Deutsche Bundesbank* das diesjährige Ziel. Der seit einigen Monaten beobachtete Rückgang der Zinssätze sowie die Senkung des Lombard- und Diskontsatzes um je einen halben Prozentpunkt auf 5,5% bzw. 4% am 15. August lassen dennoch auf eine leichte Lockerung des geldpolitischen Kurses schliessen.

Diese Entspannung dürfte grösstenteils auf den Kursrückgang des amerikanischen Dollars zurückzuführen sein, wobei die zielkonforme Entwicklung der Zentralbankgeldmenge dazu den nötigen Spielraum bot. Seit Mitte Juli liegen die Dreimonatssätze am Euromarkt deutlich unter der Marke von 5%.

### **Grossbritannien**

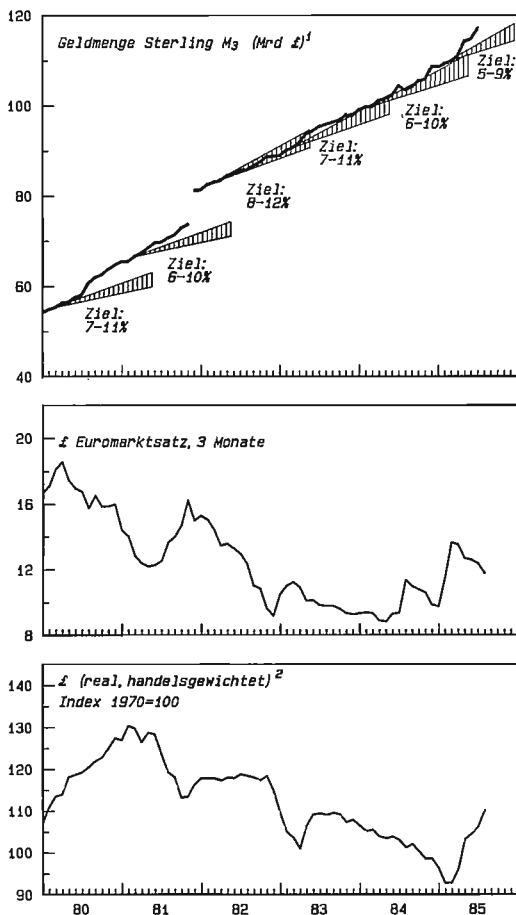
Die britische Wirtschaft wies auch im ersten Quartal 1985 ein relativ hohes Wachstum auf. Das *reale Bruttoinlandprodukt* lag um 3% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Überdurchschnittlich stark, nämlich um 3,7%, wuchsen die Investitionen. Während die Bautätigkeit leicht zurückging, wurden die Ausrüstungsinvestitionen kräftig erhöht. Zum Teil hing dies mit den Ende März auslaufenden Steuererleichterungen zusammen. Demgegenüber schwächte sich das Wachstum des privaten Konsums ab, wobei dieses mit 1,3% immer noch deutlich höher war als in den meisten übrigen europäischen Ländern.

Das kräftige Exportwachstum und die geringere Zunahme der Importe führten im zweiten Quartal zu einer annähernd ausgeglichenen Handelsbilanz. Dank eines weiterhin hohen Überschusses bei den Dienstleistungen vergrösserte sich der Überschuss der Ertragsbilanz auf 1,3 Mrd. Pfund (erstes Quartal: 0,1 Mrd.).

Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal geringfügig zu, während gleichzeitig die Zahl der Arbeitslosen infolge der Zunahme der erwerbsfähigen Bevölkerung weiter – wenn auch verlangsamt – stieg. Trotz der unverändert hohen Arbeitslosenquote stiegen die Nominallöhne stärker als die Konsumentenpreise. Im zweiten Quartal setzte sich die seit Anfang Jahr beobachtete Beschleunigung des Preisauftriebs fort. Die durchschnittliche Jahresteuerrate betrug 7,0%, gegenüber 4,8% im zweiten Halbjahr 1984.

Das Wachstum der Industrieproduktion (einschliesslich Bergbau und Erdölförderung), das sich seit dem dritten Quartal 1984 spürbar beschleunigt hat, betrug im zweiten Vierteljahr auf Jahresbasis umgerechnet 8%. Die vorlaufenden Indikatoren weisen auf eine Fortsetzung des Wirt-

Grafik 5: Grossbritannien



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

schaftsaufschwunges hin. Der Britische Arbeitgeberverband (CBI) rechnet damit, dass sich die Kohleförderung bei rund 90% ihres Umfangs vor Ausbruch des Streiks im Frühling 1984 einpendeln wird; zudem wird erwartet, dass sich die Produktion in den übrigen vom Streik tangierten Industrien weiter normalisieren wird. Das Wachstum des realen Bruttoinlandproduktes dürfte damit im zweiten und dritten Quartal 1985 um rund einen Prozentpunkt höher ausfallen als in den vorangegangenen Quartalen.

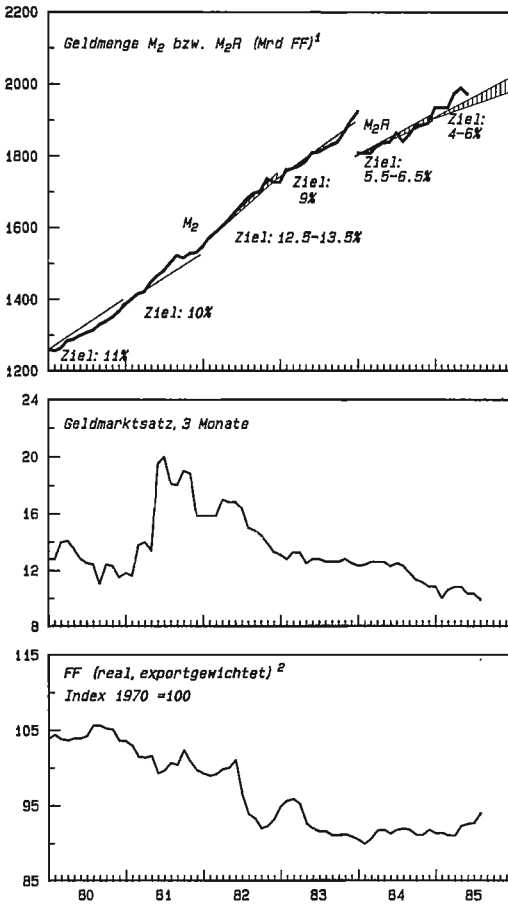
Das Wachstum der Geldmenge Sterling  $M_3$  beschleunigte sich stark, so dass das angestrebte Ziel deutlich überschritten wurde. Demgegenüber setzte sich der mässige Anstieg der monetären Basis  $M_0$  fort. Die starke Ausweitung von Sterling  $M_3$  dürfte teilweise darauf zurückzuführen sein, dass ein Teil der zuvor bei den Hypothekarinstitutionen (building societies) langfristig angelegten Gelder (die nicht in  $M_3$  eingeschlossen sind) infolge der hohen kurzfristigen Zinssätze ins Bankensystem zurückfloss. Ferner scheint sich der seit einigen Jahren beobachtete Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von Sterling  $M_3$  verstärkt fortzusetzen. Die britischen Zinssätze, die im Mai und Juni annähernd stabil geblieben waren, bildeten sich ab Mitte Juli deutlich zurück. Dies widerspiegelt eine leichte Lockerung der britischen Geldpolitik, die durch die feste Haltung des Pfundes an den Devisenmärkten ermöglicht wurde.

### Frankreich

Auch in Frankreich hinterliess der harte Winter im ersten Quartal deutliche Spuren. Zwar erhöhte sich der reale private Konsum um 1,5% gegenüber der Vorperiode, doch war dieses Wachstum zum grossen Teil auf den witterungsbedingt höheren Energieverbrauch zurückzuführen. Ein markanter Rückgang der Bautätigkeit sowie sinkende Exporte glichen diesen Zuwachs annähernd aus, so dass das reale Bruttoinlandprodukt insgesamt stagnierte.

Im zweiten Quartal zeichnete sich eine leichte konjunkturelle Besserung ab. Nach dem Rückgang zu Jahresbeginn erreichte der Index der Industrieproduktion im Mai wieder das Niveau des entsprechenden Vorjahresmonats. Ferner nahmen die realen Detailhandelsumsätze zu, was auf ein weiteres Wachstum des privaten Konsums schliessen lässt.

Infolge der höheren Exporte verringerte sich das Handelsbilanzdefizit, nachdem dieses im ersten Quartal stark angestiegen war. Im ersten Halbjahr belief es sich auf insgesamt 14 Mrd. Franc gegenüber 17 Mrd. Franc in der gleichen Vorjahresperiode. Zusammen mit einem hohen Überschuss in der Dienstleistungsbilanz führte dies zu einer Verringerung des Ertragsbilanzdefizits auf 6,9 Mrd. Franc (1. Halbjahr 1984: 10,1 Mrd. Franc).

**Grafik 6: Frankreich**

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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Die Schaffung von neuen Arbeitsplätzen bleibt nach wie vor eines der drängendsten Probleme. Im zweiten Quartal verharrte die Arbeitslosenrate bei 10,6%. Die hohe Zahl von Arbeitslosen führte zusammen mit der restriktiven Wirtschaftspolitik zu einem markanten Rückgang des Wachstums der Nominallöhne in der verarbeitenden Industrie. Während diese im Jahre 1982 mit durchschnittlich 16% noch deutlich stärker als die Preise (+12%) zugenommen hatten, betrug ihr Anstieg

im ersten Vierteljahr 1985 bei einer durchschnittlichen Jahreststeuerung von 6,5% nur noch 6%. Zwischen April und Juli bildete sich die Teuerungsrate weiter auf 6,1% zurück.

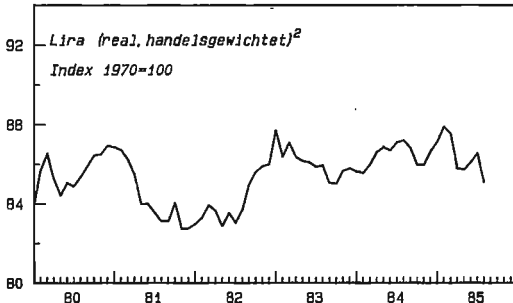
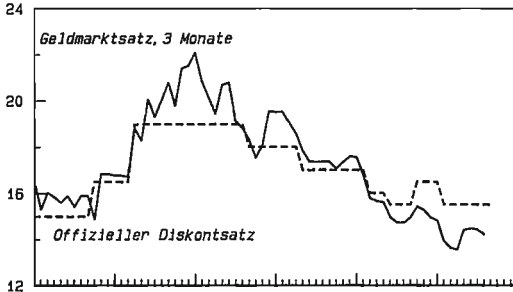
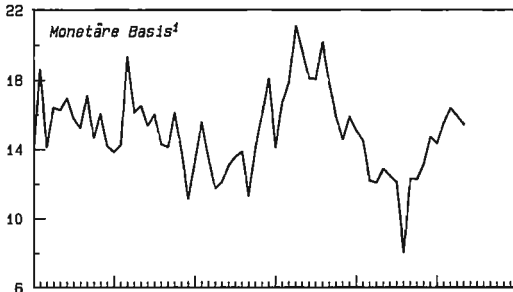
Die französische Geldpolitik blieb im zweiten Quartal tendenziell restriktiv. Zwar lag der Zuwachs der Geldmenge  $M_2R$  während der ersten fünf Monate des laufenden Jahres deutlich über dem angestrebten Ziel. Dies dürfte jedoch teilweise auf die Aufhebung der Kreditbegrenzung zu Beginn des Jahres zurückzuführen sein. Zur Eindämmung des starken Geldmengenwachstums ergriff die *Banque de France* eine Reihe von Massnahmen: So wurden unter anderem die Kapitalaufnahme im Ausland erschwert und die Kredite an Wirtschaftszweige, denen nicht erste Priorität zukommt, eingeschränkt. Durch diese Massnahmen könnte der seit einigen Monaten beobachtete Zinsrückgang, den die französische Notenbank durch das mehrmalige Senken des Interventionssatzes unterstützt hatte, gebremst werden. Ein Ansteigen der Zinssätze gilt dagegen als wenig wahrscheinlich.

In den vergangenen Monaten machte die Liberalisierung des französischen Finanzmarktes weitere Fortschritte. Das Finanzministerium liess im März erstmals die Begebung einer Inlandanleihe durch eine ausländische Bank zu. Im April wurde zudem der Euro-Franc-Obligationenmarkt, der seit Mai 1981 geschlossen war, wieder geöffnet.

### Italien

Der Wachstumsrhythmus der italienischen Wirtschaft hat sich im ersten Halbjahr 1985 etwas verlangsamt. Nachdem das *reale Bruttoinlandprodukt* im Vorjahr um 2,6% gestiegen war, wuchs es im ersten Quartal gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 1,8%. Im zweiten Quartal erholte sich die Industrieproduktion vom markanten, vorwiegend witterungsbedingten Rückschlag am Jahresanfang. Da sich jedoch der Bestellungseingang in der Industrie abgeschwächt hat und auch der Index der vorlaufenden Indikatoren flacher verläuft, dürfte sich das Wirtschaftswachstum in Italien eher abschwächen. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt wird sich damit vorderhand kaum bessern. Nachdem



**Grafik 7: Italien**

<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode  
(Quelle: Banca d'Italia)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

die Beschäftigung im zweiten Halbjahr 1984 leicht angestiegen war, nahm sie in den ersten Monaten des laufenden Jahres wieder ab. Die Arbeitslosenquote lag im zweiten Quartal bei 10,4%.

Der zwischen Geldmengenkontrolle und Finanzierung des Budgetdefizites bestehende Zielkonflikt verschärfte sich im ersten Halbjahr 1985. Infolge des hohen Finanzierungsbedarfs des Staates beschleunigte sich das Wachstum der monetären Basis. Das von der *Banca d'Italia* im Rahmen ihres Inflationsbekämpfungsprogramms

festgelegte Wachstumsziel für die Geldmenge  $M_2$  – im Jahre 1985 beläuft es sich auf 10% – wurde in der Folge massiv überschritten. Im Mai wuchs  $M_2$  gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 14,7%. Die Bestrebung der italienischen Notenbank, das Geldmengenwachstum einzudämmen, führte im zweiten Quartal zu einem Anstieg der Geldmarktsätze. Ende Juni betrug die Rendite der Dreimonatsschatzwechsel 13,8% gegenüber 12,9% im März.

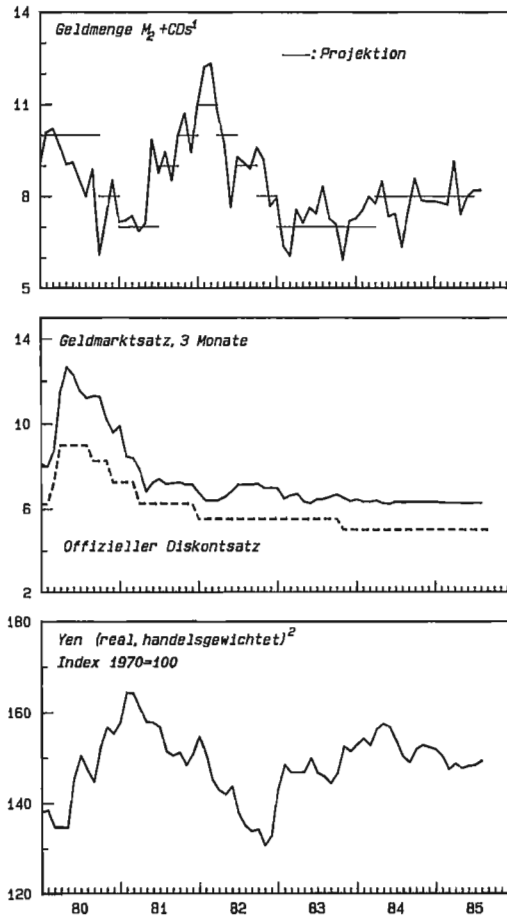
Im zweiten Quartal stieg die Jahresteuierungsrate erstmals nach rund zwei Jahren wieder leicht an; sie belief sich auf durchschnittlich 8,8%. Ein wichtiger Schritt zur weiteren Bekämpfung der Inflation erfolgte im Juni, als die italienischen Stimmbürger die Wiedereinführung des automatischen Teuerungsausgleichs ablehnten.

Die seit geraumer Zeit bestehende Überbewertung der Lira im EWS führte im zweiten Quartal zu einer markanten Erhöhung des Handelsbilanzdefizits. In den ersten fünf Monaten belief es sich auf 14 500 Mrd. Lira; dies entspricht rund Dreiviertel des gesamten Defizits des Jahres 1984. Angesichts des wachsenden Ungleichgewichts im Aussenhandel wurde die Lira am 20. Juli gegenüber den EWS-Währungen um durchschnittlich 8% abgewertet.

### Japan

Im ersten Quartal stagnierte das *reale Bruttozialprodukt* in Japan auf dem Niveau des Vorquartals, und die Industrieproduktion bildete sich erstmals nach zwei Jahren zurück. Die markante Konjunkturabschwächung ist dabei in erster Linie auf den Rückgang der Exporte zurückzuführen. Negative Impulse gingen zudem von den sinkenden Staatsausgaben sowie der stagnierenden Investitionstätigkeit – namentlich im Ausrüstungsbereich – aus.

Infolge steigender Exporte sowie einer Aufstockung der Lagerbestände nahm die Industrieproduktion im zweiten Quartal wieder leicht zu. Die Binnennachfrage blieb jedoch schwach. Sowohl die realen Detailhandelsumsätze als auch die Investitionen sanken. Dank hoher Exporte weitete sich der Handelsbilanzüberschuss im zweiten

**Grafik 8: Japan**

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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Quartal aus. Er betrug 9 Mrd. Dollar, gegenüber 5,6 Mrd. in der Vorperiode.

Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal weiter zu, während die Arbeitslosenquote bei rund 2,5% verharrte. Die Jahresteuersatzrate blieb unverändert bei 2%.

Das Budget für das kommende Fiskaljahr 1986/87 widerspiegelt die auf einen Abbau des Budgetdefizits ausgerichtete Fiskalpolitik der japanischen Regierung. Während die Staatsausgaben

real leicht gesenkt werden sollen, rechnet die Regierung mit einem nominellen Anstieg der Staatseinnahmen von 10%. Damit dürfte sich sowohl der Anteil des Budgetdefizits als auch der Staatsausgaben am Bruttosozialprodukt verringern.

Das Wachstum der Geldmenge  $M_2 + CD$  beschleunigte sich leicht. Im zweiten Quartal lag sie um durchschnittlich 8,3% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, gegenüber knapp 8% im ersten Vierteljahr. Gleichzeitig bildeten sich die Geldmarktsätze leicht auf 6,2% zurück.

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

### 1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch    b) BIP

### 1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

### 1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

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

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

	1982	1983a)	1984a)	1983a)		1984a)			1985a)	
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	-11,2	-40,8	-101,5	-17,2	-19,7	-24,7	-32,5	-25,5	-30,0	-
BRD	3,3	3,3	5,6	0,7	0,8	-0,2	1,6	3,4	2,1	2,6
Grossbritannien	9,0	3,8	0,1	0,4	0,8	-0,7	-0,7	0,8	0,2	1,7
Frankreich b)	-11,6	-3,5	0,0	0,3	-1,3	0,1	0,5	0,4	-0,7	1,2
Italien b)	-7,4	0,5	-4,2	-0,4	-2,2	-1,2	0,8	-1,6	-	-
Japan	6,8	20,8	35,0	6,2	4,8	10,0	8,7	11,6	6,8	13,2
Schweiz b)	4,0	3,4	3,7	1,0	1,0	1,0	0,7	1,0	1,4	1,0

a) provisorisch    b) nicht saisonbereinigt

## B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

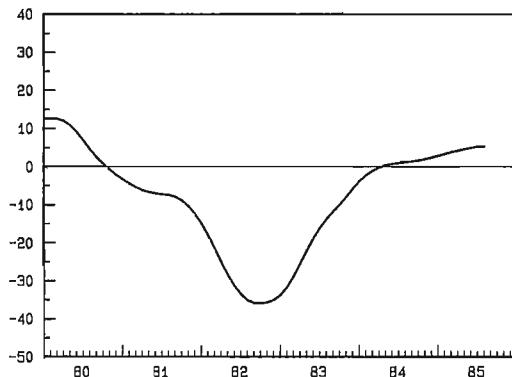
### 1. Überblick

In der Schweiz hat sich der konjunkturelle Aufschwung im zweiten Quartal weiter verstärkt. Besonders kräftig stiegen die Exporte. Als Folge der relativ langen Dollarhausse konnten die Lieferungen nach den USA erneut gesteigert werden. Da der Dollar inzwischen tiefer bewertet wird und in den Vereinigten Staaten selber die konjunkturellen Auftriebstendenzen an Schwung verloren haben, dürften die Zuwachsraten inskünftig geringer ausfallen. Eine weitere wichtige Konjunkturstütze bildeten im zweiten Quartal die Ausrüstungsinvestitionen. Zwei wichtige Indikatoren, nämlich die aus dem Inland stammenden Bestellungen in der Maschinen- und Apparate-Industrie sowie die Investitionsgüterimporte, nahmen stark zu. Die Bauinvestitionen stiegen demgegenüber nur leicht: Im laufenden Jahr ist zwar mit einem deutlichen Wachstum bei den gewerblich-industriellen Bauten zu rechnen, doch dürfte der Wohnungsbau abnehmen. Beim privaten Konsum wurden die in den Vormonaten beobachteten Stagnationstendenzen überwunden. Das als Folge des Konjunkturaufschwungs verbesserte Konsumklima wird zu einer weiteren, wenn auch nicht spektakulären Erhöhung des realen Konsums führen.

Ein ausreichendes Arbeitskräfteangebot, zum Teil noch nicht voll ausgelastete technische Kapazitäten sowie eher noch zu grosse Lagerbestände ermöglichten es den inländischen Anbietern, flexibel auf die erhöhte Nachfrage zu reagieren. Die Industrieproduktion nahm zu und übertraf das entsprechende Vorjahresniveau um 4%. Gleichzeitig stieg die Kapazitätsauslastung sowie der Überstundenanteil. Die Erhöhung des Produktionsausstosses war von einer Beschäftigungszunahme, einem markanten Rückgang der Kurzarbeit und einem unerwartet deutlichen Abbau der Zahl der Arbeitslosen begleitet.

Die Expansion der Gesamtnachfrage führte neben der erwähnten Ausweitung der Produktion auch zu einem starken Anstieg der Importe. Der Gesamtimport lag im zweiten Quartal wie schon im Vorquartal um real rund 7% über dem ent-

**Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Geglättet; beim «Geschäftsgang» in der Industrie handelt es sich um einen Sammelindikator, der sich aus vier Einzelgrössen – Bestellungseingang und Produktion im Vorjahresvergleich sowie Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelager – zusammensetzt.  
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

sprechenden Vorjahreswert. Parallel zur verbesserten Auftragslage in der Industrie nahmen insbesondere die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten zu.

Die Geldpolitik der Nationalbank blieb darauf ausgerichtet, die Inflation weiter zu reduzieren. Die bereinigte Notenbankgeldmenge wurde von April bis Juli gegenüber dem Vorjahr um 2,6% ausgedehnt. Für die ersten sieben Monate dieses Jahres betrug der Zuwachs 2,5%. Die Geldmengenpolitik der Nationalbank war somit etwas restriktiver als ursprünglich geplant (Ziel 1985: 3%). Trotz dieser leichten Zielunterschreitung begannen die Zinssätze am schweizerischen Geldmarkt im Laufe des Sommers wieder zu sinken.

Die Zinsdifferenz zum Dollarraum hatte sich in den Monaten Februar und März trotz steigender Frankenzinsen stark ausgeweitet. Gleichzeitig setzte der Dollar zu einem Höhenflug an, der ihn vorübergehend bis über die Marke von 2.90 Franken trug. Im Zuge der in den folgenden Monaten eingetretenen bedeutenden, aber nicht unerwarteten Abschwächung des US-Dollars bildeten sich die Eurofrankensätze (3 Monate) bis Ende August wieder um rund 1 Prozentpunkt auf 4½% zurück. Parallel zum Rückgang des Dollar-

kurses erholte sich der Franken auch gegenüber der Mark und dem Yen, so dass sein realer exportgewichteter Aussenwert nur noch geringfügig unter dem entsprechenden Vorjahresstand lag.

Die Jahresteuerrate (Landesindex der Konsumentenpreise) betrug im August 3,0%. Seit dem im Februar gemessenen Höchststand von 4% hat sich die Teuerung nicht zuletzt aufgrund der Wechselkursbewegungen bemerkenswert rasch zurückgebildet. Die Verlangsamung des Preisauftriebs war bei den in den Grosshandelsindex eingehenden Waren noch ausgeprägter als auf der Konsumstufe.

## 2. Der realwirtschaftliche Bereich

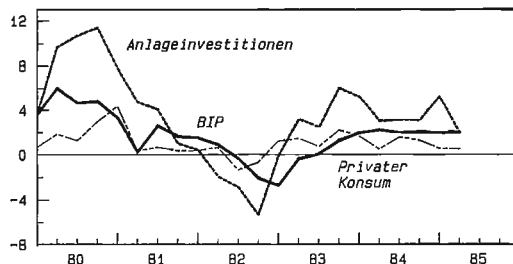
### **Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion**

Das reale Bruttoinlandprodukt lag im ersten Quartal 1985 um 2% über dem Vorjahresniveau. Gegenüber dem Vorquartal betrug der Zuwachs auf saisonbereinigter Basis 0,3%. Im industriellen Sektor nahm die Produktionsleistung innert Jahresfrist um 3,4% und verglichen mit dem Vorquartal saisonbereinigt um 0,7% zu. Beide Aggregate zeigten im ersten Quartal eine Wachstumsverlangsamung an, doch waren dafür vor allem ausserordentliche Witterungsfaktoren verantwortlich. Die meisten verfügbaren Daten weisen darauf hin, dass die Wirtschaft im zweiten Quartal wieder zu einem schnelleren Wachstumsrhythmus zurückgekehrt ist.

Gemäss dem von der KOF-ETH im Rahmen ihres Konjunkturtests ausgewiesenen Sammelindikator «Geschäftsgang» verbesserte sich die Lage in der Industrie auch im zweiten Quartal (vgl. Grafik 9). Die Industrieproduktion stieg gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 4%. Gestützt auf die im KOF-Konjunkturtest erfragten Unternehmerpläne kann auch im dritten Quartal mit einer Ausdehnung der Industrieproduktion gerechnet werden.

Die noch vorhandenen Kapazitätsreserven – die Kapazitätsauslastung belief sich im zweiten Quartal auf gut 85% gegenüber 84% im ersten

### **Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Statistik

Quartal 1985 und 82% im ersten Quartal 1984 – lassen vorläufig eine reibungslose Anpassung der Produktion an die steigende Nachfrage zu. Die im Durchschnitt als eher etwas zu gross geltenden Fertigfabrikatelager gewährleisteten zudem eine ausreichende Lieferbereitschaft.

Die Zahl der Beschäftigten wurde von der Mehrheit der am KOF-Konjunkturtest beteiligten Unternehmen als ausreichend, teilweise schon als zu knapp beurteilt. Bei einer weiteren Erhöhung der Produktion ist deshalb in Teilbereichen der Industrie mit einer Verknappung des Angebots an qualifizierten Arbeitskräften zu rechnen. Allerdings dürfte es zurzeit noch möglich sein, Engpässe durch vermehrte Überzeitarbeit zu überbrücken. Der Anteil der Überstunden an der gesamten Arbeitsleistung belief sich im zweiten Quartal auf 2,0%, gegenüber 1,6% vor einem Jahr.

Die Auftragseingänge in der Industrie lagen im ersten Quartal 1985 um 7% über dem Vorjahresstand. Dabei war namentlich bei den Auslandsaufträgen eine starke Belebung festzustellen. Gemäss KOF-Umfrage stieg das Auftragsvolumen auch im zweiten Quartal.

### **Privater Konsum**

Der private Konsum bildete sich im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode saisonbereinigt deutlich zurück und wuchs im Vorjahresvergleich lediglich um 0,5%. Zu diesem ungünstigen Er-

gebnis dürfte eine Reihe von Sonderfaktoren wie die schlechte Witterung, der Teuerungsschub sowie der Kaufkraftentzug durch das Pensionskassenobligatorium beigetragen haben. Der Verkauf von Autos, die einen wichtigen Teil der dauerhaften Konsumgüter ausmachen, wurde zusätzlich durch die Diskussion um die Einführung schadstoffarmer Fahrzeuge belastet.

Die für das zweite Quartal verfügbaren Indikatoren deuten auf eine Belebung der Konsumnachfrage hin. Die Detailhandelsumsätze stiegen nominell kräftig, so dass sie trotz der höheren Jahresteuersatzrate auch real über dem entsprechenden Vorjahresniveau lagen (+1,4%). Im Vergleich zur Vorperiode (saisonbereinigt) nahmen auch die Importe dauerhafter Konsumgüter volumenmässig wieder stärker zu. Für das dritte Quartal werden die Verkaufserwartungen gemäss der Umfrage der KOF-ETH weiterhin positiv beurteilt. Allerdings gelten die Lager immer noch als etwas überhöht.

Die Zahl der Logiernächte in den Hotelbetrieben lag im zweiten Vierteljahr insgesamt um 1,4% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Im Unterschied zur Vorperiode nahm diesmal die Nachfrage aus dem Inland stärker zu als diejenige aus dem Ausland, die sich auf dem hohen Vorjahresniveau stabilisierte. Nach Herkunft aufgegliedert, stieg die Zahl der amerikanischen Gäste erneut am stärksten; mit einem Anteil von gut 20% stellten sie nach den deutschen Touri-

sten die grösste ausländische Gruppe dar. Der Besucherstrom aus den europäischen Ländern war demgegenüber geringer als vor Jahresfrist, wobei der Rückgang der Touristen aus der Bundesrepublik Deutschland besonders ins Gewicht fiel.

### Investitionen

Das Wachstum der Anlageinvestitionen schwächte sich im ersten Quartal 1985 infolge des witterungsbedingten Rückgangs der Bauinvestitionen deutlich ab. Eine wichtige Konjunkturstütze bildeten erneut die Ausrüstungsinvestitionen, die sich saisonbereinigt auf dem hohen Niveau des vierten Quartals 1984 bewegten und gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand um real 7% zunahmen.

Die im zweiten Quartal registrierte starke Erhöhung der aus dem Inland stammenden Bestellungen in der Maschinenindustrie sowie das hohe Wachstum der Investitionsgüterimporte (vgl. Tabelle 2) deuten auf eine ungebrochene Dynamik der Ausrüstungsinvestitionen hin.

Die Bauinvestitionen dürften im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode stark zugenommen haben. Gemäss Angaben des Schweizerischen Baumeisterverbandes stagnierte die Bautätigkeit des Bauhauptgewerbes jedoch im Vorjahresvergleich. Klar bestätigte sich dabei die gegenläufi-

**Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)**

	1981	1982	1983	1984	1984				1985	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.a)
Import von Investitionsgütern, real	0,2	- 5,8	7,3	3,6	8,1	- 2,7	2,8	2,5	4,1	11,2
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	- 5,9	- 3,6	7,2	- 6,4	- 2,8	- 20,3	- 10,5	8,8	- 22,4	- 19,9
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	6,3	6,7	- 5,7	6,9	2,0	26,4	- 2,9	4,9	- 5,6	- 1,8
Geplante industrielle Bauten (Raumvolumen) <sup>1</sup>	- 29,6	- 22,5	23,6	- 8,3	- 4,7	- 20,9	- 3,8	- 3,7	6,4	55,9
Neubewilligte Baukredite (71 Banken)	- 5,3	- 6,5	19,4	4,2	3,6	9,8	3,9	- 0,6	11,7	7,1

a) provisorisch

<sup>1</sup> Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft; Monatsbericht SNB

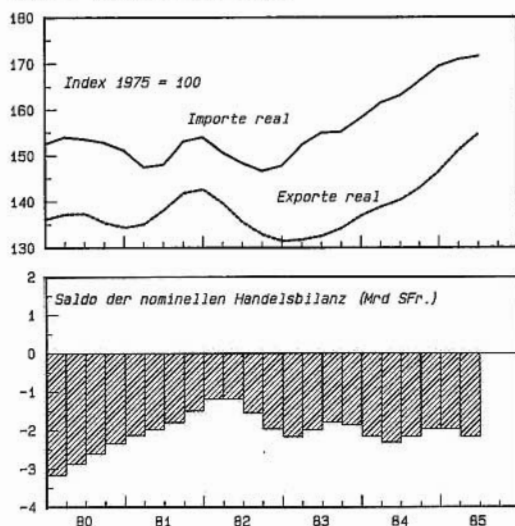
ge Entwicklung beim Wohnungsbau und beim Gewerbebau. Während die Bautätigkeit beim Gewerbebau um rund 17% stieg, lag diese beim Wohnungsbau um 12% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Bereits im ersten Quartal 1985 hatten die sinkende Zahl der neubewilligten Wohnungen (vgl. Tabelle 2) sowie der schrumpfende Auftragseingang auf eine nachlassende Dynamik in diesem Sektor hingedeutet. Der Auftragseingang im gewerblich-industriellen Bau übertraf im ersten Quartal den Vorjahresstand wertmässig um etwa einen Fünftel. Da die Baukosten, gemessen am Zürcher Index, annähernd stagnierten, nahm das entsprechende Auftragsvolumen in ähnlicher Grössenordnung zu.

Die Ergebnisse der jährlich im Frühling vom Bundesamt für Konjunkturfragen (BfK) durchgeführten Bauerhebung zeigten insgesamt ein günstiges Bild. Nachdem im Jahre 1984 Bauten im Wert von 32 Mrd. Franken erstellt worden waren – gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einem nominellen und realen Anstieg von rund 5% –, liegen die für 1985 gemeldeten Bauvorhaben erneut um 5% über dem Vorjahresniveau. Im Unterschied zum Schweizerischen Baumeisterverband schliesst das BfK in seiner Erhebung das Baunebengewerbe ein, das im anteilmässig bedeutenden Umbau- und Renovationsbereich stark vertreten ist.

## Aussenhandel

Der Export von Waren aus der Schweiz nahm im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal massiv, nämlich um nominal 16,4%, zu (vgl. Tabelle 3). Gleichzeitig stiegen die Preise der ausgeführten Güter lediglich um 0,8%. Den grössten realen Zuwachs verzeichnete die Aus-

Grafik 11: Aussenhandel<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet  
Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

Tabelle 3: Aussenhandel<sup>1</sup> (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1981	1982	1983	1984a)	1984a)				1985a)	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Reale Ausfuhr	3,2	-4,4	0,0	6,4	6,2	4,4	7,0	7,1	7,4	15,5
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	4,3	-3,3	6,5	9,8	13,3	8,0	9,7	8,1	7,3	12,2
Investitionsgüter	-0,4	-4,6	-4,0	3,1	3,8	1,1	0,3	4,4	3,7	18,0
Konsumgüter	6,7	-5,4	-2,7	6,4	0,9	4,4	12,0	8,8	12,6	16,6
Ausfuhrpreise	5,8	5,2	2,4	4,5	5,4	5,6	2,8	4,9	2,5	0,8
Reale Einfuhr	-2,0	-1,8	4,8	7,3	7,9	4,5	7,8	8,5	2,7	7,1
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-3,8	-3,4	4,9	10,1	13,3	8,2	9,1	10,1	7,4	10,7
Investitionsgüter	0,2	-5,9	7,3	3,6	8,1	-2,7	2,8	2,5	4,1	12,4
Konsumgüter	1,7	3,0	1,0	6,4	0,9	4,4	12,0	8,8	12,6	4,8
Einfuhrpreise	7,2	-1,1	-0,8	4,0	2,9	2,1	6,7	5,1	7,3	8,2

a) provisorisch

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

**Tabelle 4: Rechnung der laufenden Transaktionen<sup>1</sup> (Ertragsbilanz)**

	1981	1982	1983	1984a)	1984a)						1985a)			
					1. Q.		2. Q.		3. Q.		4. Q.		1. Q.	2. Q.
(1) Warenausfuhr	55,3	55,0	55,8	62,9	15,0	15,7	14,9	17,3	16,6	17,1				
(2) Wareneinfuhr	63,4	60,7	63,6	71,9	18,1	17,6	17,4	18,8	19,1	19,9				
(3) Handelsbilanzsaldo	- 8,1	- 5,7	- 7,9	- 9,0	- 3,1	- 1,9	- 2,5	- 1,5	- 2,6	- 2,2				
(4) Ausfuhr übriger Posten <sup>2</sup>	39,5	40,5	41,4	46,2	11,2	11,3	12,9	10,8	12,6	12,3				
(5) Einfuhr übriger Posten <sup>2</sup>	25,9	26,8	25,5	28,3	5,8	7,1	8,6	6,8	6,4	7,6				
(6) Saldo übriger Posten	13,5	13,7	15,9	17,9	5,4	4,2	4,3	4,0	6,2	4,7				
(7) Ertragsbilanzsaldo	5,4	8,0	8,1	8,9	2,3	2,4	1,8	2,5	3,6	2,5				

a) provisorisch

<sup>1</sup> in Mrd. Franken, Handelsbilanzsaldo: (3) = (1)-(2), Saldo übriger Posten: (6) = (4)-(5), Ertragsbilanzsaldo: (7) = (3) + (6)<sup>2</sup> Ausfuhr bzw. Einfuhr von Dienstleistungen und Faktorleistungen sowie unentgeltliche Übertragungen

Quelle: Schweizerische Nationalbank und Eidgenössische Oberzolldirektion

fuhr von Investitionsgütern. Etwas weniger stark erhöhten sich die Lieferungen von Konsumgütern sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Das hohe Wachstum der Investitionsgüterexporte kam vor allem der Maschinen- und Apparateindustrie zugute.

Die Exporte nach den Vereinigten Staaten nahmen im Vorjahresvergleich um rund einen Viertel zu. Die Vereinigten Staaten blieben hinter der Bundesrepublik das zweitwichtigste Abnehmerland der Schweizer Exportindustrie. Die Warenausfuhr in die EG-Länder wuchs um 7,3%, jene in den EFTA-Raum um 12,7%.

Die zu laufenden Preisen gemessenen Warenimporte stiegen im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr gleich stark wie die Exporte, d.h. um 15,9%. Aufgrund der starken Erhöhung der Importpreise resultierte ein realer Zuwachs von lediglich 7,1%. Nachdem in einer ersten Phase des laufenden Konjunkturzyklus vor allem die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten gestiegen waren, wiesen im zweiten Quartal die Investitionsgüterimporte die höchste Wachstumsrate auf. Bei den Energieträgern setzte sich der rückläufige Trend fort.

Aufgrund des beschleunigten Wachstums der Warenexporte verringerte sich das Defizit der Handelsbilanz im zweiten Quartal auf 2,2 Mrd. Franken. Gleichzeitig verminderte sich der Überschuss in der Dienstleistungsbilanz. Zusammen mit der verbesserten Bilanz der Faktoreinkommen ergab sich als Saldo der laufenden Trans-

aktionen (Ertragsbilanz) gemäss vorläufiger Angaben ein Überschuss von 2,5 Mrd. Franken.

### **Beschäftigung und Arbeitsmarkt**

Der Konjunkturaufschwung führte im zweiten Quartal erneut zu einer Ausweitung der Beschäftigung. Im Vorjahresvergleich stieg diese um 0,6%, was einer Zunahme von rund 14 000 Personen entspricht. Überdurchschnittlich stark wurden die Personalbestände in der Industrie erhöht (+0,9%), wobei die kunststoffverarbeitende und die chemische Industrie sowie die Metall- und Maschinenindustrie zu den Branchen gehörten, die am stärksten expandierten. In der Uhren- und der Papierindustrie, die an sich einen guten Geschäftsgang aufwiesen, setzte sich demgegenüber der rationalisierungsbedingte Beschäftigungsabbau – wenn auch verlangsamt – fort. Wie bereits im ersten Vierteljahr ist die höhere Zahl der Beschäftigten in der Industrie vor allem auf eine Zunahme beim Betriebspersonal zurückzuführen. In den vergangenen drei Jahren war der Beschäftigungsabbau in der Industrie hauptsächlich zulasten des Betriebspersonals und in weit geringerer Masse über einen Abbau des Büropersonals erfolgt.

Während die Zahl der Beschäftigten in der Bauindustrie stagnierte, übertraf sie im Dienstleistungssektor den Vorjahresstand um 0,4%. Den grössten Beschäftigungsanstieg verzeichneten hier erneut die Banken.



**Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt**  
(Nicht saisonbereinigt)

	1981	1982	1983	1984	1984		1985				
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
Index der Beschäftigten <sup>1</sup>	1,0	-1,1 <sup>2</sup>	-1,3	-0,4	-0,2	0,6	0,6	-	-	-	-
Arbeitslosenquote <sup>3,4</sup>	0,2	0,4	0,8	1,0	1,0	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
Ganzarbeitslose <sup>4</sup>	5 889	13 220	26 288	32 061	31 986	33 666	26 692	29 201	26 711	24 164	23 587
Kurzarbeiter <sup>4</sup>	5 704	36 611	48 930	11 232	5 076	4 532	1 683	2 340	1 372	1 338	574
Offene Vollzeitstellen <sup>4</sup>	11 876	6 352	5 591	6 269	6 314	6 898	7 728	7 308	7 643	8 234	8 242

<sup>1</sup> Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

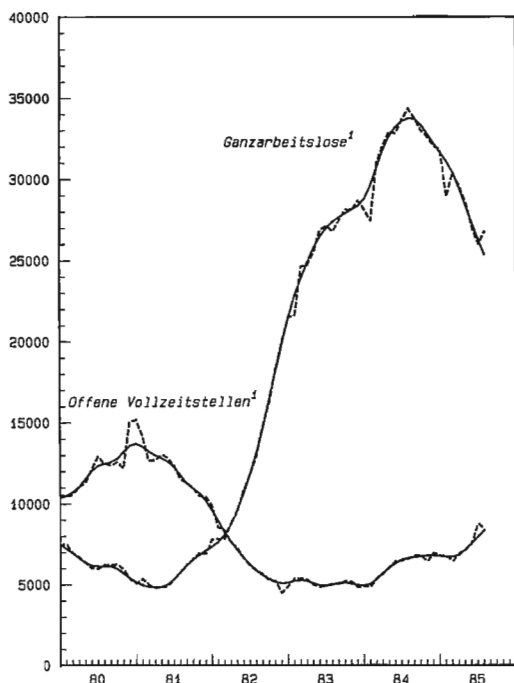
<sup>2</sup> Nach Korrektur der Verschiebung des Erhebungsmonats im Bauhauptgewerbe vom 2. auf den 3. Monat des Quartals

<sup>3</sup> Verhältnis von Ganzarbeitslosen zur erwerbstätigen Wohnbevölkerung von 1980 in Prozent

<sup>4</sup> Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitts aus Monatsendwerten

Quelle: Die Volkswirtschaft, BIGA

**Grafik 12: Arbeitsmarkt**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und glatte Komponente

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Die Beschäftigungsaussichten für die folgenden drei Monate wurden gemäss Angaben des Bundesamtes für Industrie, Gewerbe und Arbeit (Biga) im zweiten Quartal 1985 wiederum leicht

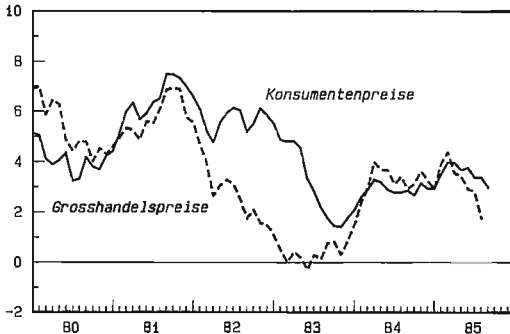
besser als in der Vorperiode beurteilt. Namentlich die Maschinen- und Apparateindustrie beurteilte die Aussichten überdurchschnittlich gut. In dieser Branche meldete gut ein Drittel der befragten Industriebetriebe, d.h. deutlich mehr als im gleichen Vorjahresquartal, einen Mangel an qualifizierten Arbeitskräften.

Infolge des Beschäftigungsanstiegs bildete sich die Zahl der Ganzarbeitslosen im zweiten Quartal weiter zurück. Sie belief sich noch auf durchschnittlich 26 692 Personen, gegenüber 32 424 in der gleichen Vorjahresperiode, womit sich die Arbeitslosenquote auf 0,8% verminderte. Auch die Kurzarbeit wurde stark abgebaut. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Vollzeitstellen nahm weiter zu.

### Preise und Löhne

Der Teuerungsdruck liess im zweiten Quartal deutlich nach. Zum einen führte die Korrektur des überhöhten Dollarkurses zu einer spürbaren Entlastung bei den Importpreisen. Zum andern bildeten sich die Jahresteuersraten in jenen Sektoren, in denen sie Anfang Jahr witterungsbedingt sehr hoch waren (Heizung und Beleuchtung sowie Nahrungsmittel), stark zurück.

Gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise ging das Preisniveau in den Monaten von April bis Juli kontinuierlich zurück. Parallel dazu fiel die Jahresteuersrate von 3,9% im März

**Grafik 13: Preisentwicklung<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

auf 3,0% im August. Im Durchschnitt des zweiten Quartals lagen die Konsumentenpreise um 3,6% über dem Vorjahresstand.

Auf der Grosshandelsstufe sanken die Preise noch etwas schneller und stärker. Im Juli war der Indexstand erstmals wieder tiefer als im Januar, und der Anstieg gegenüber dem Vorjahr, der im zweiten Quartal noch 3% betragen hatte, belief sich auf bescheidene 1,8%. Ausschlaggebend waren die Preise der Importgüter. Nachdem sie im Durchschnitt des zweiten Quartals gegenüber dem Vorjahr (4,5%) noch deutlich stärker gestiegen waren als die Inlandwarenpreise (2,4%), glichen sich die beiden Jahresraten bis im Juli fast vollständig an.

Die Arbeitnehmerverdienste lagen nach Berechnungen des Bundesamtes für Industrie, Gewerbe und Arbeit im zweiten Quartal um 2,7% höher als ein Jahr zuvor. Da Ende 1984 lediglich die Teuerung ausgeglichen wurde und die Nominallöhne seither weitgehend stabil blieben, liess die vorübergehende Beschleunigung der Teuerung die Reallöhne in der ersten Jahreshälfte 1985 leicht zurückgehen.

### 3. Der monetäre Bereich

#### **Geldmengenaggregate**

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im Zeitraum von April bis Juli um durchschnittlich 2,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Auf der einen Seite stieg der Notenumlauf seit April weniger stark als erwartet; seine Jahreszuwachsrate fiel im Juli sogar unter 1%. Die Girobestände der Wirtschaft bei der Nationalbank wurden auf der anderen Seite etwas stärker ausgedehnt (+6,7% im zweiten Quartal).

Im Zeitraum der ersten sieben Monate des laufenden Jahres resultierte eine Erhöhung der bereinigten Notenbankgeldmenge um durchschnittlich 2,5% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode. Dieser Zuwachs liegt etwas unter dem Ende 1984 festgelegten Ziel, das für 1985 eine Ausdehnung der bereinigten Notenbankgeldmenge um durchschnittlich 3% vorsah. Die Nationalbank beabsichtigt nicht, die Zielabweichung zu korrigieren.

Die Jahreswachstumsraten der Geldmengenaggregate  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  veränderten sich im Laufe des zweiten Quartals kaum. Die saisonbereinigten absoluten Werte der Aggregate und ihrer Komponenten entwickelten sich indessen nicht parallel zueinander: Während  $M_1$  und die Spareinlagen praktisch konstant blieben, stiegen  $M_2$  und  $M_3$  aufgrund einer Zunahme der Termineinlagen um 3,8 Mrd. an. Der ganze im zweiten Quartal registrierte Zufluss an Schweizer-Franken-Depositen konzentrierte sich auf Termineinlagen. Weitergehende Umschichtungen zwischen den einzelnen Komponenten fanden nicht statt.

#### **Finanzmärkte**

##### *Geldmarkt*

Am Eurofrankenmarkt verringerten sich die Zinssätze vor allem im April und Mai sowie Ende Juli. Dies schlug sich auch in den Vergütungen der Festgelder bei Grossbanken nieder, die per 17. April, 10. Mai und 31. Juli in drei Schritten um jeweils  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt von 5% auf  $4\frac{1}{4}$ % zurück-

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

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Ultimo- kredite <sup>1</sup>	BNBGM <sup>1,3</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>
1981	21 912	0,8	6742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	1,8	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,0	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	8,7	605	30 484	2,6
1984 2. Q.	23 104	1,8	7468	5,9	512	30 060	3,0
1984 3. Q.	23 130	2,8	7632	4,3	614	30 148	2,9
1984 4. Q.	23 086	1,1	8006	5,5	710	30 382	2,0
1985 1. Q.	23 837	3,6	7853	0,4	578	31 113	2,4
1985 2. Q.	23 520	1,8	7954	6,7	612	30 861	2,7
1985 Juni	23 477	1,1	7935	6,5	569	30 843	2,9
1985 Juli	23 461	0,9	7946	5,7	705	30 702	2,2
1985 August	23 144	0,4	7823	2,6	250	30 717	2,1

<sup>1</sup> Durchschnitt aus Tageswerten, in Mio. Franken

<sup>2</sup> Gegenüber Vorjahresperiode; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsrate

<sup>3</sup> Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben - Ultimokredite

**Tabelle 7: Geldmengenaggregate<sup>1</sup>**

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1981	- 3,1	11,2	3,7
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,5	5,3	6,0
1984 2. Q.	2,8	5,7	6,2
1984 3. Q.	3,1	5,2	5,8
1984 4. Q.	2,8	6,6	5,3
1985 1. Q.	- 1,3	6,3	4,2
1985 2. Q.	- 1,8	7,8	4,2
1985 April	- 2,3	7,5	4,1
1985 Mai	- 1,2	8,4	4,4
1985 Juni	- 1,8	7,4	4,1
1985 Juli	- 1,0	7,2	3,9

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

M<sub>1</sub> = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + Quasi-Geld (Inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)

M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + Spareinlagen

genommen wurden. Das Zinsniveau entsprach damit Anfang August wieder etwa jenem, das (bei steigender Tendenz) vor Jahresfrist registriert worden war.

Die Zinsdifferenz zum Dollarraum bildete sich im zweiten Quartal zurück, nachdem sie im Februar

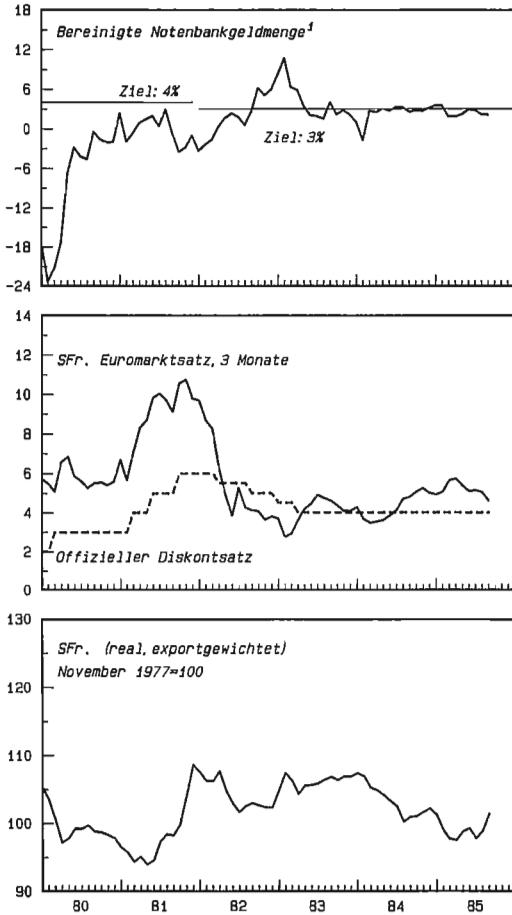
und März stark zugenommen hatte. Die Bewegungen konzentrierten sich auf den kurzfristigen Bereich. Im Juli, als die Dollarzinsen leicht anzogen, während die Frankenzinsen weiter sanken, nahm das Zinsgefälle wieder etwas zu.

Die Giroguthaben betragen im Durchschnitt der Monate April bis Juli 7,9 Mrd. Franken und lagen damit um 6,1% höher als vor Jahresfrist. An den liquiditätsmässig besonders wichtigen Monatsenden übertrafen sie ihren Vorjahresstand um 4,0%. Die Nationalbank stellte die zusätzliche Liquidität am Ultimo zur Hauptsache über den traditionellen Notenbankkredit (Inlandportefeuille, Lombard, Inlandkorrespondenten) zur Verfügung. Dagegen erneuerte sie Swapkredite an allen Monatsenden seit April nur teilweise. Selbst am Halbjahresultimo erübrigte die hohe Beanspruchung des Lombardkredits, die über den Vergleichswerten vorangegangener Spitzentermine lag, den Abschluss von Swapkrediten.

### Devisenmarkt

Der Frankenkurs des amerikanischen Dollars, der zu Beginn des Jahres 1985 stark geschwankt hatte, ging im Laufe der Monate Mai bis August deutlich zurück. Er fiel von über Fr. 2.70 Anfang Mai auf Fr. 2.27 Ende August und notierte im Durchschnitt dieser Periode mit Fr. 2.47 (Vorjahresperiode Fr. 2.34).

**Grafik 14: Schweiz**



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

Der Frankenkurs des Yen folgte in grossen Zügen – allerdings mit deutlich geringeren Ausschlägen – dem Verlauf des Dollars. Während die D-Mark und der französische Franken gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode praktisch unverändert blieben, wurde das Pfund Sterling etwas höher bewertet. Die italienische Lira, die am 20. Juli im Rahmen des Europäischen Währungssystems gegenüber dem Ecu abgewertet wurde, schwächte sich auch gegenüber dem Schweizer Franken deutlich ab.

Der reale Aussenwert des Schweizer Franken

lag im zweiten Quartal gegenüber allen wichtigen Währungen, ausser der Mark, unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Besonders stark war die Abwertung gegenüber dem amerikanischen Dollar (13%) und dem englischen Pfund (6%). Als Folge der Erholung des Schweizer Francs im Juli erreichte der exportgewichtete reale Aussenwert indessen Anfang August wieder ungefähr den Stand vor Jahresfrist.

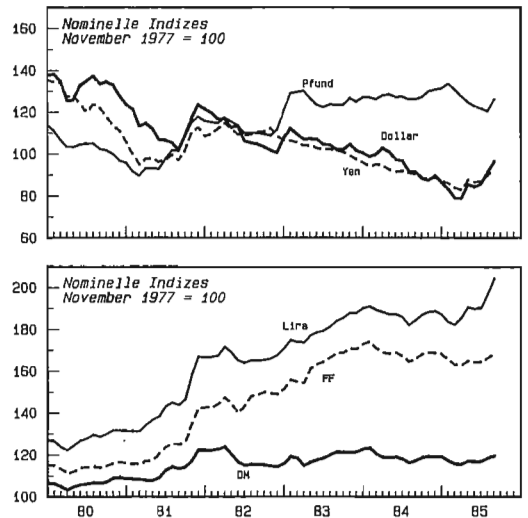
**Kapitalmarkt**

Die Situation am Obligationenmarkt war im Zeitraum von April bis Juli durch hohe Stabilität gekennzeichnet. Die Renditen, die sich im Februar und März ähnlich wie die Geldmarktzinsen erhöht hatten, gingen wieder leicht zurück, lagen aber weiterhin über dem Vorjahresstand.

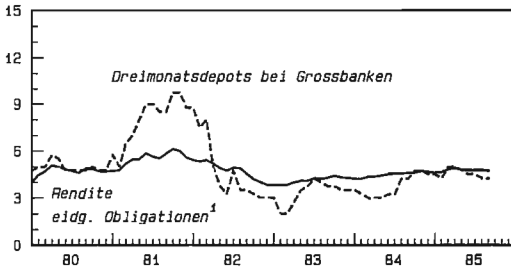
Im Bereich der Kassenobligationen gab es im zweiten Quartal kaum Veränderungen. Mit wenigen Ausnahmen liessen die Banken die Konditionen seit der im Februar und März vorgenommenen Anpassung (+ 1/4 Prozentpunkt) unverändert.

Die Beanspruchung des schweizerischen Kapi-

**Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**



### Grafik 16: Zinsentwicklung in der Schweiz



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

talmarktes durch öffentlich aufgelegte Obligationen belief sich im zweiten Quartal (ohne Konversionen) auf 4,7 Mrd. Franken (2. Quartal 1984: 3,9 Mrd.). Gleichzeitig wurden 1,9 Mrd. (1,2 Mrd.) an den Kapitalmarkt zurückbezahlt, so dass die Nettobeanspruchung 2,8 Mrd. (2,7 Mrd.) betrug. Gemessen an der Nettobeanspruchung betrug der Anteil der inländischen Schuldner 38%.

#### Kapitalexport

Die von der Nationalbank erteilten Kapitalexportbewilligungen beliefen sich im zweiten Quartal 1985 auf 10,3 Mrd. Franken, was einen Rückgang um 9% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal bedeutet.

Die Ausgabe öffentlicher Anleihen ausländischer Schuldner (Emissionen abzüglich Konversionen) verringerte sich im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 7% auf 2,7 Mrd. Franken, diejenige von Notes sogar um 23% auf 4,5 Mrd.; bei den Krediten ergab sich ein Anstieg um 22% auf 3;0 Mrd. Franken.

Die Notes-Emissionen fielen im zweiten Quartal mit 44% anteilmässig wiederum am stärksten ins Gewicht. Rund ein Drittel der öffentlichen Anleihen und 58% der Notes entfielen auf japanische Schuldner. Der Anteil der Wandel-Notes an den Notes-Emissionen japanischer Schuldner, der im ersten Quartal 1985 noch 62% betragen hatte, bildete sich auf 36% zurück. Weitere 19% der von japanischen Schuldnern emittierten Notes waren mit Optionsscheinen versehen.

Die Gliederung der Kapitalexperte nach Länder- bzw. Schuldnergruppen zeigt für das zweite Quartal 1985 einen Anteil der Industrieländer von 78% (35% allein für Japan), gegenüber 84% in der entsprechenden Vorjahresperiode. Der Anteil der Entwicklungsländer fiel auf etwas über 3% zurück; im ersten Quartal 1985 hatte der Anteil dieser Länder noch über 5% und im Jahr 1984 rund 9% betragen. Der Anteil der Staatshandelsländer, der von 1% im ersten Quartal 1984 kontinuierlich auf 5% im ersten Quartal 1985 gestiegen war, sank im zweiten Quartal wieder auf 4%. Internationale Entwicklungsorganisationen beanspruchten 14% des Marktvolumens, gegenüber 9% in der Vorjahresperiode.

**Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)**

	Anleihen <sup>1</sup>	Notes	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1980	5 485,7	8 398,0	7 315,1	2 123,2	23 322,0
1981	7 575,0	11 846,0	9 838,7	2 945,3	32 205,0
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8	20 684,6	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	11 150,4	19 337,3	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1984 1. Q.	3 221,5	5 602,3	2 447,2	1 028,4	12 299,4
1984 2. Q.	2 947,9	5 924,2	2 205,9	240,6	11 318,6
1984 3. Q.	2 022,7	3 641,8	1 921,5	229,3	7 815,3
1984 4. Q.	2 958,3	4 169,0	1 824,5	239,8	9 191,6
1985 1. Q.	3 902,2	5 612,0	1 961,1	366,0	11 841,2
1985 2. Q. <sup>2</sup>	2 744,2	4 536,2	2 448,9	533,4	10 262,7

<sup>1</sup> inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen

<sup>2</sup> provisorisch

### **Bankbilanzen und Kredite**

Das *Bilanzwachstum* (71 Banken) hat sich in zwei Jahren praktisch verdoppelt und liegt mit 10,1% (Juni) leicht über dem längerfristigen Durchschnitt (Juni 1975–Juni 1985: 8,8%). Der Rückgang des Wachstums gegenüber März (12,6%) ist einzig der Tieferbewertung der Dollarpositionen zuzuschreiben; der Frankenbereich ist seit einigen Monaten durch stabile Wachstumsraten in den meisten Sparten gekennzeichnet.

Konjunkturgemäss floriert seit zwei Jahren das *Kreditgeschäft*. Die Wachstumsrate des Kreditvolumens ist in dieser Zeit von 1,9% auf 10,8% gestiegen, und erstmals seit längerer Zeit übertraf die Kreditgewährung im zweiten Quartal 1985 betragsmässig den Mittelzufluss auf der Passivseite, so dass kurzfristige Finanzanlagen abgebaut werden mussten. Die Wachstumsraten des Kreditvolumens blieben in den letzten vier Monaten praktisch stabil, nachdem sich der pro Quartal (netto) neu gewährte Kreditbetrag seit rund einem Jahr bei 7–8 Mrd. Franken eingependelt hatte. Da die Kreditzusagen, die der Kreditgewährung zwei bis drei Quartale vorauslaufen, neuerdings leicht rückläufig sind, ist eine Beruhigung im Kreditgeschäft abzusehen. Dies gilt insbesondere im Sektor Baukredite, wo in den letzten Quartalen auffallend viele Kreditzusagen ungenutzt verfielen, so dass trotz zahlreicher Neubewilligungen der Stand der bewilligten Baukredite nur noch geringfügig stieg.

Der Bestand an (Netto-) *Finanzanlagen* (Guthabenüberschuss im Interbankgeschäft sowie liquide Mittel, Geldmarktanlagen und Wertpapiere) verringerte sich im zweiten Quartal. Entsprechend ihrer konjunkturellen Pufferfunktion wurden Mittel aus dem Interbank- und dem Geldmarkt ins Kreditgeschäft umdisponiert. Daneben enthalten die Finanzanlagen auch einen hohen Anteil der im Juni niedriger bilanzierten Dollarpositionen. Trotz ihrem jüngsten Rückgang lagen die Finanzanlagen noch 11,0% über dem Vorjahresstand (März: 13,9%). Innerhalb des Aggregats fanden im zweiten Quartal keine nennenswerten Verschiebungen statt. Am stärksten wuchsen im Vorjahresvergleich erneut die liquiden Mittel (18,2%). Die höhere Kassenhaltung ist

eine Reaktion der Banken auf den über dem Vorjahresstand liegenden Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten an den Bilanzen. Das höhere Gewicht kurzfristiger Einlagen äussert sich auch darin, dass die gesetzliche Mindestliquidität rund 20% höher liegt als vor einem Jahr. Wiederum griffen die Banken in relativ hohem Mass auf Fremdwährungsliquidität (31% der gesamten liquiden Mittel) zurück.

Wenig spektakulär entwickelte sich im zweiten Quartal die Passivseite der Bankbilanzen. Das Jahreswachstum der gesamten *Publikumsgelder* (Sicht-, Termin-, Spareinlagen sowie Kassenobligationen und Obligationen) ging dollarkursbedingt leicht zurück (März: 11,0%, Juni: 8,8%); im Frankenbereich liegt es dagegen seit einem Jahr fast stabil zwischen 6 und 7% (Juni: 6%). Die Struktur der Passivgelder änderte sich kaum, da die Anleger mangels grösserer Zinsbewegungen keinen Anlass zu stärkeren Umschichtungen ihrer Portfeuillees hatten. Das Jahreswachstum der Sichteinlagen nahm gesamthaft leicht zu (März: 6,9%, Juni: 8,8%); im Frankenbereich verhinderte jedoch die strikte Geldpolitik eine wesentliche Ausdehnung (März: -1,5%, Juni: 1,5%). Das hohe Wachstum der Termineinlagen verlangsamte sich (März: 24,9%, Juni: 16,7%), da mehr als zwei Drittel dieser Position auf den tiefer eingesetzten Dollar entfallen. Die Frankenkomponente liegt hingegen nach wie vor rund 25% über dem Vorjahresstand. Am meisten Mittel flossen den Banken im zweiten Quartal aus der Emission von Kassen- und Anleiheobligationen zu. Dagegen war im Sparsbereich ein Mittelabfluss festzustellen. Das seit längerem rückläufige Jahreswachstum der Spargelder (Juni 1983: 21,9%, Juni 1985: 1,4%) ist weniger die Folge eines veränderten Anlageverhaltens als vielmehr des Zinsvorsprungs der Festgelder gegenüber den Spareinlagen. In Zeiten tiefer Festgeldsätze pflegten die Spargelder in der Vergangenheit verlorene Anteile relativ rasch aufzuholen.

## Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 6 septembre 1985\*

### A. Situation économique et monétaire à l'étranger

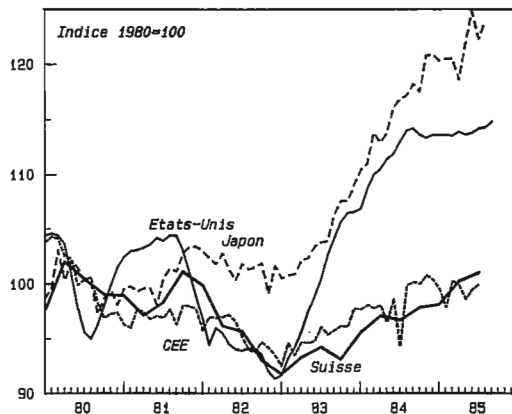
#### 1. Aperçu

##### *Evolution de la conjoncture*

Au deuxième trimestre, l'amélioration de la conjoncture s'est renforcée dans la plupart des pays industrialisés. En Europe, le recul que l'activité avait marqué au début de l'année, à la suite notamment du froid rigoureux, a été ainsi compensé. Bien que la croissance de l'économie américaine se soit nettement affaiblie dans l'intervalle – au deuxième trimestre, elle était bien inférieure à celle de la République fédérale d'Allemagne et du Royaume-Uni –, les Etats-Unis sont restés un important soutien de la conjoncture internationale en raison de leurs importations toujours élevées. Aussi les exportations ont-elles continué à jouer un rôle moteur pour la croissance en Europe. Peu à peu cependant, la reprise semble gagner la demande intérieure européenne. Les investissements en biens d'équipement enregistrent, depuis quelque temps déjà, une expansion sensible, et la consommation privée se raffermir, en particulier en Allemagne. Néanmoins, la progression de la consommation privée reste faible, comparée à celle des Etats-Unis. Au Japon, comme la demande intérieure a faibli légèrement, la conjoncture reste très fortement dépendante de la demande extérieure.

Le chômage demeure un des problèmes les plus lancinants de la zone de l'OCDE. Au deuxième trimestre, la croissance de l'emploi dans les grands pays européens a été trop faible pour empêcher une nouvelle augmentation du nombre des chômeurs. Aux Etats-Unis, le rythme de

### Graphique 1: Production industrielle



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

la création d'emplois s'est essoufflé, notamment dans le secteur des services.

Les poussées inflationnistes, qui avaient augmenté sensiblement dans presque tous les pays industrialisés au cours des trois premiers mois de l'année, ont relâché leur pression au deuxième trimestre. Pour l'ensemble de l'OCDE, le taux annuel moyen de renchérissement s'inscrivait à 4,7% au mois de juillet; il était ainsi très légèrement inférieur à son niveau de fin 1984.

#### *Politique économique*

Au deuxième trimestre, les principaux pays industrialisés ont assoupli notablement leur politique monétaire. Le ralentissement de la croissance a incité les autorités monétaires américaines à plus de souplesse dans la dotation du marché en liquidités, et la crainte d'une reprise de l'inflation a passé un peu à l'arrière-plan. La faiblesse du dollar consécutive à la politique monétaire américaine plus expansionniste a été

\* Le rapport, achevé à la mi-août, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de mai et de juillet 1985

mise à profit, en Europe, pour lâcher un peu les rênes monétaires et abaisser les taux d'intérêt. Les objectifs monétaires ont été dépassés nettement aux Etats-Unis – l'objectif y a même été révisé à la hausse pour le second semestre –, au Royaume-Uni et en France. En République fédérale d'Allemagne, la masse monétaire a évolué en revanche dans le cadre prévu.

Au mois de juillet, le Congrès américain a approuvé le budget pour l'exercice 1985/86, qui commencera le 1er octobre prochain. Grâce à des réductions de dépenses, obtenues après d'âpres discussions, le déficit budgétaire devrait diminuer de 40 milliards pour s'établir à environ 172 milliards de dollars. Néanmoins, comme les prévisions de recettes s'appuient sur des perspectives de croissance économique nettement optimistes, on s'attend, aujourd'hui déjà, à un plus grand déficit.

### Marchés des changes

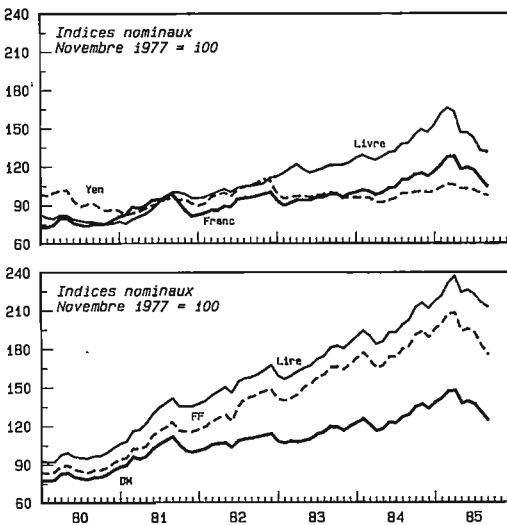
L'évolution des marchés des changes au deuxième trimestre a été marquée par l'affaiblissement du dollar. Après un ralentissement passager vers la fin du mois de juin, le recul de la

devise américaine s'est accéléré en juillet. La diminution de l'écart entre les taux d'intérêt américains et européens explique probablement dans une large mesure ce mouvement. La livre sterling et le franc suisse sont les monnaies qui ont enregistré la hausse la plus forte face au dollar; durant les mois de juin et de juillet, ces deux monnaies se sont revalorisées de 12% environ.

A la suite de ces mouvements, le cours réel du dollar, pondéré par les exportations, a fléchi. Au mois de juillet, il ne dépassait plus que d'environ 1% le niveau observé un an auparavant, alors que la hausse atteignait encore 9% en moyenne des mois de mai et juin. En revanche, les cours réels et pondérés du yen, du mark allemand et du franc suisse ont augmenté légèrement. Entre juillet 1984 et le même mois de l'année suivante, le cours réel pondéré du yen s'est élevé de 0,6%, celui du mark, de 3,2%, et celui du franc, de 1,3%.

La lire italienne ayant subi des pressions de plus en plus apparentes à partir du début de juillet, il a fallu, le 20 juillet, réajuster les parités au sein du Système monétaire européen (SME). Lors de ce huitième réalignement des cours-pivots, la lire a été dévaluée de 6% et les autres monnaies, réévaluées de 2%.

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



### Endettement international

Durant l'été, l'Argentine, le Brésil et le Pérou ont été au cœur des discussions sur l'endettement international.

Au mois de juin, le gouvernement américain a octroyé, avec onze autres pays, un crédit relais de 483 millions de dollars à l'Argentine. Etant donné le blocage, en mars, du crédit stand-by ouvert par le Fonds monétaire international (FMI), cette aide a permis d'éviter que l'Argentine ne prenne davantage de retard dans le paiement de ses intérêts, retard qui aurait pu entraîner des difficultés aux banques américaines concernées; en effet, les prescriptions américaines en matière d'établissement des bilans prévoient que les autorités de surveillance peuvent déclarer créances douteuses les crédits



dont le paiement des intérêts a plus de 90 jours de retard. En août, l'Argentine et le FMI sont convenus d'un nouveau programme économique, et le crédit stand-by du FMI a été débloqué.

Le gouvernement argentin a mis au point un programme d'assainissement économique qui va nettement au delà de ce qu'exigeait le FMI. Il a décrété un blocage général des prix et des salaires ainsi qu'un gel des tarifs des services publics. En outre, d'ici au premier trimestre de 1986, la croissance mensuelle de la masse monétaire  $M_1$  devra être ramenée de quelque 20% – taux atteint en mai 1985 – à moins de 10%. Un autre volet du programme porte sur une réforme monétaire. Le peso argentin a été remplacé par l'austral. Cette nouvelle unité monétaire vaut 1000 pesos ou 0,8 dollar. Ces mesures devraient freiner le rythme mensuel de l'inflation de 24% en moyenne au premier trimestre de 1985 à 8% au trimestre correspondant de 1986; de plus, la part du déficit public au produit intérieur brut devrait passer de 13% en 1984 à 6% en 1985.

Les négociations menées entre le Brésil et le FMI en vue de mettre sur pied un programme d'assainissement économique n'ont pas abouti. Les banques créancières ont donc été contraintes de prolonger de 90 jours le moratoire, prévu jusqu'au 31 mai, pour le service de la dette du secteur public.

Au début du mois d'août, peu après son entrée en fonction, le nouveau gouvernement péruvien a lancé un appel pour ouvrir un dialogue politique sur le problème de l'endettement et décrété un moratoire unilatéral pour toutes les dettes échéant entre le 1er août 1985 et le 31 janvier 1986. Si le nouveau gouvernement a précisé vouloir honorer tous les engagements envers l'étranger, il a déclaré également qu'il estime insupportable un service de la dette supérieur à 10% de la valeur des exportations.

En juillet, la Pologne et 17 pays créanciers, dont la Suisse, ont signé un accord de rééchelonnement portant sur quelque 12 milliards de dollars d'engagements arrivés à échéance entre 1982 et 1984. Selon cet accord, le service de la dette commencera dans cinq ans et s'échelonnera sur les six années suivantes. Avec des engage-

ments envers l'étranger d'environ 28 milliards de dollars, la Pologne reste le pays le plus endetté du COMECON.

L'endettement international demeure un problème sérieux pour l'économie mondiale, bien que maints accords de rééchelonnement aient été conclus et que le FMI ait accordé de nouveaux crédits. L'an dernier, la situation s'est détendue quelque peu, car l'amélioration de la conjoncture mondiale a accru les possibilités d'exportation des pays endettés. Le Mexique, le Brésil et l'Argentine, soit les trois plus gros débiteurs d'Amérique latine, ont pu ainsi enregistrer des balances commerciales fortement excédentaires. Toutefois, les adaptations de structures, devenues urgentes, n'ont pour l'essentiel pas encore eu lieu; il est trop tôt pour affirmer aujourd'hui que l'Argentine constitue à cet égard une exception. En cas d'affaiblissement de la conjoncture mondiale, le problème de l'endettement international pourrait donc s'aggraver de nouveau très rapidement.

## 2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

### *Etats-Unis*

Après avoir ralenti notablement au cours des douze derniers mois, la conjoncture américaine a retrouvé un second souffle au deuxième trimestre. La consommation, tant publique que privée, et les investissements en biens d'équipement ont augmenté de 6,2% en taux annualisé, contre 4% pendant les trois trimestres précédents. Néanmoins, le *produit national brut réel* ne s'est accru que de 2% en taux annualisé, en raison du recul des exportations et de la nette diminution des stocks. Il a progressé de 2% également par rapport à son niveau du deuxième trimestre de 1984. La réduction des stocks, la baisse des exportations et la forte concurrence des importations expliquent en partie la croissance médiocre de la production industrielle.

Au deuxième trimestre, les principales impulsions sont venues des investissements qui, après avoir stagné au premier trimestre, se sont

accrus de 14% en taux annualisé. Le recul des taux d'intérêt a eu des effets stimulants, notamment sur la construction de logements. La consommation privée a augmenté de nouveau vigoureusement (+5%), et la croissance des dépenses publiques s'est accélérée.

Le déficit des comptes de l'Etat pour l'année budgétaire en cours atteindra probablement quelque 210 milliards de dollars et dépassera ainsi nettement le montant budgété l'été dernier ainsi que le déficit de l'exercice précédent. Pour l'année 1985/86, le budget approuvé par le Congrès au début du mois d'août prévoit un accroissement des dépenses publiques de 1% seulement en termes nominaux. La croissance des recettes est estimée à 8% en termes nominaux, de sorte que le budget se solde par un déficit de 172 milliards de dollars. Ce déficit sera probablement dépassé; en effet, les discussions à propos des économies à réaliser dans les différents postes de dépenses ne sont pas closes et, de plus, les prévisions de recettes se fondent sur des pronostics économiques clairement optimistes.

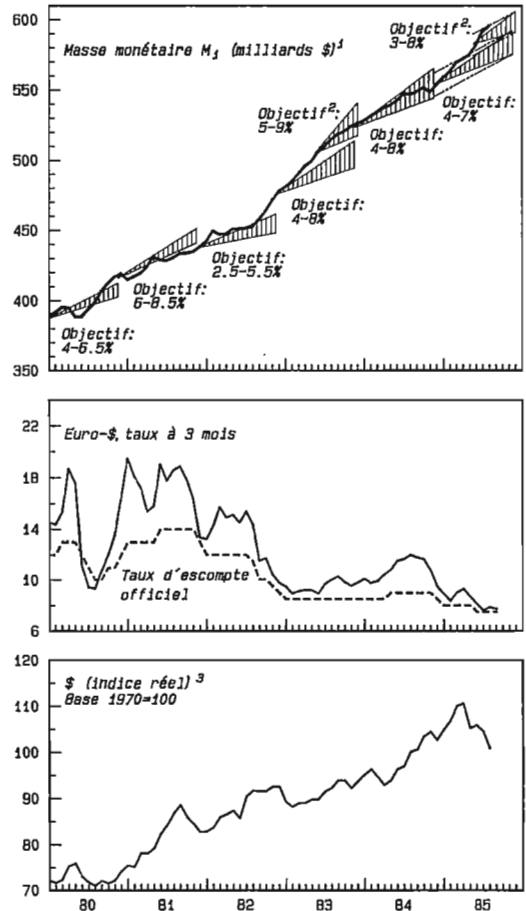
La forte hausse du dollar au début de l'année a influé avec un certain décalage sur les exportations américaines. Du premier au deuxième trimestre, le volume des livraisons à l'étranger a diminué de 13% en taux annualisé. Quant aux importations, elles sont restées élevées en volume. La balance commerciale s'est soldée par un déficit de 71 milliards de dollars au premier semestre, contre 60 milliards un an auparavant.

L'emploi a augmenté plus lentement que les trimestres précédents. Il a continué à fléchir dans l'industrie, et sa progression a faibli dans le secteur des services, jusque-là dynamique. Le taux de chômage est resté stable à 7,2%.

Plusieurs indicateurs économiques annoncent la poursuite d'une expansion modérée ces prochains mois. La demande de biens industriels durables s'est raffermie, et l'indice des indicateurs avancés a progressé nettement au mois de juin.

La masse monétaire  $M_1$  ayant continué de croître vigoureusement au deuxième trimestre, l'ob-

Graphique 3: Etats-Unis



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

<sup>2</sup> Du 2e trimestre au 4e trimestre 1983; du 2e trimestre au 4e trimestre 1985

<sup>3</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

jectif de 4 à 7%, confirmé en février par le *Système de Réserve fédérale*, a été largement dépassé. L'expansion de la base monétaire a été elle aussi beaucoup plus rapide que pendant les trimestres précédents. Cette évolution, qui semble traduire un revirement de la politique monétaire, montre la préoccupation croissante de la Réserve fédérale face au ralentissement de la conjoncture. Mais elle indique également que la banque centrale américaine considère actuelle-

ment une reprise de l'inflation comme peu probable. Le taux annuel moyen de renchérissement s'inscrivait à 3,7% au deuxième trimestre.

Comme l'objectif de croissance monétaire a été largement dépassé au premier semestre, la Réserve fédérale a révisé à la hausse la fourchette fixée pour  $M_1$ . Le nouvel objectif, valable jusqu'au quatrième trimestre de 1985, est de 3 à 8%, mais la base choisie est le niveau moyen du deuxième trimestre. Cela signifie que la Réserve fédérale n'a pas l'intention de compenser la forte expansion du premier semestre, même si elle compte sur un ralentissement de la croissance pendant le reste de l'année. Les objectifs fixés pour les autres agrégats – y compris les crédits – ont été maintenus inchangés. Alors que les agrégats  $M_2$  et  $M_3$  continuaient à évoluer conformément à leur objectif au deuxième trimestre, les crédits se sont accrus plus vivement que prévu. A l'occasion de l'annonce de cette révision, la Réserve fédérale a donné ses objectifs provisoires pour 1986. La croissance de  $M_1$  devrait être maintenue entre 4 et 7%, et celle de  $M_2$  entre 6 et 9%; ces fourchettes correspondent à celles qui avaient été adoptées pour 1985. En revanche, les objectifs en termes de  $M_3$  et de crédits seront réduits. La marge d'expansion passera entre 6 et 9% en 1986 (6 à 9,5% en 1985) pour  $M_3$  et entre 8 et 11% (9 à 12%) pour les crédits octroyés aux résidents du secteur non bancaire.

Dans le cadre de la révision de son objectif en termes de  $M_1$ , la banque centrale américaine a signalé la possibilité d'une modification structurelle dans la demande de  $M_1$ . La rémunération des dépôts à vue pourrait inciter le public à détenir une plus grande proportion de ses avoirs bancaires sous forme de  $M_1$ . Selon la Réserve fédérale, la situation actuelle est comparable à celle des années 1982/83, où  $M_1$  avait perdu beaucoup de sa signification en tant qu'indicateur, à la suite de la suppression de dispositions réglementant les taux d'intérêt et de l'introduction de nouvelles formes de dépôts.

Le recul des taux d'intérêt, observé depuis le début de l'année, s'est poursuivi au deuxième trimestre sous l'effet de la forte expansion monétaire. Pour la première fois depuis plus de six

ans, les taux à court terme sont passés nettement au-dessous de 7%. Après la baisse sensible du dollar en juillet, ces rémunérations se sont raffermies quelque peu, ce qui donne à penser que la Réserve fédérale n'a pas assoupli davantage sa politique monétaire.

### **République fédérale d'Allemagne**

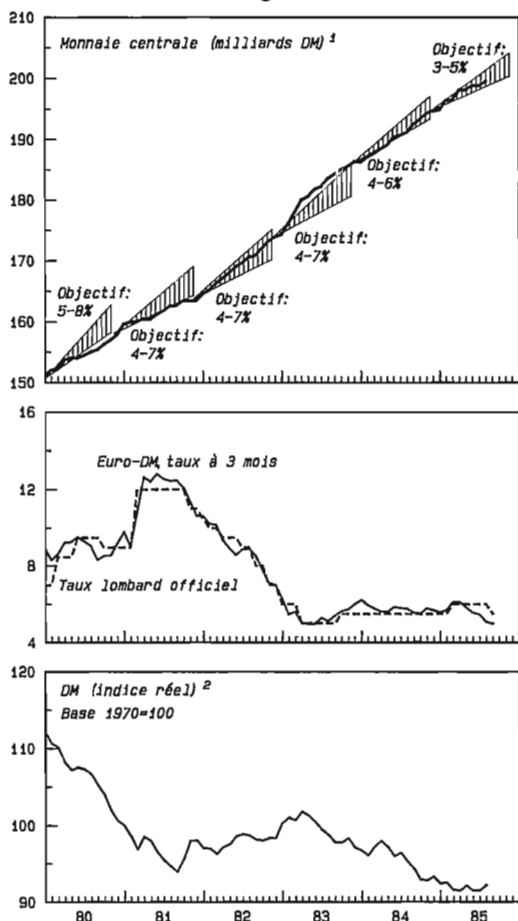
La croissance de l'économie allemande, qui avait fortement ralenti au premier trimestre en raison de l'hiver rigoureux, s'est accélérée au cours du printemps. Selon des données provisoires, le *produit national brut réel* dépassait de 2,6%, au deuxième trimestre, son niveau moyen de 1984. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, il a augmenté de 3,2% en termes réels; ce chiffre est toutefois peu significatif, étant donné qu'une grève avait influé sur le résultat du deuxième trimestre de 1984.

Si les exportations sont restées le principal moteur de la conjoncture, des impulsions positives sont venues aussi de la demande intérieure. Les investissements en biens d'équipement ont progressé, et la hausse du chiffre d'affaires du commerce de détail traduit une reprise de la consommation privée. Toutefois, aucune amélioration n'a été observée dans l'industrie de la construction; aussi, dans son projet de budget pour 1986, le gouvernement fédéral a-t-il introduit des mesures de relance en faveur de ce secteur.

Les exportations ont continué à croître plus vite que les importations, de sorte que la balance commerciale a dégagé un excédent record de 32 milliards de marks au premier semestre, contre 20 milliards pour les six premiers mois de 1984. Quant à la balance des revenus, elle s'est soldée par un excédent de près de 15 milliards de marks, et sa part au produit national brut a passé de 0,5% au premier semestre de 1984 à 1,7% l'année suivante.

Une légère amélioration s'est dessinée sur le marché du travail. Le nombre des places vacantes a augmenté, et l'emploi semble avoir progressé quelque peu; néanmoins, le taux de chômage s'élevait encore à 9,4%. Fait réjouissant, une enquête de l'institut de recherches

**Graphique 4: République fédérale d'Allemagne**



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

économiques IFO indique que les entreprises envisagent d'accroître leurs investissements en vue d'étendre leurs capacités techniques. La demande de main-d'œuvre devrait ainsi se raffermir. Après une légère hausse au cours de l'hiver, le taux annuel d'inflation a fléchi de nouveau; au mois de juillet, il s'inscrivait à 2,3%.

Les indicateurs avancés laissent présager une poursuite de l'expansion économique en Allemagne. Etant donné l'importance des entrées de

commandes qu'elle a enregistrées, l'industrie des biens d'équipement devrait continuer à bénéficier de la croissance dans une plus forte proportion que les autres industries.

Au deuxième trimestre, la monnaie centrale a augmenté lentement, évoluant au centre de la fourchette choisie comme objectif. Avec des taux d'expansion d'environ 5%, les agrégats  $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$  ont progressé eux aussi modérément. Lors de l'examen semestriel de sa stratégie, la Banque fédérale d'Allemagne a confirmé l'objectif fixé pour cette année. Le recul des taux d'intérêt observé depuis quelques mois ainsi que la réduction des taux officiels – le 15 août, le taux des avances sur nantissement a été ramené de 6% à 5½% et celui de l'escompte, de 4½% à 4% – incitent à conclure à un léger assouplissement de la politique monétaire. Cette détente peut être liée en grande partie à la baisse du dollar américain sur les marchés des changes mais, puisque l'évolution de la monnaie centrale a été conforme à l'objectif, une marge de manœuvre est disponible. Depuis la mi-juillet, les taux des dépôts à trois mois sont nettement inférieurs à 5% sur le marché des euro-marks.

### Royaume-Uni

Au premier trimestre de 1985, la croissance de l'économie britannique est restée relativement élevée. Le produit intérieur brut réel dépassait de 3% son niveau de la même période de 1984. Les investissements ont augmenté de 3,7%, un rythme supérieur à la moyenne. Alors que l'activité dans le secteur de la construction faiblissait, les investissements en biens d'équipement se sont accrus fortement grâce, en partie, aux allègements fiscaux accordés jusqu'à la fin du mois de mars. La progression de la consommation privée a ralenti pour s'inscrire à 1,3%, taux qui est cependant nettement plus élevé que les résultats observés dans la plupart des autres pays européens.

En raison de la vigueur des exportations et de la faible augmentation des importations, la balance commerciale a été presque équilibrée au deuxième trimestre. Comme l'excédent de la balance des services est resté important, la ba-

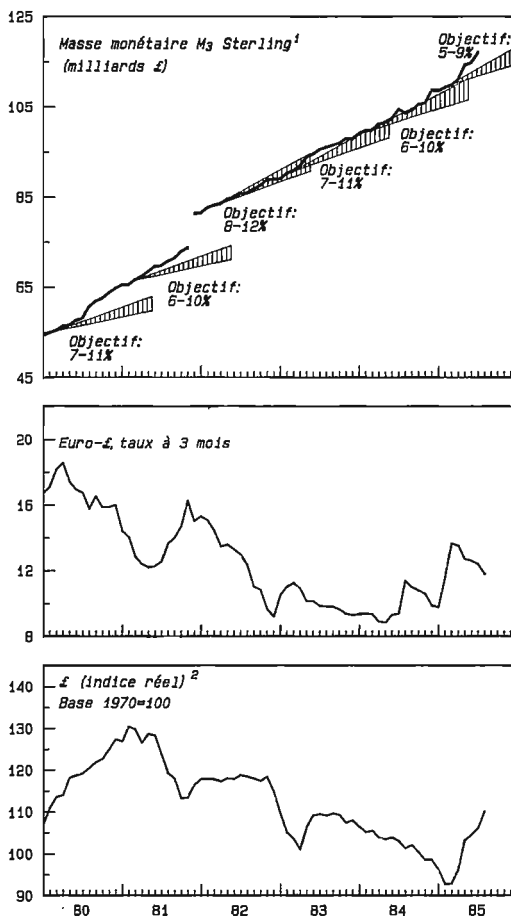
lance des revenus a enregistré un solde actif de 1,3 milliard de livres, contre 0,1 milliard au premier trimestre.

L'emploi a progressé légèrement au deuxième trimestre, mais le nombre des chômeurs s'est accru encore – à un rythme plus lent toutefois – du fait de l'augmentation de la population active. Bien que le taux de chômage soit resté à un niveau élevé, les salaires nominaux sont montés davantage que les prix de détail. L'accélération du renchérissement, observée depuis le début de l'année, a continué au deuxième trimestre. Le taux annuel moyen d'inflation atteignait 7%, contre 4,8% au second semestre de 1984.

La croissance de la production industrielle (industrie minière et extraction de pétrole comprises), qui s'était nettement accélérée à partir du troisième trimestre de 1984, atteignait 8%, en taux annualisé, au deuxième trimestre. L'expansion économique devrait se poursuivre, selon les indicateurs avancés. La Confédération of British Industries (CBI) escompte une production de charbon de l'ordre de 90% du volume enregistré au printemps de 1984, avant le commencement de la grève des mineurs; dans les autres industries touchées par les répercussions de la grève, la production devrait également retrouver peu à peu une cadence normale. Aux deuxième et troisième trimestres, la croissance du produit intérieur brut réel devrait ainsi dépasser d'un point environ celle des périodes précédentes.

L'expansion de la masse monétaire  $M_3$  sterling a pris une telle ampleur que l'objectif fixé a été largement dépassé. En revanche, la croissance de la base monétaire  $M_0$  est restée modérée. L'accélération de  $M_3$  sterling s'explique probablement en partie par le fait que des fonds placés à long terme dans les établissements hypothécaires (building societies) – ces dépôts n'entrent pas dans la composition de  $M_3$  – ont été transférés dans des banques, étant donné les rémunérations élevées qui sont servies sur les dépôts à court terme. En outre, la baisse de la vitesse de circulation de  $M_3$  sterling, constatée depuis quelques années, semble s'être amplifiée. Après une relative stabilité en mai et en juin, les taux d'intérêt britanniques ont fléchi nettement à partir de la mi-juillet. Ce mouvement reflète un léger assou-

Graphique 5: Royaume-Uni



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

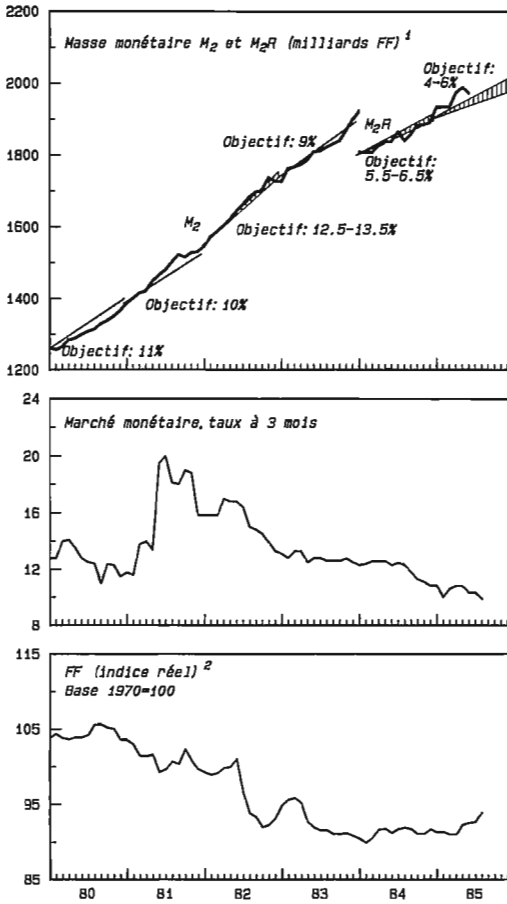
<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

plissement de la politique monétaire, assouplissement qui a été rendu possible par la fermeté de la livre sur les marchés des changes.

## France

En France également, la rigueur de l'hiver a marqué la conjoncture au premier trimestre. La consommation privée a augmenté de 1,5%, en termes réels, par rapport au dernier trimestre de

Graphique 6: France



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

1984, mais une forte part de cette progression peut être attribuée à une demande accrue d'énergie. Dans l'ensemble, le *produit Intérieur brut réel* a toutefois stagné, les effets de l'expansion de la consommation ayant été à peu près annulés par le recul de l'activité dans la construction et la baisse des exportations.

La conjoncture s'est améliorée légèrement au

deuxième trimestre. Après avoir diminué au début de l'année, l'indice de la production industrielle a retrouvé, en mai, le niveau du mois correspondant de l'année précédente. En outre, la hausse en termes réels du chiffre d'affaires du commerce de détail indique un nouvel accroissement de la consommation privée.

Le déficit du commerce extérieur, qui avait augmenté fortement au premier trimestre, a fléchi grâce à une progression des exportations. Il s'inscrivait à 14 milliards de francs français pour les six premiers mois de l'année, contre 17 milliards pour la période correspondante de 1984. Avec l'important excédent de la balance des services, ce recul a contribué à réduire le déficit de la balance des revenus (6,9 milliards de francs français au premier semestre, contre 10,1 milliards pour la même période de 1984).

La création d'emplois demeure un des plus gros problèmes. Le taux de chômage est resté stable aux environs de 10,6% au deuxième trimestre. Le nombre élevé des chômeurs et la politique économique restrictive ont entraîné un ralentissement sensible de la hausse des salaires nominaux dans l'industrie manufacturière. Leur progression, qui avait atteint 16% en moyenne en 1982 (hausse des prix: 12%), a reculé à 6% au premier trimestre de 1985 (taux annuel moyen de renchérissement: 6,5%). Entre les mois d'avril et de juillet, le taux annuel de renchérissement a continué de fléchir, passant à 6,1%.

Au deuxième trimestre, la politique monétaire française a conservé son caractère plutôt restrictif. La croissance de la masse monétaire  $M_2R$  au cours des cinq premiers mois a toutefois largement dépassé l'objectif fixé. Ce dépassement s'explique probablement en partie par la suppression, au début de l'année, de l'encadrement du crédit. Pour freiner la forte expansion monétaire, la *Banque de France* a pris une série de mesures; elle a entre autres restreint les possibilités de recueillir des capitaux à l'étranger et limité les crédits accordés aux branches jugées non prioritaires. Ces mesures pourraient ralentir la baisse des taux d'intérêt, qui a été observée ces derniers mois et que la banque centrale a soutenue en réduisant à plusieurs reprises son taux d'intervention. En revanche, il est peu pro-

bable que les taux d'intérêt augmentent prochainement.

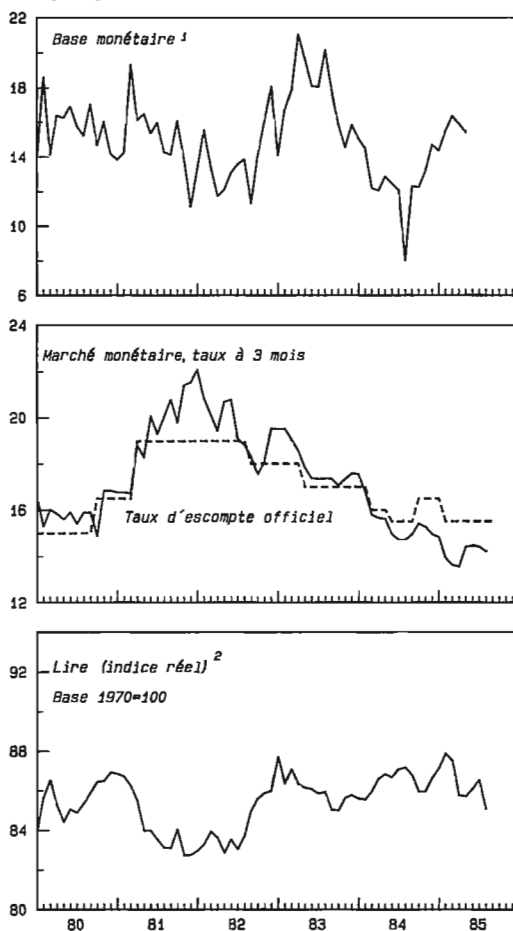
Au cours des derniers mois, de nouveaux progrès ont été accomplis dans la libéralisation du marché financier français. Ainsi, le Ministère des finances a autorisé pour la première fois une banque étrangère à émettre, en mars, un emprunt sur le marché intérieur. De plus, le marché des obligations en euro-francs, fermé depuis mai 1981, a été rouvert en avril.

### Italie

Le rythme de croissance de l'économie italienne a ralenti quelque peu au premier semestre de 1985. Le *produit intérieur brut réel* a progressé de 1,8% entre le premier trimestre de 1984 et la période correspondante de l'année en cours, alors qu'il avait augmenté de 2,6% en 1984. Après avoir enregistré une baisse importante au début de l'année, du fait surtout du mauvais temps, la production industrielle s'est accrue au deuxième trimestre. La cadence moins soutenue des entrées de commandes dans l'industrie et la progression très ralentie des indicateurs avancés annoncent un affaiblissement probable de la conjoncture italienne. Dans l'immédiat, la situation ne s'améliorera donc guère sur le marché du travail. Alors qu'il avait augmenté légèrement au second semestre de 1984, l'emploi a fléchi de nouveau durant les premiers mois de l'année en cours. Au deuxième trimestre, le taux de chômage était de 10,4%.

Le conflit entre le contrôle de l'expansion monétaire, d'une part, et le financement du déficit budgétaire, d'autre part, est devenu plus aigu au premier semestre de 1985. Les besoins de financement de l'Etat étant élevés, la croissance de la base monétaire s'est accélérée. Pour  $M_2$ , le taux annuel d'augmentation était de 14,7% au mois de mai. Pourtant, dans le cadre de son programme de lutte contre l'inflation, la *Banque d'Italie* s'était fixée comme objectif de limiter à 10% la croissance de cet agrégat en 1985. Les efforts de l'institut d'émission en vue de freiner l'expansion monétaire ont fait monter les taux à court terme au deuxième trimestre. Le rendement des bons du Trésor à trois mois atteignait 13,8% à fin juin, contre 12,9% en mars.

### Graphique 7: Italie



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

Pour la première fois depuis deux ans environ, le taux annuel de renchérissement s'est accru légèrement pour s'inscrire à 8,8% en moyenne au deuxième trimestre. Un pas important a été franchi dans la lutte contre l'inflation lorsque, au mois de juin, les Italiens ont voté contre le retour à l'indexation automatique des salaires.

La surévaluation de la lire au sein du SME a provoqué une forte augmentation du déficit de la balance commerciale au deuxième trimestre.

Pour les cinq premiers mois de 1985, ce déficit a atteint 14 500 milliards de liras, soit les trois quarts environ du solde passif de l'année 1984. En raison du déséquilibre croissant du commerce extérieur, la lire a été dévaluée, le 20 juillet, de 8% en moyenne par rapport aux autres monnaies du SME.

## Japon

Au premier trimestre, le *produit national brut réel* a stagné au niveau de la période précédente, et la production industrielle a fléchi pour la première fois depuis deux ans. Le net ralentissement conjoncturel était dû, en premier lieu, au recul des exportations. Il s'explique également par la diminution des dépenses publiques et par la stagnation des investissements, notamment en biens d'équipement.

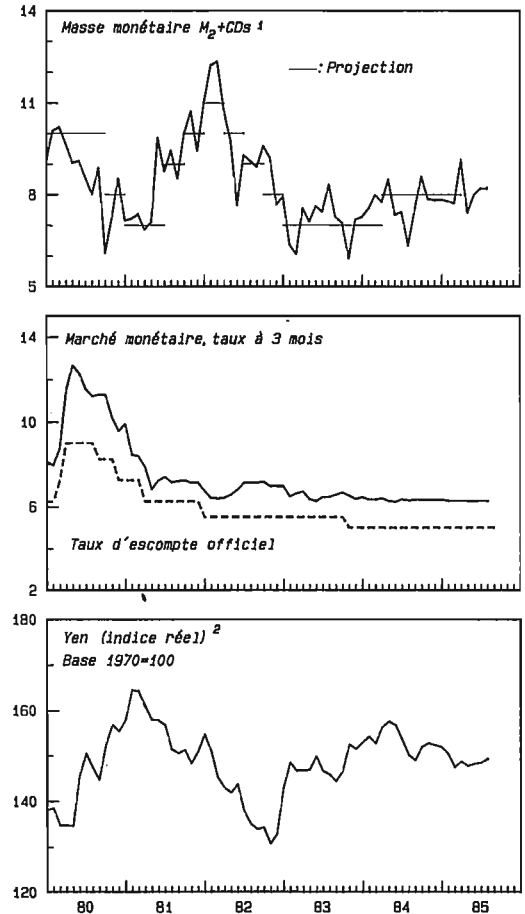
Grâce à une progression des exportations et à une reconstitution des stocks, la production industrielle a augmenté de nouveau légèrement au deuxième trimestre. La demande intérieure est restée toutefois peu soutenue. Tant le chiffre d'affaires du commerce de détail, en termes réels, que les investissements ont reculé. La hausse des exportations a accru l'excédent de la balance commerciale; celui-ci a passé en effet de 5,6 milliards au premier trimestre à 9 milliards de dollars le trimestre suivant.

Bien que l'emploi ait encore augmenté au deuxième trimestre, le taux de chômage est resté inchangé à quelque 2,5%. Le taux annuel de renchérissement s'est maintenu à 2%.

Le budget pour l'exercice 1986/87 reflète les efforts du gouvernement japonais en vue de réduire les excédents de dépenses. Les dépenses de l'Etat devraient diminuer légèrement en termes réels, et le gouvernement escompte une augmentation des rentrées fiscales de 10% en termes nominaux. La part du déficit budgétaire et celle des dépenses publiques au produit national brut devraient donc reculer.

La croissance de la masse monétaire  $M_2 + CD_s$  s'est légèrement accélérée. Au deuxième trimestre, cet agrégat était supérieur de 8,3% en

Graphique 8: Japon



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

moyenne à son niveau de la période correspondante de 1984. Le taux d'expansion était d'à peine 8% au premier trimestre. Les taux d'intérêt à court terme ont fléchi quelque peu, passant à 6,2%.



## Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

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

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

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

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

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

	1982	1983a)	1984a)	1983a)			1984a)			1985a)	
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	
Etats-Unis	-11,2	-40,8	-101,5	-17,2	-19,7	-24,7	-32,5	-25,5	-30,0	-	
Rép. féd.											
d'Allemagne	3,3	3,3	5,6	0,7	0,8	-0,2	1,6	3,4	2,1	2,6	
Royaume-Uni	9,0	3,8	0,1	0,4	0,8	-0,7	-0,7	0,8	0,2	1,7	
France b)	-11,6	-3,5	0,0	0,3	-1,3	0,1	0,5	0,4	-0,7	1,2	
Italie b)	-7,4	0,5	-4,2	-0,4	-2,2	-1,2	0,8	-1,6	-	-	
Japon	6,8	20,8	35,0	6,2	4,8	10,0	8,7	11,6	6,8	13,2	
Suisse b)	4,0	3,4	3,7	1,0	1,0	1,0	0,7	1,0	1,4	1,0	

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

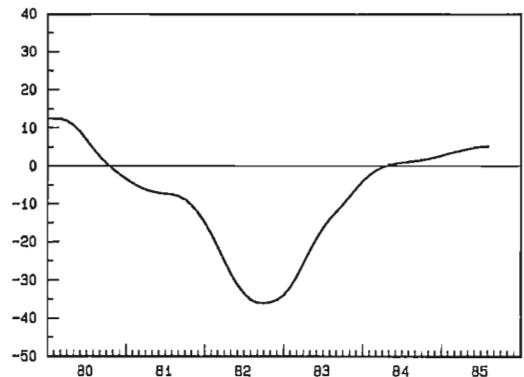
### 1. Aperçu

En Suisse, la reprise de la conjoncture s'est renforcée au deuxième trimestre. La croissance des exportations a été particulièrement vigoureuse. Nos ventes aux États-Unis ont progressé encore grâce au long mouvement de hausse du dollar. Comme le cours de la monnaie américaine a fléchi entre temps et que l'essor économique a ralenti aux États-Unis, leurs taux de croissance ne seront probablement plus aussi élevés ces prochains mois. Au deuxième trimestre, la conjoncture a bénéficié d'un autre élément moteur, les investissements en biens d'équipement. Deux importants indicateurs, à savoir les commandes passées par des résidents à l'industrie des machines et appareils ainsi que les importations de biens d'investissement, ont progressé fortement. Par contre, les investissements en constructions n'ont augmenté que légèrement; pour cette année, on prévoit en effet un sensible accroissement des constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat, mais un fléchissement dans le secteur du logement. La consommation privée est sortie de la phase de stagnation qui durait depuis plusieurs mois. Le climat plus propice aux dépenses du fait de la reprise économique entraînera une nouvelle progression de la consommation en termes réels; cette hausse n'aura toutefois rien de spectaculaire.

L'offre suffisante de main-d'œuvre, les capacités techniques souvent pas pleinement utilisées et les stocks plutôt trop élevés ont permis aux entreprises de répondre avec souplesse à la demande accrue. La production industrielle a augmenté; au deuxième trimestre, elle dépassait de 4% son niveau de la période correspondante de 1984. Le taux d'utilisation des capacités techniques et la proportion des heures supplémentaires ont progressé eux aussi. La croissance de la production a entraîné une amélioration de l'emploi, un recul marqué du nombre des travailleurs touchés par des réductions d'horaires ainsi qu'une diminution du nombre des chômeurs, qui a surpris par son ampleur.

Le raffermissement de la demande globale s'est

**Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie<sup>1</sup>**



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

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

traduit, outre par l'extension précitée de la production, par une forte poussée des importations. Au deuxième trimestre, les livraisons de l'étranger dépassaient de 7%, en volume, le niveau de la période correspondante de 1984. Au premier trimestre déjà, un taux de 7% avait été enregistré. Les importations de matières premières et de produits semi-ouvrés ont augmenté vigoureusement du fait de l'amélioration des carnets de commandes de l'industrie.

La politique monétaire de la Banque nationale est restée axée sur le ralentissement de la hausse des prix. Pendant les mois d'avril à juillet, la monnaie centrale ajustée était en moyenne de 2,6% supérieure au niveau observé un an auparavant. Pour les sept premiers mois de l'année, le taux de croissance a été de 2,5%. La politique monétaire a donc été un peu plus restrictive que prévu, puisque l'objectif fixé pour l'année 1985 est de 3%. Au cours de l'été, les taux d'intérêt ont néanmoins diminué sur le marché monétaire.

L'écart par rapport aux rémunérations servies sur le dollar avait augmenté fortement durant les mois de février et de mars, en dépit d'une hausse des taux d'intérêt en Suisse. Le dollar s'était alors revalorisé vigoureusement pour atteindre tempo-

rairement plus de 2,90 francs. Durant les mois suivants, le cours de la monnaie américaine a enregistré un recul important, mais non inattendu, et les taux d'intérêt ont diminué d'environ un point sur le marché des euro-francs; la rémunération des dépôts à trois mois s'inscrivait à 4½% à la fin du mois d'août. Parallèlement à la baisse du dollar, le franc s'est revalorisé vis-à-vis également du mark et du yen, de sorte que son cours réel, pondéré par les exportations, n'était plus que faiblement inférieur au niveau observé un an auparavant.

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 3% au mois d'août. Après avoir atteint 4% en février, il a fléchi très rapidement du fait notamment de l'évolution des cours de change. Le ralentissement du renchérissement a été encore plus marqué dans les prix de gros.

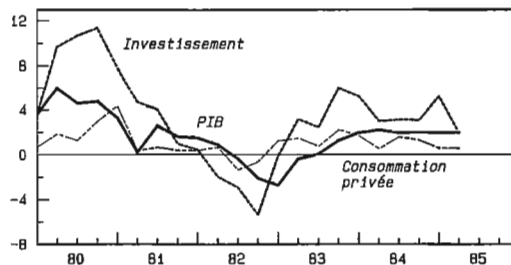
## 2. Evolution de l'économie

### *Produit intérieur brut et production industrielle*

Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel dépassait de 2% le niveau observé un an auparavant. En données corrigées des variations saisonnières, il a augmenté de 0,3% par rapport au dernier trimestre de 1984. La production industrielle s'est accrue de 3,4% en comparaison annuelle et de 0,7%, en données corrigées des variations saisonnières, par rapport aux trois mois précédents. Le ralentissement de la progression de ces deux agrégats au premier trimestre était dû surtout à l'hiver exceptionnellement rigoureux. La plupart des données disponibles indiquent que l'économie a retrouvé un rythme de croissance plus rapide au deuxième trimestre.

Selon l'indice composite que publie le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la situation s'est améliorée dans l'industrie au deuxième trimestre (voir graphique 9). La production industrielle a augmenté de 4% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, elle devrait encore s'accélérer au troisième trimestre.

**Graphique 10: Produit intérieur brut réel<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

Les capacités techniques encore disponibles – le taux d'utilisation atteignait un peu plus de 85% au deuxième trimestre, contre 84% le trimestre précédent et 82% pendant les trois premiers mois de 1984 – permettent, pour l'instant, d'adapter sans difficulté la production à la demande croissante. Les stocks de produits finis, jugés en moyenne plutôt trop élevés, assurent en outre une livraison dans des délais assez courts.

Les entreprises ayant participé à l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ estimaient en majorité que leur personnel était en nombre suffisant; cependant, plusieurs d'entre elles considéraient déjà leur effectif comme un peu juste. Si la production continue à augmenter, certains secteurs de l'industrie seront probablement confrontés à une raréfaction de l'offre de main-d'œuvre qualifiée. Pour le moment toutefois, il devrait être possible de surmonter les difficultés en recourant davantage aux heures supplémentaires. La part des heures supplémentaires au total des heures travaillées s'élevait à 2% au deuxième trimestre, contre 1,6% un an plus tôt.

Au premier trimestre, les entrées de commandes dans l'industrie dépassaient de 7% le résultat observé pour la même période de 1984. Les ordres provenant de l'étranger ont enregistré une vive expansion. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le volume des commandes a progressé au deuxième trimestre également.

### Consommation privée

En données corrigées des variations saisonnières, la consommation privée s'est nettement contractée du quatrième trimestre de 1984 au premier trimestre de cette année. Par rapport aux trois premiers mois de 1984, elle n'a augmenté que de 0,5%. La conjugaison de plusieurs facteurs exceptionnels explique ce résultat peu favorable: le mauvais temps, l'accélération du renchérissement et la diminution du pouvoir d'achat qui a résulté de l'obligation, pour les travailleurs, de cotiser à une caisse de pensions. Les ventes d'automobiles, qui représentent une part importante des biens de consommation durables, ont été défavorablement influencées par les discussions sur l'introduction de véhicules peu polluants.

Les indicateurs disponibles pour le deuxième trimestre font état d'une reprise de la demande de consommation. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a augmenté vigoureusement en termes nominaux, de sorte que, malgré le renchérissement accru, il dépassait encore de 1,4%, en termes réels, son niveau de la même période de 1984. En données corrigées des variations saisonnières, la croissance, d'un trimestre à l'autre, du volume des importations de biens de consommation durables s'est accélérée elle aussi. L'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montre que les perspectives de ventes sont jugées favorables pour le troisième trimestre.

Toutefois, les stocks sont considérés encore comme un peu trop excessifs.

Au deuxième trimestre, le nombre des nuitées dans l'hôtellerie était de 1,4% supérieur au chiffre relevé un an plus tôt. Contrairement au trimestre précédent, la demande des clients suisses a augmenté davantage que celle des étrangers; celle-ci s'est stabilisée en effet à son niveau élevé du deuxième trimestre de 1984. La répartition selon la provenance montre que le nombre des clients américains a enregistré une fois de plus le taux de croissance le plus élevé; plus de 20% des hôtes étrangers étaient Américains. La clientèle américaine venait au deuxième rang, après les Allemands. Le flot des visiteurs européens a, par contre, diminué en un an; le recul du nombre des touristes allemands a été particulièrement sensible.

### Investissements

Au premier trimestre, le froid rigoureux a entraîné une baisse des investissements en constructions, de sorte que la croissance des investissements globaux a fortement ralenti. Les investissements en biens d'équipement sont restés un important soutien de la conjoncture; ils se sont maintenus, en données corrigées des variations saisonnières, à leur niveau élevé du trimestre précédent et ont augmenté de 7% en termes réels par rapport à la période correspondante de 1984.

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

	1981	1982	1983	1984	1984				1985	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.a)
Importations de biens d'équipement (volume)	0,2	- 5,8	7,3	3,6	8,1	- 2,7	2,8	2,5	4,1	11,2
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	- 5,9	- 3,6	7,2	- 6,4	- 2,8	- 20,3	- 10,5	8,8	- 22,4	- 19,9
Logements construits, dans 96 villes	6,3	6,7	- 5,7	6,9	2,0	26,4	- 2,9	4,9	- 5,6	- 1,8
Projets de constructions industrielles (volume) <sup>1</sup>	- 29,6	- 22,5	23,6	- 8,3	- 4,7	- 20,9	- 3,8	- 3,7	6,4	55,9
Promesses de crédit de construction (71 banques)	- 5,3	- 6,5	19,4	4,2	3,6	9,8	3,9	- 0,6	11,7	7,1

a) Chiffres provisoires

<sup>1</sup> Constructions nouvelles et agrandissements

Sources: La Vie économique; Bulletin mensuel BNS

La forte reprise des commandes passées par des résidents à l'industrie des machines ainsi que la croissance rapide des importations de biens d'investissement (voir tableau 2) indiquent que les investissements en biens d'équipement ont gardé leur vigueur au deuxième trimestre.

Les investissements en constructions ont semble-t-il augmenté eux aussi du premier au deuxième trimestre. La Société suisse des entrepreneurs estime toutefois que l'activité dans le secteur principal de la construction a stagné à son niveau du deuxième trimestre de l'année précédente. Cette constatation est confirmée par les évolutions divergentes du logement et des constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat. Par rapport à la période correspondante de 1984, l'activité s'est accrue de 17% dans les constructions industrielles et artisanales, mais a reculé de 12% dans la construction de logements. Au premier trimestre déjà, la baisse du nombre de logements dont la construction a été autorisée (voir tableau 2) et la stagnation des entrées de commandes annonçaient un affaiblissement dans le domaine du logement. La valeur des commandes portant sur des constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat dépassait, au premier trimestre, d'environ un cinquième le chiffre enregistré un an auparavant. Les coûts, mesurés à l'indice établi pour la ville de Zurich, n'ayant guère varié, ces commandes ont augmenté à peu près autant en volume.

Chaque printemps, l'Office fédéral des questions conjoncturelles effectue une enquête sur la construction. Les résultats du dernier relevé donnent une image d'ensemble favorable. Les dépenses pour les constructions ont atteint 32 milliards de francs en 1984; ce chiffre est supérieur d'environ 5%, en termes nominaux et réels, au résultat de l'année précédente. Les projets de construction annoncés pour 1985 sont aussi supérieurs de 5% à ceux de l'année dernière. Contrairement à la Société suisse des entrepreneurs, l'Office fédéral des questions conjoncturelles tient compte, dans son enquête, du secteur secondaire de la construction, qui englobe les travaux de transformation et de rénovation.

### Commerce extérieur

Du deuxième trimestre de 1984 à la période correspondante de l'année en cours, les exportations suisses de marchandises se sont accrues de 16,4% en valeur (voir tableau 3). Durant la même période, les valeurs moyennes à l'exportation ont augmenté de 0,8% seulement. En volume, les livraisons à l'étranger de biens d'équipement ont enregistré la croissance la plus forte. Celles de biens de consommation ainsi que celles de matières premières et produits semi-ouvrés ont progressé à des rythmes inférieurs. L'industrie des machines et appareils a été la principale bénéficiaire de la forte expansion des exportations de biens d'équipement.

**Tableau 3: Commerce extérieur<sup>1</sup> (variation en % par rapport à l'année précédente)**

	1981	1982	1983	1984a)	1984a)				1985a)	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Exportations, volume	3,2	-4,4	0,0	6,4	6,2	4,4	7,0	7,1	7,4	15,5
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	4,3	-3,3	6,5	9,8	13,3	8,0	9,7	8,1	7,3	12,2
biens d'équipement	-0,4	-4,6	-4,0	3,1	3,8	1,1	0,3	4,4	3,7	18,0
biens de consommation	6,7	-5,4	-2,7	6,4	0,9	4,4	12,0	8,8	12,6	16,6
Valeurs moyennes à l'exportation	5,8	5,2	2,4	4,5	5,4	5,6	2,8	4,9	2,5	0,8
Importations, volume	-2,0	-1,8	4,8	7,3	7,9	4,5	7,8	8,5	2,7	7,1
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	-3,8	-3,4	4,9	10,1	13,3	8,2	9,1	10,1	7,4	10,7
biens d'équipement	0,2	-5,9	7,3	3,6	8,1	-2,7	2,8	2,5	4,1	12,4
biens de consommation	1,7	3,0	1,0	6,4	0,9	4,4	12,0	8,8	12,6	4,8
Valeurs moyennes à l'importation	7,2	-1,1	-0,8	4,0	2,9	2,1	6,7	5,1	7,3	8,2

a) Chiffres provisoires

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

Source: Direction générale des douanes fédérales

**Tableau 4: Balance des transactions courantes<sup>1</sup> (balance des revenus)**

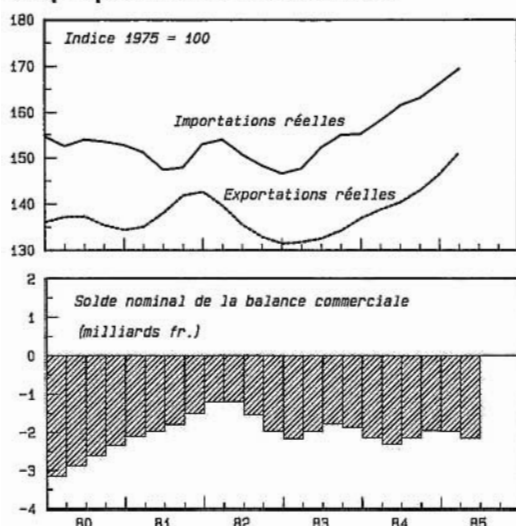
	1981	1982	1983	1984a)	1984a)				1985a)	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
(1) Exportations de marchandises	55,3	55,0	55,8	62,9	15,0	15,7	14,9	17,3	16,6	17,7
(2) Importations de marchandises	63,4	60,7	63,6	71,9	18,1	17,6	17,4	18,8	19,1	19,9
(3) Solde de la balance commerciale	- 8,1	- 5,7	- 7,9	- 9,0	- 3,1	- 1,9	- 2,5	- 1,5	- 2,6	- 2,2
(4) Autres postes, exportations <sup>2</sup>	39,5	40,5	41,4	46,2	11,2	11,3	12,9	10,8	12,6	12,3
(5) Autres postes, importations <sup>2</sup>	25,9	26,8	25,5	28,3	5,8	7,1	8,6	6,8	6,4	7,6
(6) Autres postes, solde	13,5	13,7	15,9	17,9	5,4	4,2	4,3	4,0	6,2	4,7
(7) Solde de la balance des revenus	5,4	8,0	8,1	8,9	2,3	2,4	1,8	2,5	3,6	2,5

a) Chiffres provisoires

<sup>1</sup> En milliards de francs; solde de la balance commerciale: (3) = (1)-(2); solde des autres postes: (6) = (4)-(5); solde de la balance des revenus: (7) = (3) + (6)

<sup>2</sup> Exportations et importations de services et de facteurs ainsi que transferts sans contrepartie

Sources: Banque nationale suisse et Direction générale des douanes fédérales

**Graphique 11: Commerce extérieur<sup>1</sup>**<sup>1</sup> Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

En l'espace d'un an, les exportations vers les Etats-Unis se sont accrues d'environ 25%. Les Etats-Unis sont restés le plus important client de l'industrie suisse d'exportation, après la République fédérale d'Allemagne. Les ventes de marchandises aux pays de la CEE ont augmenté de 7,3%, et les livraisons aux pays membres de l'AELE, de 12,7%.

Par rapport au deuxième trimestre de 1984, les importations de marchandises ont progressé en

valeur de 15,9%, soit aussi rapidement que les exportations. Du fait de la forte hausse des valeurs moyennes à l'importation, leur croissance, en volume, n'a été que de 7,1%. Alors que les importations de matières premières et produits semi-ouvrés avaient augmenté très fortement dans la première phase du cycle conjoncturel actuel, celles de biens d'investissements ont enregistré le taux d'expansion le plus élevé au deuxième trimestre. Les achats à l'étranger de produits énergétiques ont continué de fléchir.

En raison de la croissance accélérée des exportations, le déficit de la balance commerciale a diminué à 2,2 milliards de francs au deuxième trimestre. Le solde actif de la balance des services a diminué. En revanche, une amélioration a été observée dans les revenus de facteurs. Aussi, la balance des transactions courantes (balance des revenus) a-t-elle dégagé un excédent de 2,5 milliards de francs.

### Emploi et marché du travail

Grâce à l'essor conjoncturel, l'emploi a progressé au deuxième trimestre. En l'espace d'un an, il s'est accru de 0,6%, ce qui correspond à quelque 14 000 personnes. Les effectifs du personnel ont augmenté davantage que la moyenne dans l'industrie (+0,9%). L'industrie des plastiques, l'industrie chimique ainsi que l'industrie des machines et métaux comptent parmi les branches où la croissance a été la plus vive. Par contre, les

**Tableau 5: Emploi et marché du travail**

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1981	1982	1983	1984	1984	1985					
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	1,0	-1,1 <sup>2</sup>	-1,3	-0,4	-0,2	0,6	0,6	-	-	-	-
Taux de chômage <sup>3, 4</sup>	0,2	0,4	0,8	1,0	1,0	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
Chômeurs <sup>4</sup>	5 889	13 220	26 288	32 061	31 986	33 666	26 692	29 201	26 711	24 164	23 587
Personnes touchées par des réductions de l'horlaire de travail <sup>4</sup>	5 704	36 611	48 930	11 232	5 076	4 532	1 683	2 340	1 372	1 338	574
Offres d'emploi à plein temps <sup>4</sup>	11 876	6 352	5 591	6 269	6 314	6 898	7 728	7 308	7 643	8 234	8 242

<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente<sup>2</sup> 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<sup>3</sup> Nombre de chômeurs complets en % de la population active de 1980<sup>4</sup> En regard des trois années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

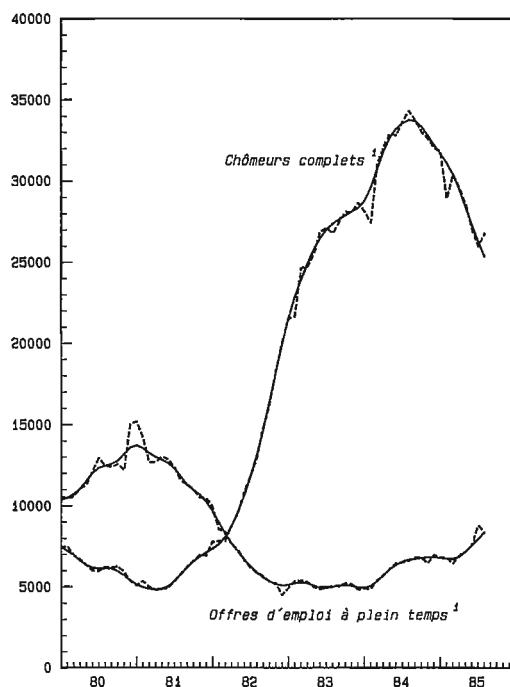
Sources: La Vie économique, OFIAMT

effectifs ont encore diminué – quoique plus lentement – dans l'horlogerie et dans l'industrie du papier; ce fléchissement s'explique par des mesures de rationalisation, la marche des affaires ayant été en général bonne dans ces branches. Comme au premier trimestre, l'augmentation des personnes occupées dans l'industrie a porté surtout sur le personnel de production. Au cours des trois années précédentes, la réduction des effectifs dans l'industrie s'était faite au détriment surtout du personnel de production, le personnel administratif ayant été beaucoup moins touché.

Le nombre des personnes occupées a stagné dans l'industrie de la construction. En revanche, il a progressé de 0,4% en un an dans le secteur des services; une fois encore, la plus forte augmentation a été enregistrée dans les banques.

L'Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail (OFIAMT) a indiqué, au deuxième trimestre de 1985, que les perspectives d'emploi pour les trois prochains mois ont été jugées de nouveau un peu meilleures qu'au trimestre précédent. Dans l'industrie des machines et appareils en particulier, les perspectives étaient supérieures à la moyenne. Plus d'un tiers des entreprises de cette branche ont annoncé un manque de personnel qualifié; celles qui l'ont fait au premier trimestre étaient beaucoup moins nombreuses.

Grâce à la hausse de l'emploi, un nouveau recul

**Graphique 12: Marché du travail**<sup>1</sup> Données cvs avec composante lissée

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

du nombre des chômeurs complets a pu être observé au deuxième trimestre. En moyenne, il y avait 26 692 chômeurs complets, contre 32 424

un an auparavant; le taux de chômage a donc diminué pour s'établir à 0,8%. Le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a fléchi lui aussi sensiblement, et celui des offres à plein temps, annoncées aux offices du travail, s'est accru.

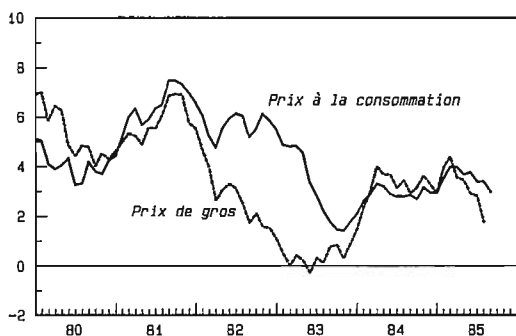
### Prix et salaires

Au deuxième trimestre, la pression inflationniste s'est relâchée. D'une part, la correction du cours surévalué du dollar a amené une forte détente des prix à l'importation. De l'autre, la hausse des prix a ralenti notablement dans les secteurs où elle avait été forte au début de l'année du fait du froid rigoureux (chauffage et éclairage, alimentation).

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le niveau des prix a reculé sans discontinué entre les mois d'avril et de juillet. Le taux annuel de renchérissement a suivi une évolution parallèle: de 3,9% en mars, il a passé à 3% en août. Au deuxième trimestre, les prix à la consommation étaient, en moyenne, de 3,6% supérieurs à leur niveau du même trimestre de 1984.

La décélération des prix de gros a été encore plus rapide et plus marquée. En juillet, l'indice était pour la première fois de nouveau plus bas qu'en janvier et sa progression en un an – encore de 3% au deuxième trimestre – était de 1,8% seulement.

Graphique 13: Evolution des prix<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente

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

Les prix des biens importés ont été l'élément déterminant de cette baisse. Au deuxième trimestre, ils avaient augmenté de 4,5%, en moyenne, par rapport aux trois mois correspondants de 1984, soit plus vite que les prix des marchandises suisses (2,4%). En juillet toutefois, ces deux taux annuels de croissance étaient à un niveau à peu près égal.

Selon des calculs de l'OFIAMT, les gains des travailleurs étaient, au deuxième trimestre, de 2,7% supérieurs à leur niveau de la même période de 1984. Etant donné que la hausse des prix enregistrée jusqu'à la fin de 1984 a été compensée et que les salaires nominaux se sont relativement peu modifiés depuis lors, l'accélération temporaire du renchérissement a réduit légèrement les salaires réels au premier semestre de 1985.

## 3. Evolution monétaire

### Agrégats monétaires

Durant les mois d'avril à juillet, la monnaie centrale ajustée était, en moyenne, de 2,6% supérieure au niveau observé un an auparavant. Depuis le mois d'avril, les billets en circulation ont augmenté un peu moins vite que prévu; en juillet, leur taux annuel de croissance a même passé au-dessous de 1%. Quant aux avoirs en comptes de virements que les banques, le commerce et l'industrie détiennent à la Banque nationale, ils ont progressé un peu plus fortement au deuxième trimestre (+6,7%).

Une expansion moyenne de 2,5% de la monnaie centrale ajustée en a résulté pour les sept premiers mois de 1985 par rapport à la même période de 1984. Elle était légèrement inférieure à l'objectif fixé à la fin de 1984, qui prévoit, pour 1985, une augmentation moyenne de 3%. La Banque nationale n'a pas l'intention de corriger cet écart.

Au deuxième trimestre, les taux annuels de croissance des masses monétaires  $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$  n'ont guère varié. En données corrigées des variations saisonnières et en valeurs absolues, l'évolution de ces agrégats et de leurs composantes n'a cependant pas été parallèle:  $M_1$  et les dépôts



d'épargne sont restés à peu près constants, alors que  $M_2$  et  $M_3$  augmentaient de 3,8 milliards de francs, en raison de la progression des dépôts à terme. Ces derniers ont drainé tous les fonds placés sur des dépôts en francs suisses au cours du deuxième trimestre. Aucun autre mouvement notable n'a eu lieu entre les composantes.

## Marchés monétaire et financier

### Marché monétaire

Sur le marché des euro-francs, les taux d'intérêt ont reculé principalement en avril et en mai, ainsi qu'à la fin du mois de juillet. Les rémunérations que les grandes banques servent sur les dépôts à terme fixe ont suivi ce mouvement; les 17 avril, 10 mai et 31 juillet, elles ont été réduites de  $\frac{1}{4}$  de point, passant ainsi de 5% à 4 $\frac{1}{4}$ %. Au début du mois d'août, le niveau des taux d'intérêt correspondait à peu près à celui d'il y a un an, qui, à l'époque, avait tendance à hausser.

L'écart par rapport aux rémunérations servies sur le dollar s'est rétréci au deuxième trimestre, après s'être fortement creusé en février et en mars. Les fluctuations se sont concentrées sur les taux à court terme. En juillet, cette différence s'est de nouveau agrandie légèrement, car les taux des

placements en dollars se sont un peu redressés, alors que ceux en francs suisses continuaient de fléchir.

Durant les mois d'avril à juillet, les avoirs en comptes de virements s'élevaient à 7,9 milliards de francs, en moyenne. Il se sont accrus de 6,1% en l'espace d'un an. Lors des échéances mensuelles, où les liquidités sont fortement mises à contribution, ils étaient de 4% supérieurs au niveau relevé un an plus tôt. En vue des échéances, la Banque nationale a fourni des liquidités supplémentaires en accordant surtout des crédits traditionnels (crédits d'escompte, avances sur nantissement et correspondants en Suisse); depuis le mois d'avril, elle n'a toutefois renouvelé que partiellement, lors des fins de mois, les swaps arrivant à terme. Ayant dépassé tous les niveaux observés lors des principales échéances précédentes, le montant des avances sur nantissement a été tel qu'il a rendu superflu la conclusion de nouveaux swaps, à la fin du mois de juin.

### Marché des changes

En Suisse, le cours du dollar, qui avait fluctué fortement au début de l'année, a nettement baissé entre les mois de mai et d'août. Passant de plus de fr.2,70, au début du mois de mai, à

**Tableau 6: Monnaie centrale ajustée (MCA)**

	Billets en circulation <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Crédits destinés aux échéances <sup>1</sup>	MCA <sup>1,3</sup>	Variation en % <sup>2</sup>
1981	21 912	0,8	6742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	1,8	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,0	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	8,7	605	30 484	2,6
1984 2e trim.	23 104	1,8	7468	5,9	512	30 060	3,0
1984 3e trim.	23 130	2,8	7632	4,3	614	30 148	2,9
1984 4e trim.	23 086	1,1	8006	5,5	710	30 382	2,0
1985 1er trim.	23 837	3,6	7853	0,4	578	31 113	2,4
1985 2e trim.	23 520	1,8	7954	6,7	612	30 861	2,7
1985 juin	23 477	1,1	7935	6,5	569	30 843	2,9
1985 juillet	23 461	0,9	7946	5,7	705	30 702	2,2
1985 août	23 144	0,4	7823	2,6	250	30 717	2,1

<sup>1</sup> Moyenne des valeurs journalières, en millions de francs

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

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

Tableau 7: Agrégats monétaires<sup>1</sup>

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1981	- 3,1	11,2	3,7
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,5	5,3	6,0
1984 2e trim.	2,8	5,7	6,2
1984 3e trim.	3,1	5,2	5,8
1984 4e trim.	2,8	6,6	5,3
1985 1er trim.	- 1,3	6,3	4,2
1985 2e trim.	- 1,8	7,8	4,2
1985 avril	- 2,3	7,5	4,1
1985 mai	- 1,2	8,4	4,4
1985 juin	- 1,8	7,4	4,1
1985 juillet	- 1,0	7,2	3,9

<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente, calculée sur la base des données de fin de mois; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes. Chiffres révisés; voir «Révision de la statistique monétaire», bulletin trimestriel 1/1985, tableau 2, et bulletin mensuel BNS tableaux 11 et 12; Principauté de Liechtenstein = territoire étranger

M<sub>1</sub> = Numéraire en circulation + dépôts à vue (sans métaux précieux)

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

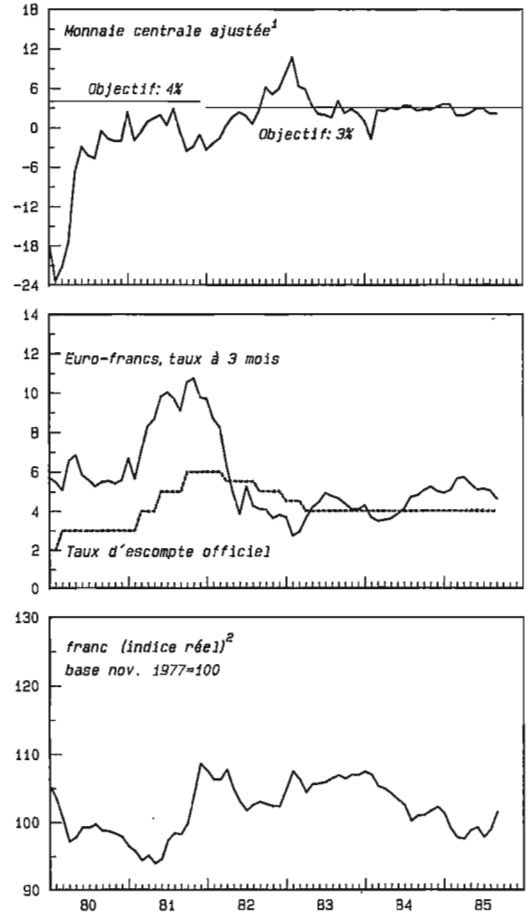
M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + dépôts d'épargne

quelque fr. 2,27, à la fin août, il s'est inscrit à fr. 2,47, en moyenne, durant ce laps de temps, contre fr. 2,34 au cours de la même période de 1984.

Face au franc suisse, le cours du yen a suivi une évolution, dans l'ensemble, parallèle à celle du dollar, quoique avec des fluctuations bien moins marquées. Alors que les cours du mark et du franc français n'ont guère varié par rapport à la période correspondante de 1984, la livre sterling s'est un peu revalorisée. La lire italienne qui, dans le cadre du Système monétaire européen, a été dévaluée le 20 juillet vis-à-vis de l'ECU s'est aussi nettement dépréciée face au franc suisse.

Par rapport aux principales monnaies, mais à l'exception du mark, le cours réel du franc a été, au deuxième trimestre, inférieur aux niveaux observés un an auparavant. Sa baisse a été particulièrement sensible vis-à-vis du dollar américain (-13%) et de la livre sterling (-6%). Néanmoins, à la suite de la hausse vigoureuse de juillet, son cours réel pondéré par les exportations a presque

Graphique 14: Suisse



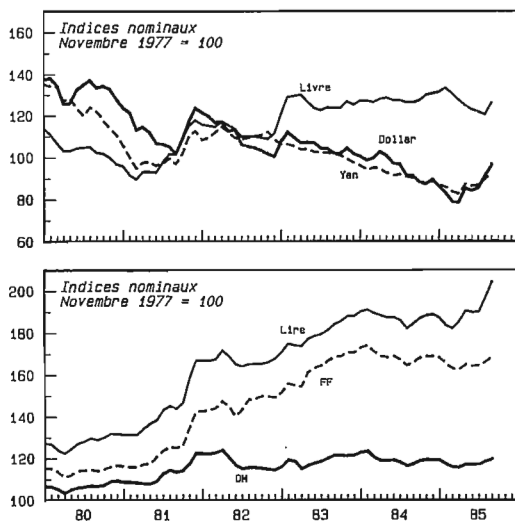
<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente; objectifs: croissance moyenne de la monnaie centrale ajustée par rapport à l'année précédente

<sup>2</sup> Cours pondéré par les exportations

retrouvé, au début du mois de août, le niveau enregistré un an auparavant.

### Marché des capitaux

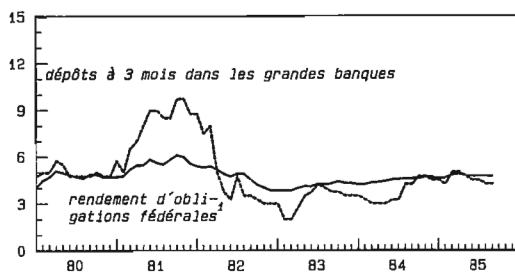
Entre les mois d'avril et de juillet, le marché des obligations a été très stable. Les rendements, qui avaient haussé, en février et en mars, dans le sillage des taux à court terme, ont amorcé un nouveau repli tout en restant supérieurs à leur niveau observé un an plus tôt.

**Graphique 15: Variations du franc<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> En termes de quelques monnaies étrangères

Le secteur des bons de caisse n'a guère subi de modifications au deuxième trimestre. A quelques exceptions près, les banques ont maintenu les conditions appliquées depuis la dernière adaptation des taux (+1/4 point) en février et en mars.

Le prélèvement d'argent frais par l'émission publique d'obligations (sans les conversions) s'est inscrit à 4,7 milliards de francs au deuxième trimestre, contre 3,9 milliards un an plus tôt.

**Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt**

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

Comme les remboursements se sont élevés à 1,9 milliard (1,2 milliard), le montant net prélevé sur le marché a atteint 2,8 milliards de francs (2,7 milliards). De cette somme, 38% revenaient à des débiteurs suisses.

### Exportations de capitaux

Les autorisations d'exporter des capitaux que la Banque nationale a délivrées au deuxième trimestre de 1985 ont porté sur 10,3 milliards de francs, soit 9% de moins qu'au même trimestre de 1984.

Par rapport au deuxième trimestre de 1984, le montant des emprunts (émissions moins les conversions) lancés par des débiteurs étrangers s'est réduit de 7% pour s'établir à 2,7 milliards de francs et celui des «notes», de 23% même pour s'inscrire à 4,5 milliards; quant aux crédits, ils ont passé à 3 milliards de francs, augmentant ainsi de 22%.

Avec 44%, la part des émissions de «notes» est restée prédominante. Près du tiers des emprunts publics et 58% des «notes» revenaient à des débiteurs japonais. La part des «notes» convertibles au volume total des placements privés japonais, qui était encore de 62% au premier trimestre, est tombée à 36%. En outre, 19% des «notes» émises par des débiteurs japonais étaient assorties d'un droit d'option.

La répartition par pays ou par groupes de débiteurs montre que la part des pays industrialisés a passé de 84%, au deuxième trimestre de 1984, à 78%, au deuxième trimestre de 1985 (dont 35% pour le Japon). La part des pays en développement a reculé et s'est établie à un peu plus de 3%; au premier trimestre de 1985, elle était encore de plus de 5% et, en 1984, d'environ 9%. La part des économies à planification centralisée, qui n'avait cessé de progresser entre le premier trimestre de 1984 (1%) et les trois premiers mois de 1985 (5%), a de nouveau diminué au deuxième trimestre (4%). 14% des exportations totales de capitaux revenaient aux organisations internationales de développement, contre 9% un an plus tôt.

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

	Emprunts <sup>1</sup>	Notes	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1980	5 485,7	8 398,0	7 315,1	2 123,2	23 322,0
1981	7 575,0	11 846,0	9 838,7	2 945,3	32 205,0
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8	20 684,6	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	11 150,4	19 337,3	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1984 1er trim.	3 221,5	5 602,3	2 447,2	1 028,4	12 299,4
1984 2e trim.	2 947,9	5 924,2	2 205,9	240,6	11 318,6
1984 3e trim.	2 022,7	3 641,8	1 921,5	229,3	7 815,3
1984 4e trim.	2 958,3	4 169,0	1 824,5	239,8	9 191,6
1985 1er trim.	3 902,2	5 612,0	1 961,1	366,0	11 841,2
1985 2e trim. <sup>2</sup>	2 744,2	4 536,2	2 448,9	533,4	10 262,7

<sup>1</sup> Y compris des emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies

<sup>2</sup> Chiffres provisoires

### **Bilans bancaires et crédits**

L'expansion annuelle de la *somme des bilans* (71 banques) a presque doublé en l'espace de deux ans; s'inscrivant à 10,1% en juin, elle dépassait légèrement la croissance moyenne observée de juin 1975 à juin 1985 (8,8%). Sa baisse par rapport au mois de mars (12,6%) est due uniquement à l'évaluation plus basse des positions en dollars; depuis quelques mois, la plupart des secteurs libellés en francs enregistrent en effet des taux d'accroissement stables.

Sous l'effet de la conjoncture, les *opérations de crédit* sont florissantes depuis deux ans. Durant cette période, le taux annuel d'expansion des crédits a passé de 1,9% à 10,8%; pour la première fois depuis longtemps, le montant des crédits accordés a été supérieur, durant le deuxième trimestre, à l'afflux de fonds de la clientèle, contraignant ainsi les banques à diminuer leurs placements financiers à court terme. Au cours des quatre derniers mois, le taux de progression des crédits est resté relativement stable; pendant un an, le volume des crédits a augmenté entre 7 et 8 milliards de francs par trimestre. Un ralentissement est toutefois prévisible, puisque les promesses de crédits, qui précèdent de six à neuf mois les octrois de crédit, ont marqué depuis peu un léger recul. Cela s'applique en particulier au secteur des crédits de construction, où les promesses de crédit non utilisées et caduques ont été si nombreuses au cours des derniers trimestres que le niveau des

promesses de crédit de construction n'a presque plus augmenté, malgré le grand nombre de nouvelles limites.

Le montant total des *placements financiers* nets (avoirs nets résultant des opérations interbancaires, liquidités, placements à court terme et titres) a diminué au deuxième trimestre. Des fonds issus d'affaires interbancaires et d'opérations sur le marché monétaire ont été utilisés à des fins de crédit, conformément à leur rôle régulateur. En outre, les placements financiers englobent une large part de positions en dollars qui ont fait l'objet d'une dépréciation en juin. Malgré leur récent recul, les placements financiers dépassaient encore de 11% leur niveau de la fin du deuxième trimestre de 1984 (mars: +13,9%). Au deuxième trimestre, la composition de ce poste n'a pas subi de modifications notables. Ce sont de nouveau les liquidités qui ont enregistré la plus forte expansion en l'espace d'une année (18,2%). Une encaisse plus ample reflète la réaction des banques à l'augmentation, d'une année à l'autre, de la part des engagements à court terme au total des bilans. Le fait que les liquidités minimales exigées par la loi dépassent de 20% environ leur volume d'il y a un an traduit aussi l'importance accrue des fonds placés à court terme. Les banques ont eu une nouvelle fois recours à des montants relativement élevés de liquidités en monnaies étrangères (31% du total des liquidités).

L'évolution du passif des bilans bancaires n'a pas

été émaillée de faits saillants durant le deuxième trimestre. La croissance annuelle de l'ensemble des *fonds de la clientèle* (dépôts à vue et à terme, dépôts d'épargne, obligations de caisse et emprunts obligataires) a légèrement fléchi en raison de la baisse du dollar. Elle a passé de 11%, en mars, à 8,8%, en juin. Par contre, l'expansion des dépôts en francs n'a presque pas varié en un an, oscillant entre 6% et 7% (juin: 6%). La structure des fonds de la clientèle ne s'est guère modifiée, car les investisseurs n'ont eu aucune raison de réaménager leur portefeuille en l'absence de fortes fluctuations des taux d'intérêt. La croissance annuelle de l'ensemble des dépôts à vue a augmenté de 6,9%, en mars, à 8,8%, en juin; cependant, la politique monétaire menée avec rigueur a empêché une nette expansion des fonds à vue libellés en francs (mars: -1,5%, juin: +1,5%). La progression rapide des dépôts à terme a ralenti, passant de 24,9%, en mars, à

16,7%, en juin. Cela est dû au fait que plus des deux tiers de ces dépôts sont libellés en dollars et ont été évalués à un cours inférieur. Quant aux dépôts à terme en francs, ils ont encore dépassé de quelque 25% leur niveau observé un an auparavant. La majeure partie des fonds recueillis par les banques, au deuxième trimestre, provenait de l'émission d'obligations de caisse et d'emprunts obligataires. Par contre, les fonds d'épargne ont enregistré un reflux. Le ralentissement, constaté depuis quelques années, de l'accroissement annuel des fonds d'épargne (juin 1983: 21,9%, juin 1985: 1,4%) résulte moins d'un changement du comportement des investisseurs que des rémunérations plus avantageuses servies sur les dépôts à terme fixe. Dans le passé, les fonds d'épargne regagnaient relativement vite le terrain perdu, lorsque les taux des dépôts à terme fixe étaient peu élevés.



# Die Beziehungen der Schweiz zu den internationalen Währungsorganisationen

Pierre Languetin\*

## Historische Übersicht

Die Schweiz stellt unter den Ländern der westlichen Welt insofern einen Sonderfall dar, als sie bis heute darauf verzichtet hat, wichtigen internationalen Organisationen wie der Generalversammlung der Vereinten Nationen und den Institutionen von Bretton Woods beizutreten. Dennoch unterhält die Schweiz zu diesen beiden internationalen Organisationen mannigfaltige formelle und informelle Beziehungen. Im folgenden möchte ich mich hauptsächlich mit den Beziehungen zu den Institutionen von Bretton Woods befassen, denen seit Ende des Zweiten Weltkriegs eine zentrale Rolle im internationalen Währungssystem zukommt. Gegenstand meines Referats ist aber auch das Verhältnis der Schweiz zur Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), einer weiteren bedeutenden internationalen Währungsorganisation, die im Unterschied zu den Institutionen von Bretton Woods die Schweiz zu ihren Mitgliedern zählt.

Die Institutionen von Bretton Woods wurden im Jahre 1944 gegründet. Sie umfassen den Internationalen Währungsfonds sowie die Weltbank mit ihren beiden Tochterorganisationen, der Internationalen Entwicklungsagentur (IDA) und der Internationalen Finanzkorporation (IFC). Währungsfonds und Weltbank ergänzen sich in ihren Aufgaben und sind Teil einer Konzeption, die auf die Förderung der Produktion und des internationalen Handels zielt. Der *Währungsfonds* soll ein möglichst reibungsloses Funktionieren des internationalen Währungssystems sicherstellen. Zu diesem Zweck kann er Ländern mit Zahlungsbilanzschwierigkeiten Kredite zur Verfügung stellen und an diese Kredite gewisse Bedingungen knüpfen. Seine Mitglieder unterliegen ferner einem internationalen Kodex von wirtschaftspolli-

tischen Spielregeln. Die Aufgabe der *Weltbank* besteht in der Finanzierung von Infrastrukturvorhaben. Unterstützt werden genau umschriebene und sorgfältig geprüfte Projekte. Ihre beiden Tochterunternehmen, die IDA und die Finanzkorporation, schliesslich sind auf die spezifischen Bedingungen der Entwicklungsländer zugeschnitten. Anders als die Weltbank, die ihre Darlehen zu Marktkonditionen gewährt, stellt die IDA Entwicklungsländern mit besonders tiefem Pro-Kopf-Einkommen Kredite zu Vorzugsbedingungen zur Verfügung. Die Finanzkorporation unterstützt über Beteiligungen und Darlehen private Unternehmungen, die für den Aufbau dieser Länder wichtig sind.

Es mag überraschen, dass die Schweiz als internationales Finanzzentrum bisher ausgerechnet den Bretton-Woods-Institutionen ferngeblieben ist. Die Frage eines Beitritts wurde in der Tat wiederholt geprüft, doch war der Entscheid zunächst stets negativ. Erst im Jahre 1982 sprach sich der Bundesrat zugunsten eines Beitritts aus, wobei er jedoch Zeitpunkt und Bedingungen offenliess.

Die früheren ablehnenden Entscheide waren sowohl währungs- als auch handelspolitisch motiviert. Auf Opposition stiess vor allem eine Mitgliedschaft beim Währungsfonds. Der erste ablehnende Entscheid fiel kurz nach dem Krieg im Jahre 1947. Man muss ihn vor dem Hintergrund der damaligen weltwirtschaftlichen Situation sehen. Der Schweizerfranken war damals neben dem Dollar praktisch die einzige konvertible Währung. Stellte der Währungsfonds fest, dass eine bestimmte Währung knapp wurde, so konnte er seinen Mitgliedern erlauben, den freien Zahlungsverkehr in dieser Währung zu beschränken. Aufgrund dieser Knappheitsklausel hätten die Zahlungen in Schweizerfranken diskriminiert werden können, was für die Exporte der Schweiz schwerwiegende Auswirkungen gehabt hätte. Ein weiterer Punkt, der damals gegen

\* Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank. Referat, gehalten beim Schweizerischen Institut für Auslandsforschung in Zürich am 18. Juni 1985

einen Beitritt der Schweiz sprach, betraf das Bankgeheimnis: es wurde befürchtet, dass die dem Währungsfonds periodisch zu liefernden Informationen mit dem Bankgeheimnis kollidieren könnten. Beide Bedenken verloren bald an Bedeutung. Zwei andere Argumente behielten aber zumindest vorerst ihre Gültigkeit.

Zum einen waren die Mitglieder des Währungsfonds bis 1973 verpflichtet, den Dollarkurs ihrer Währungen innerhalb einer bestimmten Bandbreite zu halten. Die vom Währungsfonds stipulierte Bandbreite war enger als jene, welche die Nationalbank für den Schweizerfranken festgelegt hatte. Ein Beitritt hätte die Nationalbank somit gezwungen, bedeutend häufiger als bisher am Devisenmarkt zu intervenieren. Zum anderen wurde befürchtet, dass die Währungspolitik der Nationalbank tangiert werden könnte, wenn Mitgliedsländer des Währungsfonds Ziehungen in Schweizerfranken durchführen sollten. Die Nationalbank wehrte sich nicht zuletzt deshalb gegen einen Beitritt, weil sie die Wirkungen dieser Ziehungen auf die Geldmenge mit dem damaligen Notenbankinstrumentarium kaum hätte neutralisieren können. Schliesslich war man sich auch bewusst, dass die Massnahmen gegen den Zufluss ausländischer Gelder, die damals einen wesentlichen Teil des währungspolitischen Dispositivs bildeten, einer Mitgliedschaft zwar nicht im Wege standen, nach einem Beitritt aber doch vom Währungsfonds in Frage gestellt worden wären.

Obwohl die Schweiz den Institutionen von Bretton Woods fernblieb, entwickelten sich im Laufe der Zeit enge Beziehungen zu Währungsfonds und Weltbank. Was den Währungsfonds angeht, so wurde der erste bedeutende Schritt zu einer Vertiefung der Kooperation Anfang der sechziger Jahre getan, als in den Vereinigten Staaten und Grossbritannien wiederholt gravierende Zahlungsbilanzstörungen auftraten. Diese stellten den Währungsfonds vor grosse Probleme. Er musste nämlich mit der Möglichkeit rechnen, dass die Vereinigten Staaten und Grossbritannien seine Ressourcen gleichzeitig beanspruchen würden. Hätten diese beiden Länder im Falle einer Zahlungsbilanzkrise ihre Kreditlimiten beim Währungsfonds voll ausgeschöpft, wäre dieser in eine kritische Lage geraten, da seine

Mittel nicht ausgereicht hätten, um ihre Ansprüche zu befriedigen.

Angesichts der drohenden Gefahr eines Liquiditätsengpasses ersuchte der Währungsfonds die zehn wichtigsten Industrieländer, die unter dem Namen Zehnergruppe bekannt wurden, um zusätzliche Mittel. Die Hilfeleistung der Zehnergruppe wurde durch die Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) geregelt, die am 24. Oktober 1962 für eine Dauer von vier Jahren in Kraft traten und später periodisch erneuert wurden. Der Währungsfonds durfte die im Rahmen der AKV geborgten Mittel lediglich zur Finanzierung von Krediten an die Mitglieder der Zehnergruppe verwenden. Obwohl kein Mitglied des Währungsfonds, zeigte sich die Schweiz bereit, einen substantiellen Beitrag zur Überwindung der Liquiditätsprobleme zu leisten. Aus diesen Gründen assoziierte sie sich im Jahre 1964 mit den Allgemeinen Kreditvereinbarungen, sah jedoch von der Möglichkeit einer direkten Beteiligung ab. Die Rechtsgrundlage für die Assoziation bildete der Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen vom 4. Oktober 1963. Die unter den Allgemeinen Kreditvereinbarungen eingeräumte Kreditfazilität wurde in der Folge mehrmals beansprucht, und die Schweiz beteiligte sich an insgesamt vier Währungshilfeaktionen, welche ausschliesslich Grossbritannien und Italien zugute kamen.

Die Beziehungen der Schweiz zum Währungsfonds laufen nicht nur über die Allgemeinen Kreditvereinbarungen, sondern auch über verschiedene andere Kanäle. Nach dem ersten Ölpreisschock schuf der Währungsfonds eine Reihe zusätzlicher Kreditfazilitäten, die die Schweiz zum Teil mitfinanzierte. Darunter fallen die im Jahre 1975 eingeführte zweite Ölfazilität, die inzwischen wieder aufgehoben wurde, sowie die 1979 in Kraft getretene Witteveen-Fazilität.

Die Beziehungen zur Weltbank wurden bereits im Jahre 1951 in einer Konvention geregelt. Diese brachte der Weltbank einige Erleichterungen für die Geldaufnahme am schweizerischen Kapitalmarkt. Von zwei kleineren Krediten in den fünfziger und sechziger Jahren abgesehen, blieb die Öffnung des Kapitalmarkts die wichtigste Lei-



stung der Schweiz an die Weltbank. Diese machte von den dadurch gegebenen Möglichkeiten regen Gebrauch. Gegenwärtig lautet rund ein Viertel der gesamten Verbindlichkeiten der Weltbank auf Schweizerfranken. Umgekehrt gab die Weltbank schweizerischen Firmen die Möglichkeit, sich an Ausschreibungen zur Beschaffung von Gütern und Dienstleistungen für Weltbankprojekte zu beteiligen. Das gleiche gilt im übrigen auch für die Projekte der IDA, welcher die Schweiz in den Jahren 1967 und 1971 zwei langfristige zinslose Darlehen gewährte, bevor ein drittes Darlehen im Jahre 1976 an einem negativen Volksentscheid scheiterte. Die Schweiz hat seither keine Kredite mehr an die IDA gewährt.

Aufgrund ihrer Leistungen zugunsten von Währungsfonds und Weltbank ist die Schweiz seit 1977 an den Jahresversammlungen der beiden Institutionen von Bretton Woods als Beobachter zugelassen. Bereits 1975 wurde der Nationalbank der Beobachterstatus im Interimskomitee des Währungsfonds, der die Handhabung und die Fortentwicklung des internationalen Währungssystems überwacht, eingeräumt. Die Schweiz ist ausserdem in dem von beiden Organisationen gemeinsam gegründeten Entwicklungsausschuss vertreten.

Die Hauptaufgabe der Zehnergruppe, bei der die Schweiz seit 1964 als assoziiertes Mitglied mitwirkt, lag ursprünglich darin, über die Beanspruchung der Allgemeinen Kreditvereinbarungen durch den Währungsfonds zu entscheiden. Gleichzeitig wurde sie aber auch als Forum zur Erörterung von Fragen der internationalen Währungspolitik genutzt. In den sechziger Jahren war es die Zehnergruppe, in deren Rahmen die ersten Diskussionen um eine Reform des internationalen Währungssystems geführt wurden. Auch das kurzlebige Smithsonian Agreement, das 1971 eine Anpassung der Wechselkurse und die Ausdehnung der Bandbreiten von 1% auf 2¼% brachte, wurde innerhalb der Zehnergruppe ausgehandelt. Die Koordinationsfunktion dieser Gruppe wird dadurch unterstrichen, dass sich die Finanzminister der Mitgliedländer am Vorabend der Jahresversammlung des Währungsfonds treffen.

Eine wichtige Rolle bei der internationalen Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Währungspolitik spielt auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel. Bei ihrer Gründung im Jahre 1930 war die BIZ als eine Art supranationale Zentralbank konzipiert. Daher sind nicht Staaten, sondern nur Zentralbanken als Mitglieder zugelassen. Diese etwas kuriose Organisationsstruktur erklärt, weshalb die Mitgliedschaft der Schweiz durch die Nationalbank wahrgenommen wird. Aus verschiedenen Gründen gelang es der BIZ nicht, sich zur zentralen internationalen Währungsorganisation zu entwickeln, sondern sie musste diese Rolle nach dem Zweiten Weltkrieg dem neugegründeten Währungsfonds überlassen. Dennoch erfüllt die BIZ eine Vielzahl wichtiger Aufgaben. Sie fungiert als Diskussionsforum der Zentralbanken und stellt ihre Einrichtungen für regelmässige Sitzungen auf Gouverneurs- und Expertenebene zur Verfügung, an denen auch die Schweiz aktiv teilnimmt. Besondere Erwähnung verdienen die bei der BIZ stattfindenden monatlichen Treffen der Notenbankgouverneure der Zehnergruppe und das sogenannte Cooke Committee, das sich mit Fragen der Bankenaufsicht befasst.

In den Jahren 1982 und 1983 trug die BIZ entscheidend zur Entschärfung der internationalen Schuldenkrise bei. Gemeinsam mit verschiedenen Zentralbanken gewährte sie einer Reihe zahlungsunfähiger Länder Überbrückungskredite, an denen sich auch die Nationalbank beteiligte. Allerdings muss betont werden, dass die BIZ im Unterschied zum Währungsfonds keine Zahlungsbilanzkredite zur Verfügung stellt. Ihre damaligen Bemühungen entsprangen vielmehr der Notwendigkeit, eine drohende internationale Finanzkrise abzuwenden.

### **Wandlungen der Institutionen von Bretton Woods seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen**

Nach dem Übergang der wichtigen Industrieländer zu flexiblen Wechselkursen begann sich die Rolle des Währungsfonds stark zu wandeln. Für die Beziehungen der Schweiz zu den Bretton-

Woods-Institutionen waren vor allem zwei Entwicklungen bedeutsam. Zum einen änderte sich die Stossrichtung der vom Währungsfonds organisierten Stützungsaktionen. Dank der Freigabe der Wechselkurse waren die Industrieländer kaum mehr auf Kredite des Währungsfonds angewiesen, um ihre Zahlungsbilanzprobleme zu lösen. Zwar traten vor allem im Gefolge der beiden Ölpreisschocks wiederholt massive Ertragsbilanzüberschüsse und -defizite auf, die jedoch weitgehend über private Kapitalbewegungen finanziert werden konnten. Die Zahlungsbilanzanpassung wurde durch die Existenz effizienter Eurofinanzmärkte erleichtert, die wesentlich dazu beitrugen, Kapital von Überschuss- in Defizitländer zu leiten.

Dies bedeutete aber nicht, dass der Währungsfonds seine Existenzberechtigung verloren hätte. Während flexible Wechselkurse den Zahlungsbilanzausgleich in den Industrieländern stark erleichtern, scheinen sie für die Entwicklungs- und Schwellenländer nicht der Weisheit letzter Schluss zu sein. Selbstverständlich können auch die weniger entwickelten Länder – ähnlich wie die Industrieländer – längerfristig Wechselkursanpassungen nicht umgehen. Insbesondere in Ländern mit hohen Inflationsraten sind speditive Wechselkursänderungen unerlässlich. Doch ist die Zahlungsbilanzanpassung in den weniger entwickelten Ländern auch bei flexiblen Wechselkursen häufig mit grossen Schwierigkeiten verknüpft, da ihnen das durch private Kapitalbewegungen gelieferte «Öl im Getriebe» nur beschränkt zur Verfügung steht. Abgesehen von einigen Schwellenländern haben die weniger entwickelten Länder kaum Zugang zum Euromarkt.

Somit ist es nicht erstaunlich, dass gerade diese Länder die Kreditfazilitäten des Währungsfonds nach wie vor beanspruchen. Offensichtlich besteht ein Bedarf nach einer internationalen Organisation, die in der Lage ist, die Anpassungsprobleme der weniger entwickelten Länder zu mildern. Meines Erachtens erfüllt damit der Währungsfonds auch unter dem gegenwärtigen System flexibler Wechselkurse eine ausserordentlich wichtige Funktion. Es versteht sich von selbst, dass der Währungsfonds diese Rolle nur spielen kann, wenn er ermächtigt ist, seine Kre-

dite mit Auflagen zu versehen. Insbesondere muss er verhindern können, dass sich Zahlungsbilanzkrisen weiter verschärfen, indem notwendige Anpassungen zu lange hinausgeschoben oder überhaupt nicht durchgeführt werden.

Angesichts der Wandlungen in der Kreditpolitik des Währungsfonds änderte sich auch die Rolle der Allgemeinen Kreditvereinbarungen. An einem auf die Zehnergruppe beschränkten Instrument der gegenseitigen Währungshilfe bestand kaum mehr Bedarf. Hingegen war der Währungsfonds bestrebt, die Kreditvereinbarungen für Währungshilfemassnahmen zugunsten der dritten Welt heranzuziehen. Diesen Bestrebungen trug die Zehnergruppe mit einer im Jahre 1983 beschlossenen Umgestaltung der Allgemeinen Kreditvereinbarungen Rechnung. Die im Rahmen dieser Vereinbarung aufgenommenen Mittel sind nun nicht mehr ausschliesslich für die Länder der Zehnergruppe bestimmt, sondern können für die Finanzierung von Krediten an alle Mitglieder des Währungsfonds verwendet werden. Gleichzeitig mit dieser Umgestaltung trat die Schweiz der Zehnergruppe als Vollmitglied bei. Allerdings nimmt sie auch nach ihrem Beitritt eine Sonderstellung ein, indem sie zwar zur Kreditgewährung herangezogen werden kann, als Nichtmitglied des Währungsfonds jedoch keinen Zugang zu den Mitteln der AKV hat. Wenn diese Regelung der Schweiz auf den ersten Blick wenig Vorteile zu verschaffen scheint, so darf doch nicht ausser acht gelassen werden, dass die Mitgliedschaft unsere Stellung in der Zehnergruppe wesentlich verstärkt hat.

Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen bewirkte nicht nur eine Änderung der Kreditpolitik des Währungsfonds, sondern löste auch eine intensive Diskussion über seine künftige Rolle als internationales währungspolitisches Überwachungsorgan aus. Gemäss der ursprünglichen Konzeption des Bretton-Woods-Systems war der Währungsfonds in der Lage, die Wirtschaftspolitik seiner Mitglieder über zwei Kanäle zu beeinflussen. Einerseits waren die Mitglieder verpflichtet, für ihre Währungen eine Wechselkursparität gegenüber dem Dollar festzulegen, die grundsätzlich nur mit Einwilligung des Währungsfonds geändert werden konnte. Andererseits

bildeten die an die Währungsfondskredite geknüpften Bedingungen ein wirksames Instrument der Disziplinierung.

Mit der Aufgabe des Fixkurssystems entfiel die Möglichkeit, auf die Wirtschaftspolitik der Mitgliedländer über Änderungen der Wechselkursparitäten einzuwirken. Dies begrenzt den Einflussbereich des Währungsfonds auf diejenigen Länder, die bei ihm in der Kreide stehen. Es überrascht daher nicht, dass heutzutage praktisch nur noch die Wirtschaftspolitik der Entwicklungs- und Schwellenländer vom Währungsfonds überwacht wird. Diese «Regionalisierung» der Überwachungsfunktion entspricht kaum den Vorstellungen der Gründer des Systems von Bretton Woods, die den Währungsfonds als eine ausgesprochen global orientierte Institution konzipierten.

Aus diesen Gründen ist es verständlich, dass mancherorts der Ruf nach einer Rückbesinnung auf die globale Rolle des Währungsfonds ertönt. Eine Beschränkung der Überwachung auf die weniger entwickelten Länder sei verfehlt; auch die Industrieländer müssten wieder vermehrt der Aufsicht durch den Währungsfonds unterstellt werden. Dies wird vor allem im Hinblick auf die starken Wechselkursschwankungen der letzten Jahre gefordert, die vielen Ländern Schwierigkeiten bereiten. Die Meinung ist weit verbreitet, dass eine Stabilisierung der Wechselkurse nur durch eine engere internationale Überwachung der Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder erreicht werden könne.

Die Möglichkeit einer Ausweitung und Verstärkung der Überwachung durch den Währungsfonds wird gegenwärtig in der Zehnergruppe diskutiert. Die Schweiz ist an dieser Debatte aktiv beteiligt und hat im vergangenen Jahr an einer Sitzung in Rom ihre Bereitschaft bekundet, an einem internationalen Überwachungssystem mitzuwirken. Natürlich könnte sich die Schweiz nicht wie ein Mitgliedland direkt vom Währungsfonds überwachen lassen. Allerdings muss ich betonen, dass die Nationalbank die Erfolgsaussichten einer solchen Übung nicht überschätzt. Denn in bezug auf Inhalt und Form einer Überwachung bestehen innerhalb der Zehnergruppe beträchtliche Meinungsunterschiede, die sich

nicht ohne weiteres unter einen Hut bringen lassen.

Was den Inhalt der Überwachung betrifft, ist es alles andere als klar, mit welchen Mitteln die Wechselkurse zu stabilisieren wären. Verschiedene Mitgliedländer der Zehnergruppe betrachten Zielzonen für die Wechselkurse als ein ideales Stabilisierungsinstrument. Diese wären in Absprachen mit dem Währungsfonds oder im Rahmen der Zehnergruppe festzulegen. Die Marktkurse müssten mit Hilfe von Interventionen am Devisenmarkt innerhalb der Zielzonen gehalten werden, wobei der Währungsfonds oder die Zehnergruppe als Überwachungsorgan fungieren würde. Obschon dieser Vorschlag auf den ersten Blick einleuchtend scheint, böte er zumindest im gegenwärtigen Zeitpunkt keine sinnvolle Lösung für die aus übertriebenen Wechselkursschwankungen erwachsenden Probleme. Die Nationalbank wäre kaum in der Lage, den Frankenkurs innerhalb einer bestimmten Zielzone zu halten, ohne ihre Kontrolle über die Geldmenge aufzugeben. Liesse sie der Geldmengenentwicklung freien Lauf, so würde sie das von ihr verfolgte Ziel eines stabilen Preisniveaus aufs Spiel setzen. Eine Stabilisierung der Wechselkurse, die mit einer Destabilisierung des Preisniveaus erkaufte werden müsste, würde bedeuten, den Teufel mit dem Beelzebub austreiben zu wollen. Daher ist es nicht erstaunlich, dass der Vorschlag auf Einführung von Zielzonen für die Wechselkurse von der überwiegenden Mehrheit der Zehnergruppe-Länder abgelehnt wird.

Anstatt Zielzonen festzulegen, wäre es besser, den Ursachen für die übertriebenen Wechselkursschwankungen direkt zu Leibe zu rücken. Es ist unbestritten, dass extreme Kursschläge häufig dann auftreten, wenn die einzelnen Länder eine stark divergierende Geld- und Fiskalpolitik verfolgen. So ist die seit einigen Jahren bemerkenswert stabile DM/Franken-Relation nicht zuletzt der Tatsache zu verdanken, dass zwischen der von der Bundesrepublik Deutschland und der von der Schweiz geführten Geld- und Fiskalpolitik grosse Ähnlichkeit besteht. Wie aus diesem Beispiel ersichtlich ist, wäre eine Harmonisierung der Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder ein wirksames Mittel zur Stabilisierung der Wechselkurse. Daraus folgt, dass ein

von Währungsfonds oder Zehnergruppe getragenes Überwachungssystem auf eine Harmonisierung der Wirtschaftspolitik abzielen sollte.

Dennoch möchte ich betonen, dass auch eine Harmonisierung der Wirtschaftspolitik nicht unter allen Umständen ein zweckmässiges Mittel zur Wechselkursstabilisierung darstellt. Entscheidend ist nicht nur die Frage, *ob*, sondern auch *wie* harmonisiert werden soll. Beispielsweise bestünde für die Nationalbank kaum Anlass zu Genugtuung, wenn man sich innerhalb der Zehnergruppe darauf einigte, gemeinsam eine Teuerungsrate von 5% anzustreben. Eine solche Lösung würde ebensowenig befriedigen wie Zielzonen: Wiederum würde der Beelzebub den Teufel ablösen.

Meines Erachtens ist eine Erweiterung und Verstärkung der Überwachung zwecklos, wenn unter den beteiligten Ländern kein Konsens über die grundlegenden Ziele der Wirtschaftspolitik vorliegt. Trotz aller Meinungsverschiedenheiten glaube ich, dass zumindest innerhalb der Zehnergruppe gegenwärtig Aussichten auf einen solchen Konsens bestehen. Insbesondere scheint die auch von der Schweiz geteilte Auffassung unbestritten zu sein, wonach sich die Geldpolitik primär am Ziel eines stabilen Preisniveaus orientieren sollte. In Anbetracht dieser bereits bestehenden Konvergenz würde eine Überwachung der Wirtschaftspolitik innerhalb der Zehnergruppe meines Erachtens eine sinnvolle Funktion erfüllen. Sie könnte die Form einer regelmässigen Erfolgskontrolle annehmen, welche die effektiven Leistungen der Wirtschaftspolitik den von den Behörden postulierten Zielen gegenüberstellen würde. Damit könnte der Anreiz, den gesetzten Zielen nachzuleben, verstärkt werden.

### **Ausblick auf die Zukunft**

Lassen Sie mich meine Ausführungen mit einem Ausblick auf die künftige Entwicklung unserer Beziehungen zu den Institutionen von Bretton Woods schliessen. Es ist möglich, dass die schweizerischen Stimmbürger in den kommenden Jahren Gelegenheit haben werden, sich für oder gegen einen Beitritt zu Währungsfonds und

Weltbank auszusprechen. Wie ich schon am Anfang meines Referats zeigte, unterstützt nun der Bundesrat im Unterschied zu früher einen solchen Beitritt. Trotz seiner positiven Haltung wird es nicht leichtfallen, die Stimmbürger von der Zweckmässigkeit einer Mitgliedschaft bei den Institutionen von Bretton Woods zu überzeugen, da diese für die Schweiz kaum mit handfesten Vorteilen verbunden wäre.

In bezug auf den Währungsfonds würde die Schweiz aus einer Mitgliedschaft kaum grossen Nutzen ziehen. Die Wahrscheinlichkeit, dass wir die Kreditfazilitäten des Währungsfonds je beanspruchen müssten, ist ausserordentlich gering. Angesichts der Devisenpolster der Nationalbank und der Kreditwürdigkeit der Schweiz könnten wir auch inskünftig Zahlungsbilanzprobleme ohne Mithilfe des Währungsfonds bewältigen. Allerdings würden der Schweiz aus einer Mitgliedschaft beim Währungsfonds auch keine gravierenden Nachteile erwachsen. Die Bedenken, die der Bundesrat früher gegen einen Beitritt hegte, sind in der Zwischenzeit weitgehend gegenstandslos geworden. Insbesondere würde ein Beitritt unsere wirtschaftspolitische Autonomie kaum beeinträchtigen. Der Verhaltenskodex, dem die Mitglieder des Währungsfonds unterstellt sind, ist – wie schon erwähnt – seit der Freigabe der Wechselkurse stark gelockert worden. Negative Auswirkungen auf unsere Geld- und Aussenwirtschaftspolitik wären daher nicht zu erwarten. Allerdings müsste damit gerechnet werden, dass die Schuldner des Währungsfonds häufig Ziehungen in Schweizerfranken vornehmen würden. Dies würde gewisse technische Probleme für die schweizerische Geldpolitik aufwerfen, die jedoch lösbar wären.

Wenn auch beim Währungsfonds keine zwingenden Gründe für einen Beitritt sprechen, hätte eine Mitgliedschaft bei der Weltbank und ihren Tochterorganisationen für die Schweiz doch verschiedene Vorteile. Die gegenwärtig schon sehr engen Beziehungen zu diesen Institutionen könnten weiter ausgebaut werden. Dies wäre nicht nur im Interesse der Entwicklungsländer, sondern würde auch der schweizerischen Industrie zugute kommen, die dank der Weltbankfinanzierung mit höheren Exportaufträgen aus der dritten Welt rechnen könnte. Ferner würde

die Schweiz jenen Mitgliedern der Weltbank den Rücken stärken, die sich für eine nüchterne und realistische Beurteilung der Entwicklungsprobleme der dritten Welt einsetzen.

Obschon die Vorteile eines Beitritts nicht offensichtlich sind, möchte ich nicht den Eindruck erwecken, ich lehnte eine Mitgliedschaft der Schweiz bei den Institutionen von Bretton Woods a priori ab. Meines Erachtens wäre es verfehlt, diese Frage aufgrund eines kleinkarierten Kosten/Nutzen-Kalküls, das die kurzfristigen materiellen Vor- und Nachteile eines Beitritts gegeneinander abwägt, zu entscheiden. Die Zweckmässigkeit eines Beitritts sollte vielmehr aus einer längerfristigen Optik beurteilt werden. Ich bin überzeugt, dass eine enge Zusammenarbeit mit den Institutionen von Bretton Woods, sei es in der heutigen Form oder in Form einer Mitgliedschaft, im langfristigen Interesse der Schweiz liegt. Währungsfonds und Weltbank spielen eine ausserordentlich nützliche und konstruktive Rolle. Sie tragen wesentlich zur Stabilität der internationalen Währungsordnung bei, erleichtern die oft schmerzvollen Anpassungsprozesse in den Entwicklungsländern und fördern die marktwirtschaftlichen Tendenzen in der Weltwirtschaft. Eine internationale Währungsorganisation, die auf die Erhaltung einer liberalen Weltwirtschaftsordnung ausgerichtet ist, kann den langfristigen

Interessen der Schweiz nur förderlich sein und verdient somit unsere volle Unterstützung.

Natürlich bin ich mir bewusst, dass ein Beitritt der Schweiz zu den Institutionen von Bretton Woods alles andere als unbestritten ist. Opposition dagegen kommt interessanterweise von rechts und links. Die einen werfen den Institutionen von Bretton Woods vor, ihre Haltung gegenüber den Entwicklungsländern sei nicht hart genug, um verantwortungslose Politiker von fragwürdigen wirtschaftspolitischen Eskapaden abzuhalten. Andere sind der Meinung, Währungsfonds und Weltbank verträten primär die Interessen der Banken in den Industrieländern und öffneten der kapitalistischen Ausbeutung der Entwicklungsländer Tür und Tor. Diese extremen Ansichten gehen meines Erachtens völlig an der Realität vorbei. Vielleicht bürgt gerade die Tatsache, dass die Institutionen von Bretton Woods von rechts und links angegriffen werden, für die Richtigkeit des von ihnen eingeschlagenen Weges.

Als kleines Land wäre die Schweiz natürlich nur beschränkt in der Lage, den Gang der Dinge in Washington zu beeinflussen. Verstünde sie es im Falle eines Beitritts jedoch, weitsichtige und kompetente Fachleute zu Währungsfonds und Weltbank zu entsenden, würde ihre Meinung dort bestimmt nicht ungehört verhallen.

# Gehaltskonti und Geldmengenstatistik

Urs W. Birchler\*

## Einleitung

Die Schweizerische Nationalbank hat im Quartalsheft «Geld, Währung und Konjunktur», Nr. 1/1985<sup>1</sup>, revidierte Reihen der Geldmengen  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  für den Zeitraum Juni 1975 bis Dezember 1984 vorgestellt. Die revidierten Reihen unterscheiden sich von den alten unter anderem dadurch, dass bei ihrer Berechnung die sogenannten Gehaltskonti einheitlich als Spareinlagen behandelt wurden. Zuvor waren diese Konti in der Geldmengenstatistik je nach ihrer Verbuchung durch die einzelnen Banken, d.h. relativ willkürlich, zu den Sichteinlagen bzw. zu den Spargeldern gezählt worden.

Die im folgenden vorgestellte Untersuchung dient als Grundlage zum Entscheid, die Gehaltskonti als Spareinlagen – und damit als Bestandteil von  $M_3$ , nicht aber von  $M_1$  – anzusehen. Sie gliedert sich in sechs Abschnitte. Der erste Abschnitt zeigt die Grössenordnung des Problems. Der zweite Abschnitt formuliert die Kriterien, nach denen die Zuordnung entschieden wurde. Der dritte Abschnitt ist den theoretischen Überlegungen zur Nachfrage nach Gehaltskonti gewidmet. Im Abschnitt vier ist die Nachfrage nach Gehaltskonti im Monats- und im Jahresablauf dargestellt. Den Schwerpunkt der Untersuchung bildet die Schätzung der Nachfrage nach Gehaltskonti im Zeitraum 1976–1984 im fünften Abschnitt. Der sechste Abschnitt enthält die Schlussfolgerungen aus der vorangegangenen Untersuchung.

## 1. Das Problem und seine Grössenordnung

Die Konkurrenz zwischen Banken- und Postchecksystem um die Einlagen des Publikums führte zwischen 1960 und 1975 dazu, dass die meisten Banken als neue Einlageform das Gehaltskonto (auch Salär-, Lohn- oder Privatkonto

genannt) einführten. Die Gehaltskonti wurden mit attraktiven Bedingungen ausgestattet, indem sie die Verzinsung des normalen Sparhefts mit der Verfügbarkeit des Kontokorrents verbinden.

Nicht überraschend sind die Gehaltskontobestände seitdem rasch angestiegen. Ihr durchschnittliches Jahreswachstum betrug zwischen 1975 und 1983 rund 23% (Sichteinlagen: 5%, Spareinlagen: 8%, Postcheck 5%). Angesichts des in der Folge auf rund 7% angestiegenen Anteils der Gehaltskonti an der Geldmenge  $M_3$  stellte sich die Frage, ob die Gehaltskonti wie die Sichteinlagen zur Geldmenge im engeren Sinne,  $M_1$ , oder wie die Spareinlagen nur zu  $M_3$  zu zählen sind. Eine Antwort auf diese Frage drängte um so mehr, als mehrere, teils bedeutende Banken ihre Gehaltskonti zunächst unter den Sichteinlagen führten, mit der Zeit aber im Interesse einer geringeren gesetzlichen Mindestliquidität<sup>2</sup> zu den Spar- und Depositenkonti umbuchten, so dass sich eine inkonsequente Behandlung der Gehaltskonti in der Geldmengenstatistik ergab. Die Grössenordnung dieses Problems geht aus Tabelle 1 hervor.<sup>3</sup>

Durch den Entscheid der Schweizerischen Nationalbank,  $M_1$  exklusive Gehaltskonti zu berechnen, ist jenes Geldaggregat, wie in Spalte (3a) sichtbar ist, gegenüber den alten Werten um gut 2 Prozent verringert worden. Umgekehrt hätte ein Einschluss der Gehaltskonti in  $M_1$  diese Geldmenge, wie Spalte (3b) zeigt, per 1983 um knapp 19 Prozent aufgebläht.

<sup>1</sup> S. 51ff.

<sup>2</sup> Zu den über die Höhe des gesetzlichen Liquiditätsminimums entscheidenden sogenannten «kurzfristigen Verbindlichkeiten» zählen die Sichteinlagen zu 100%, die Spareinlagen jedoch nur zu 15%.

<sup>3</sup> Die Gehaltskontibestände der gesamten Banken sind nicht bekannt. Die Zahlen in Tabelle 1 beruhen auf der Statistik der 71 monatlich berichtenden Banken. Der Anteil der 71 Banken dürfte aber bei über 80% liegen.

\* Bankwirtschaftliche Abteilung der Schweizerischen Nationalbank

**Tabelle 1: Die Verbuchung der Gehaltskonti durch die Banken**

Ende	Total Mrd. Fr.	prozentuale Aufteilung auf:		in % von $M_1$ auf:	
		Sicht- gut- haben (2a)	Spar- gut- haben (2b)	Sicht- gut- haben (3a)	Spar- gut- haben (3b)
	(1)				
1975	3,7	34	66	2,4	4,8
1983	12,8	11	89	2,3	18,8

## 2. Zuordnungskriterien

Der Entscheid über die Behandlung der Gehaltskonti kann im Prinzip aufgrund rechtlich-institutioneller oder aufgrund ökonomischer Kriterien gefällt werden.

Die rechtlichen und institutionellen Charakteristiken der Gehaltskonti – d.h. ihre Eignung für den Zahlungsverkehr und ihre Verzinsung – liefern widersprüchliche Antworten auf die Frage nach der Rolle der Gehaltskonti. Unter dem Aspekt der *Eignung für den Zahlungsverkehr* wären die Gehaltskonti als mindestens ebenso geldnahe Anlagen zu betrachten wie Postcheckguthaben.<sup>4</sup> Die Tatsache, dass die Gehaltskonti mit grosszügigen Rückzugslimiten ausgestattet sind, dass Checks auf sie gezogen werden können und dass die Banken Überweisungen und Daueraufträge (zu konkurrenzfähigen Tarifen) ausführen, heisst jedoch noch nicht, dass für den Anleger dieser liquide Aspekt der Gehaltskonti im Vordergrund steht, da diese gleichzeitig über eine attraktive Verzinsung verfügen.

Die meisten Banken vergüten auf ihren Gehaltskonti denselben Zinssatz wie auf normalen Sparguthaben.<sup>5</sup> Die Tatsache, dass eine Einlageform denselben Zins trägt wie eine weniger liquide Anlage, deutet im Prinzip darauf hin, dass sie aus Anlage-, nicht aus Transaktionsmotiven gehalten wird.<sup>6</sup> Einlagen, die Transaktionsmittel darstellen – Beispiel: Sichteinlagen –, werden nämlich auch gehalten, ohne dass die Banken Zinsen vergüten.

Im Falle der Gehaltskonti versagt jedoch das Zinssatzkriterium. Das im Vergleich zu den gleich hoch verzinslichen Sparkonti wesentlich stärkere

Wachstum der Gehaltskonti deutet nämlich darauf hin, dass für die Anleger nicht nur das Rendite-, d.h. Anlagemotiv, sondern auch das Transaktionsmotiv eine Rolle spielt. Welches dieser beiden Motive überwiegt, ist nur aufgrund ökonomischer Kriterien, d.h. einer genaueren Analyse der *Nachfrage nach Gehaltskonti* zu beantworten.

Als erster Anhaltspunkt kann dabei das Ausmass gelten, in dem die Gehaltskonti tatsächlich für Zahlungen verwendet werden. In bezug auf die periodischen monatlichen und jährlichen Zahlungen lässt sich jenes Ausmass ungefähr bestimmen (Abschnitt 4). In bezug auf unregelmässige Zahlungen liegen jedoch keine direkten Anhaltspunkte vor.

Zuverlässige Hinweise auf die Rolle der Gehaltskonti sind nur von ihrem Verhalten im Konjunkturablauf zu erwarten (Abschnitt 5). Aus mikroökonomischer Sicht kann die Verwandtschaft zwischen Gehaltskonti und Spargeldern an der Enge ihrer Substitutionsbeziehung beurteilt werden (5a). Aus makroökonomischer und besonders aus geldpolitischer Sicht interessiert vor allem, ob  $M_1$  mit oder ohne Gehaltskonti den besseren monetären Indikator abgibt (5b). Zusätzlich wird die kurzfristige Anpassungsdynamik der Gehaltskonti untersucht (5c).

## 3. Theoretische Überlegungen zur Nachfrage nach Gehaltskonti

Gemäss Niehans<sup>7</sup> hängt die Aufteilung der finanziellen Portefeuilles vor allem von der Struktur der Transaktionskosten und von den Zinssätzen ab. Eine verhältnismässig liquide (d.h. mit wenig Transaktionskosten in Güter tauschbare) Anlage wird immer dann gehalten, wenn die Transaktionskosten des «Umsteigens» in eine höher verzinsliche, aber weniger liquide Anlage grösser

<sup>4</sup> Eine Übersicht über die auf Gehalts-, Spar- und Postcheckkonti anwendbaren Konditionen der Banken gibt der Anhang.

<sup>5</sup> Ein höherer Zinssatz (+¼%) gilt für Anlage-, Alters- und Jugendsparhefte usw., ein niedriger (ca. -½%) für Depositenkonti.

<sup>6</sup> vgl. Pesek, Saving (1966)

<sup>7</sup> vgl. Niehans (1980), Kap. 3

wären als der zusätzliche Zinsertrag. Offensichtlich lohnt sich also der Erwerb einer höherverzinslichen Anlage um so eher, je länger der Zeitraum ist, bis sie wieder liquidiert werden muss, und je grösser ihr Zinsvorteil gegenüber der geldnäheren Anlage ist.

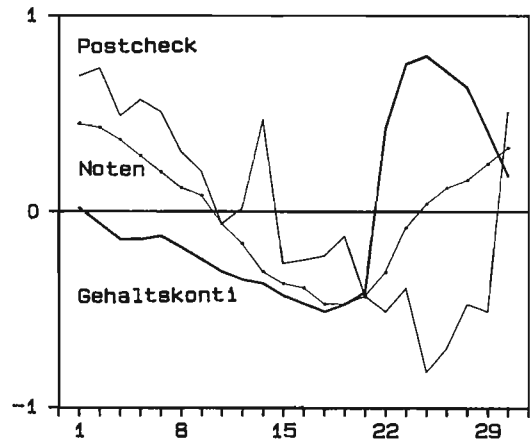
Für die Nachfrage nach Gehaltskonti bedeutet dies zweierlei: *Erstens* sind die tendenziell höher verzinslichen Alternativen zum Gehaltskonto (Anlagesparheft, Termineinlage, Kassenobligation, Obligation) nur attraktiv, wenn die investierten Mittel mindestens einige Monate bis mehrere Jahre angelegt werden können. Es ist deshalb zu erwarten, dass eine Funktion der Gehaltskonti (wie auch der Postcheckguthaben und des Bargeldes) darin besteht, die kürzerfristigen Liquiditätsschwankungen der Haushalte zu absorbieren, wie sie typischerweise innerhalb des Monats- und des Jahresablaufs auftreten. Da die Einkommenszahlungen nicht im selben Rhythmus anfallen wie die Ausgaben, ist mit dem Auftreten der bekannten «Sägezahnprofile»<sup>8</sup> zu rechnen. *Zweitens* ist anzunehmen, dass Gehaltskonti auch im Hinblick auf unregelmässig anfallende oder überhaupt ungewisse Zahlungsbedürfnisse (Vorsichtsmotiv) gehalten werden. Da es sich dabei um eine längerfristig orientierte Anlage handelt, fallen die Kosten des Umsteigens in höher rentierende Anlagen weniger ins Gewicht, so dass die aus Vorsichtsmotiven gehaltenen Gehaltskonti auf Änderungen der Zinssätze reagieren dürften. Ferner ist anzunehmen, dass die Nachfrage nach Gehaltskonti sich einigermaßen proportional zum Transaktionsvolumen (gemessen z.B. am Einkommen) verändert. In den weiter unten besprochenen empirischen Schätzungen der Nachfrage nach verschiedenen geldnahen Anlagen stehen deshalb Zinssätze und Einkommen unter den erklärenden Grössen an erster Stelle.

#### 4. Die Nachfrage nach Gehaltskonti im Monats- und Jahresablauf

In diesem Abschnitt wird die erste der soeben aufgestellten Vermutungen geprüft, nämlich dass die Gehaltskonti als Liquiditätsreserve für monatlich und jährlich wiederkehrende Zahlungen dienen.

#### Grafik 1: Gehaltskonti, Postcheckguthaben und Noten im Monatsablauf

(Abweichungen vom Mittel in Mio. Franken)



##### a) im Monatsablauf

Ein Bild der via Gehaltskonti getätigten Zahlungen gibt die Entwicklung der täglichen Gehaltskontobestände innerhalb eines Monats. Sie ist zusammen mit den entsprechenden Kurven der Postcheckguthaben und der Banknoten für einen repräsentativen Monat (Oktober 1981) in Grafik 1 abgebildet.<sup>9</sup> Die täglichen Bestände sind als absolute Abweichungen (Mio. Fr.) vom jeweiligen monatlichen Durchschnittsbestand wiedergegeben.

Die Grafik 1 zeigt nicht überraschend, dass die Gehaltskonti ein ausgesprochen typisches Monatsmuster aufweisen, das durch den Eingang der Löhne um den 25. und durch die anschließenden Endmonatszahlungen sowie durch weitere, über die erste Monatshälfte verteilte Zahlungen charakterisiert ist (Sägezahnprofil). Der Unterschied zwischen Höchst- und Tiefststand beträgt rund 20% des durchschnittlichen Bestan-

<sup>8</sup> vgl. Baumol (1952)

<sup>9</sup> Gegen den direkten Vergleich der einzelnen Kurven bestehen gewisse Vorbehalte: Die täglichen Gehaltskontibestände beruhen auf den Zahlen einer einzelnen grösseren Geschäftsbank. Von dieser wurden sie auf das gesamte Bankensystem hochgerechnet. Die Gehalts- und Postcheckkonti umfassen nur Guthaben des Publikums, während der Notenumlauf auch die Noten bei den Banken einschliesst (keine Tageswerte der Noten der Banken vorhanden).



des. Mit anderen Worten werden ungefähr 20% der Gehaltskontibestände für monatliche Zahlungen verwendet. Dazu kämen noch in der Grafik nicht sichtbare direkte Transfers von Gehaltskonto zu Gehaltskonto. Solche Zahlungen dürften aber quantitativ unbedeutend sein, so dass die geschätzten 20% wohl ein realistisches Mass für die monatlichen Zahlungen darstellen, währenddem der monatliche «Bodensatz» rund 80% beträgt.<sup>10</sup> Aus der Sicht der Geldmengenstatistik interessieren vor allem die Endmonatswerte. Ende Monat enthalten die Gehaltskontibestände nur noch ungefähr die Hälfte der für monatliche Zahlungen verwendeten Beträge. Die andere Hälfte dürfte am Ultimo in den übrigen Anlagen enthalten sein, vor allem im Postcheck, der die Fluktuationen der Gehaltskonti mit rund fünftägiger Verzögerung ziemlich getreu wiederholt. Die in den Gehaltskonti enthaltene Transaktionskasse ist also mindestens teilweise in der Geldmenge enthalten, auch ohne dass diese die Gehaltskonti explizit einschliesst.

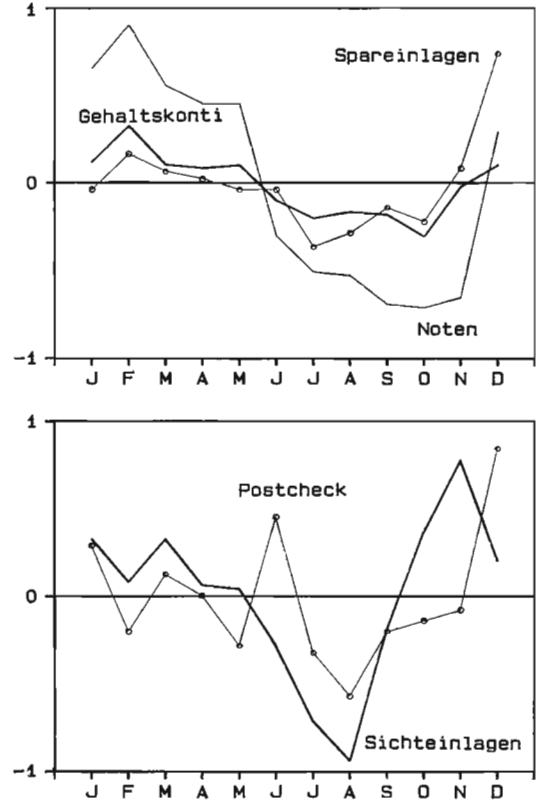
#### b) im Jahresablauf (Saisonschwankungen)

Es ist anzunehmen, dass auf den Gehaltskonti nicht nur Gelder zur Abdeckung des monatlichen, sondern auch des jährlich wiederkehrenden oder des unregelmässigen Zahlungsbedarfs gehalten werden. Die jährlich wiederkehrenden Zahlungen äussern sich in den Saisonschwankungen der Gehaltskontobestände. Diese sind, zusammen mit denen konkurrierender Anlagen, in Grafik 2 dargestellt. Die Abweichungen der Bestände vom Mittel sind wiederum in absoluten Grössen eingetragen, damit Umlagerungseffekte direkt erkennbar sind.

Die Grafik 2 zeigt, dass alle der berücksichtigten Anlagen typische Saisonmuster aufweisen. Die saisonale Entwicklung der Gehaltskonti widerspiegelt vor allem die Ferien (Rückgang von Juni bis Oktober) und die Gratifikationen und Zinsgutschriften (Anstieg von November bis Januar). Das Saisonprofil der Gehaltskonti ähnelt am stärksten dem der Sparkonti und dem des Notenumlaufs. Ganz anders verlaufen demgegenüber die Kurven der Postcheckguthaben und der Sichteinlagen. Bei den Gehaltskonti beträgt die Differenz zwischen Jahreshoch (Februar) und -tief (Okto-

#### Grafik 2: Die Saisonschwankungen verschiedener Anlagen des Publikums

(Abweichungen vom Mittel in Mio. Franken, Durchschnitt 1977–83)



ber) rund 8%. Der Februarwert ist allerdings gegen oben verzerrt, da infolge des kurzen Monats ein Teil der monatlichen Zahlungen erst in den ersten Märztagen erfolgt und abgerechnet wird. Der zur Deckung saisontypischer Liquiditätsbedürfnisse auf den Gehaltskonti gehaltene Betrag dürfte deshalb effektiv bei fünf Prozent des Totalbestandes liegen.

<sup>10</sup> Die Schwankungen der Postcheck- und der Notenbestände unterschätzen demgegenüber den Transaktionsmittelcharakter dieser Anlagen beträchtlich, da viele Zahlungen direkt innerhalb der betreffenden Bestände ausgeführt werden. Dasselbe gilt für die Sichteinlagen, über deren Verlauf keine täglichen Zahlen verfügbar sind.

## 5. Die Nachfrage nach Gehaltskonti im Konjunkturverlauf

Die bisher besprochenen typischen Schwankungen der Gehaltskontibestände werden automatisch herausgefiltert, wenn man saisonbereinigte Endmonatswerte untersucht. Auf die Entwicklung der Gehaltskontibestände hat dann nur noch jene Transaktionskasse einen Einfluss, die im Hinblick auf unregelmässig anfallende oder überhaupt ungewisse Zahlungen gehalten wird. Von dem rein als zinstragende Anlage gehaltenen Teil der Gehaltskonti lassen sich diese Mittel nicht mehr ohne weiteres unterscheiden. Im folgenden wird deshalb versucht, durch empirische Schätzungen der Nachfrage nach Gehaltskonti zu ermitteln, ob für die Anleger Transaktionsmotive (wie bei  $M_1$ ) oder Anlagemotive (wie bei den Sparguthaben) im Vordergrund stehen.

Vorbereitend sei in Grafik 3 die Entwicklung der Gehaltskontibestände im Konjunkturablauf (in Form prozentualer Zuwachsraten gegenüber dem Vorjahresmonat) der Entwicklung anderer Anlagen (Noten und Postcheckguthaben bzw. Sicht- und Spareinlagen) gegenübergestellt.

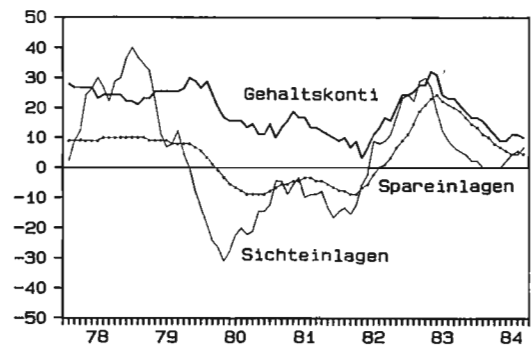
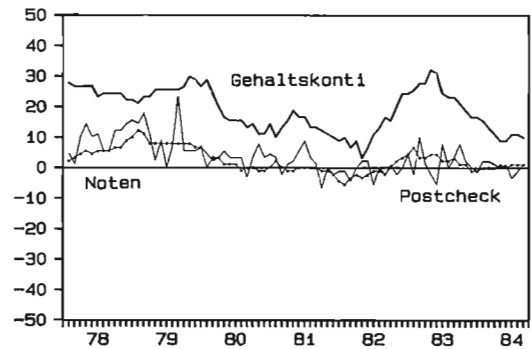
In der Grafik fallen drei Tatbestände auf: (1.) Relativ parallel – abgesehen von Zufallsschwankungen – verlaufen die Wachstumsraten der Noten einerseits und der Postcheckguthaben andererseits; auch das durchschnittliche Wachstum dieser Grössen ist praktisch gleich. (2.) Ebenfalls annähernd parallel verlaufen die Kurven der Gehaltskonti und der Spareinlagen. Deutlich sichtbar ist allerdings das rasche Wachstum der Gehaltskonti, das sich erst seit Mitte 1983 dem der Spareinlagen angenähert hat. (3.) Einen von dem der übrigen Anlagen verschiedenen Wachstumsrhythmus weisen die Sichteinlagen auf.

### a) Die Zufallspfad-Hypothese

Zunächst soll die Frage geprüft werden, ob die Gehaltskonti nicht einfach Sparkonti unter anderem Namen darstellen und deshalb zu diesen gezählt werden können. Aus mikroökonomischer Sicht lassen sich zwei Güter aggregieren, wenn sie entweder vollkommene Substitute oder vollkommen komplementäre Güter sind. Streng kom-

## Grafik 3: Wachstumsraten der Lohnkonti und konkurrierender Anlagen 1978–84

(Prozentuale Veränderungen gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat)



plementäre Güter (Beispiel: rechte und linke Schuhe) sind unter anderem dadurch gekennzeichnet, dass ihr Mengenverhältnis im Zeitablauf – abgesehen von zufälligen Abweichungen – konstant bleibt. Mit Blick auf Grafik 3 ist eine gewisse Komplementärbeziehung zwischen Gehalts- und Sparkonti nicht zum vornherein auszuschliessen, verlief doch das Wachstum beider Bestände weitgehend parallel. Die Komplementaritätsvermutung wird deshalb unten empirisch getestet.

Vollkommene Substitute (Beispiel: Banknoten mit geraden und ungeraden Nummern) sind demgegenüber an einem konstanten Preisverhältnis erkennbar, da geringe Änderungen in diesem Verhältnis extreme Verschiebungen der nachgefragten Mengen auslösen, wodurch sie sich in der Regel selbst korrigieren. Die Wahrscheinlichkeit, dass Gehalts- und Sparkonti vollkommene Substitute sein könnten, ist noch grösser als

**Tabelle 2: Schätzergebnisse der Zufallspfad-Hypothese**

Q	Konstante	$Q^{(-1)}$	$r_{TD}$	$r_{SD}$	$r_B$	$R^2$	SE	h
GK/SD	0,0055 (4,03)	0,9817 (6,77)	0,0004 (2,39)			0,9958	0,0022	-0,36
	0,0083 (4,07)	1,0104 (7,44)		-0,0012 (-1,98)		0,9956	0,0023	-0,49
	0,0030 (1,20)	0,9918 (6,61)			0,0007 (1,17)	0,9952	0,0024	0,59
NO/PC	0,7384 (3,11)	0,5789 (5,25)	-0,123 (-2,85)			0,8584	0,0478	-2,05
	0,2397 (1,19)	0,7865 (8,35)		0,0089 (0,64)		0,8200	0,0539	-1,45
	0,5097 (2,18)	0,7148 (7,19)			-0,0222 (-1,68)	0,8341	0,0517	-1,53

diejenige einer streng komplementären Beziehung. Beide Anlagen weisen dieselbe Verzinsung<sup>11</sup> und dieselben Opportunitätskosten auf. Allerdings sind sie mit unterschiedlichen nicht-monetären Erträgen verbunden, so dass nicht automatisch vollkommene Substitution angenommen werden kann. Da das Preisverhältnis nicht beobachtbare Komponenten enthält, muss die Substitutions-Vermutung am Verhältnis der nachgefragten Mengen geprüft werden. Dieses Verhältnis ist bei Substituten in seiner Entwicklung vollständig dem Zufall unterworfen, da beide Güter grundsätzlich gleichwertig sind. Im Falle der Gehalts- und Sparkonti ist allerdings nicht zu erwarten, dass das Bestandesverhältnis selbst zufallsverteilt ist. Umschichtungen zwischen den beiden Anlageformen sind für den Anleger mit Umtrieben verbunden, soweit sie über die ohnehin anfallenden Zahlungen hinausgehen. Da diese Zahlungen nur einen kleinen Teil der Bestände ausmachen, unterliegen eher die Veränderungen als die Bestände dem Zufallsprinzip. Dies bedeutet, dass das Verhältnis zwischen Gehalts- und Sparkonti, falls die beiden Anlageformen vollkommene Substitute sind, einem sogenannten Zufallspfad («random-walk») folgt. Es entwickelt sich also sehr ähnlich wie im Falle einer vollkommenen Komplementarität: Dort sind seine Veränderungen ebenfalls zufallsverteilt, nur haben sie zusätzlich die Eigenschaft, sich im Zeitablauf gegenseitig zu kompensieren. Im Unterschied zum reinen Zufallspfad weisen in jenem Fall die Abweichungen bzw. Residuen negative Autokorrelation auf.

Im folgenden wird die Zufallspfad-Hypothese getestet. Sollte sie den Test bestehen, liegt ein Hinweis vor, dass Gehalts- und Sparkonti entweder Substitute oder (im Fall negativ korrelierter Residuen) Komplemente sein dürften.

In der Gleichung

$$Q = a + bQ^{(-1)} + cX + u \quad (1)$$

stellt Q das Verhältnis Gehalts- zu Sparkonti,  $Q^{(-1)}$  dessen Wert aus der Vorperiode, X einen beliebigen Einflussfaktor und u eine Zufallsvariable dar. Falls Q einem Zufallspfad folgt, gilt  $a = 0$ ,  $b = 1$  und  $c = 0$  (für alle als X in Frage kommenden Einflussgrößen).

Die Gleichung (1) wurde für das Verhältnis von Gehalts- zu Sparkonti (GK/SD) und – zu Vergleichszwecken – für das (in Grafik 3 ebenfalls relativ stabile) Verhältnis von Noten<sup>12</sup> zu Postcheckkonti (NO/PC) mit Quartalsdaten (1976: 1 – 1984: 3) getestet. Als Variable X wurden verschiedene Größen eingesetzt: Sparheftsatz ( $r_{SD}$ ), der Termineinlagen-Satz<sup>13</sup> ( $r_{TD}$ ), die Rendite der Bundesobligationen<sup>14</sup> ( $r_B$ ) sowie das no-

<sup>11</sup> Versuche einzelner Banken, auf Gehaltskonti ein viertel bis ein halbes Prozent weniger zu vergüten als auf Sparkonti, hat die Kontoinhaber zu häufigen Umlagerungen zwischen den beiden Anlageformen veranlasst. Die den Banken dadurch entstandenen Administrativkosten überstiegen die Zinsersparnis.

<sup>12</sup> des Publikums

<sup>13</sup> Grossbanken, drei Monate

<sup>14</sup> unter Berücksichtigung der Kündbarkeit

minelle Bruttoinlandprodukt (BIP), das reale BIP, das Verhältnis BIP/Spardepositen und die Quartalswachstumsrate des (nominellen) BIP.

Die wichtigsten Resultate sind in Tabelle 2 dargestellt. Sie lassen sich wie folgt zusammenfassen: Der Schätzfehler (SE) ist in den Gleichungen für GK/SD mit 0,2% sehr niedrig, was die äusserst geringfügigen Zufallsschwankungen dieses Quotienten widerspiegelt. Der Koeffizient der verzögerten abhängigen Variablen,  $b$ , ist in den Gleichungen für den Quotienten GK/SD im Einklang mit der getesteten Hypothese ziemlich genau gleich eins. Dagegen ist die Konstante,  $a$ , in zwei Gleichungen signifikant verschieden von null, was den steigenden Trend der Gehaltskonti widerspiegelt. Aber auch wenn man vom Trend absieht, müsste man die Zufallspfad-Hypothese streng genommen verwerfen aufgrund des ebenfalls signifikant von null verschiedenen Vorzeichens des Termineinlagensatzes. Kein signifikanter Einfluss liess sich hingegen für die BIP-Variablen nachweisen, weshalb sie in den Gleichungen der Tabelle 2 nicht vorkommen.

Auch wenn die Zufallspfad-Hypothese sich nicht bestätigen liess, so liegt doch eine relativ enge Verwandtschaft zwischen Gehalts- und Sparkonti vor. Aufgrund der niedrigen  $h$ -Werte dürfte es sich weniger um eine Komplementär- als um eine Substitutionsbeziehung handeln. Gesamthaft erfüllt das Verhältnis zwischen Gehalts- und Sparkonti die Zufallspfad-Hypothese wesentlich besser als das zu Vergleichszwecken ebenfalls untersuchte Verhältnis zwischen Noten und Postcheckguthaben (NO/PC).<sup>15</sup> Da die Noten und die Postcheckguthaben in der Geldmengenstatistik innerhalb von  $M_1$  zusammengefasst werden, scheint von der Enge der Verwandtschaft her gesehen auch die Aggregation von Gehalts- und Sparkonti vertretbar.<sup>16</sup>

### **b) Gehaltskonti und Geldnachfrage**

Die Geldnachfrage ist ein wichtiges Bindeglied zwischen der Geldmenge, d.h. dem Zwischenziel der Geldpolitik, und dem nominellen Bruttoinlandsprodukt, ihrem Endziel.<sup>17</sup> Aus geldpolitischer Sicht ist der Einschluss der Gehaltskonti in die Geldmenge dann zweckmässig, wenn dadurch

die empirischen Qualitäten der Geldnachfragefunktion verbessert werden. Als Mass für diese Qualitäten kommen verschiedene Kriterien in Frage. Zunächst wird man verlangen, dass die empirischen Resultate theoretisch plausibel sind. Geldpolitisch brauchbar ist eine Geldnachfragefunktion, wenn das erklärte Geldaggregat einerseits einen möglichst engen Zusammenhang mit den Zielvariablen hat und andererseits durch die Geldpolitik beeinflussbar ist. Sowohl das Einkommen als auch die Zinssätze sollen also signifikant von null verschiedene Koeffizienten aufweisen. Ferner soll die geschätzte Gleichung mit einem möglichst geringen Standardfehler behaftet sein. Weitere Anforderungen sind schliesslich die Abwesenheit von Autokorrelation in den Residuen sowie die Robustheit des Modells in bezug auf Fehler in den Variablen, auf Änderungen in der Spezifikation und allenfalls auf die Wahl der Schätzperiode.

Ausgehend von einem Modell wie es Kohli (1984) verwendet, wurden Nachfragegleichungen<sup>18</sup> für  $M_1$ ,<sup>19</sup> die Gehaltskonti sowie  $M_1$  plus Gehaltskonti geschätzt. Die Schätzung erfolgte mit Quartalsdaten vom zweiten Quartal 1976 bis zum dritten Quartal 1984. Die Schätzgleichungen beruhen auf der Annahme, dass die Anpassung der effektiven an die gewünschten Bestände nicht in jeder Periode voll, sondern nur um den Faktor  $\lambda$  ( $0 < \lambda < 1$ ) erfolgt.<sup>20</sup>

<sup>15</sup> Bei Noten und Postcheckguthaben wäre aufgrund des in Grafik 3 relativ konstanten Mengenverhältnisses und der negativen Autokorrelation der Residuen allenfalls eine Komplementärfunktion zu vermuten.

<sup>16</sup> Noch klarer als für das Verhältnis von Noten und Postcheck kann die Zufallspfad-Hypothese verworfen werden für das Verhältnis von Noten zu Sichteinlagen.

<sup>17</sup> Es wird hier davon ausgegangen, dass die Geldpolitik nur das nominelle Bruttoinlandsprodukt beeinflussen kann, nicht aber dessen Aufteilung in die Faktoren reales Bruttoinlandsprodukt und Preisniveau.

<sup>18</sup> Das Identifikationsproblem wird in dieser Untersuchung vernachlässigt. Ferner wird angenommen, der Geldmarkt sei stets im Gleichgewicht, so dass die beobachtete gleich der nachgefragten Geldmenge ist.

<sup>19</sup> Für  $M_1$  wurden die revidierten, d.h. von den als Sichteinlagen verbuchten Gehaltskonti gesäuberten Reihen verwendet. Die Untersuchung von Kohli beruht demgegenüber noch auf den alten, einen Teil der Gehaltskonti einschliessenden Zahlen.

<sup>20</sup> Zur Ableitung einer solchen Gleichung, siehe Abschnitt 4c), sowie Zimmerli (1983).

**Tabelle 3: Schätzergebnisse der Geldnachfragefunktionen**

(Quartalswerte 1976: 1 – 1984: 3)

m	$r_{TD}$	$r_B$	y	T	$m_{-1}$	$R^2$	SE	h
$M_1$	-0,026 (-3,56)	-0,086 (-1,68)	0,391 (5,60)	-0,0017 (-2,74)	0,641 (10,60)	0,999989	0,023	0,12
GK	0,002 (0,24)	-0,096 (-2,31)	0,118 (2,92)	0,0042 (2,19)	0,853 (14,35)	0,999982	0,020	-0,61
$M_1 + GK$	-0,024 (-3,63)	-0,083 (-1,83)	0,389 (5,82)	0,0001 (0,33)	0,647 (11,16)	0,999992	0,020	0,06

$$\log m = \lambda a + \lambda b \log r_{TD} + \lambda c \log r_B + \lambda d \log y + \lambda e T + (1-\lambda) \log m^{(-1)} \quad (2)$$

$m^{(-1)}$  stellt die um eine Periode verzögerte abhängige Variable dar, y das Bruttoinlandprodukt,  $r_{TD}$  den Termindepositzensatz<sup>21</sup> und  $r_B$  die Rendite der Bundesobligationen<sup>22</sup>. Alle diese Variablen ebenso wie  $M_1$  sind in natürlichen Logarithmen ausgedrückt. T ist die Trendvariable. Da die Schätzung auf Quartalsdaten beruht, mussten zusätzlich zu den in Gleichung (2) aufgeführten Variablen vier Saisondummies<sup>23</sup> eingeschlossen werden. Das konstante Glied, a, wurde gleich null gesetzt.

Die Resultate der Schätzung sind in Tabelle 3 zusammengestellt. Tabelle 3 enthält ausser den Koeffizienten der einzelnen Variablen die t-Werte (in Klammern) sowie je eine Spalte für  $R^2$  (korrigiert für  $a = 0$ ), den Standardfehler (SE) sowie für Durbins h. Die Resultate sind gesamthaft gesehen zufriedenstellend. Die Koeffizienten der erklärenden Variablen haben die erwarteten Vorzeichen<sup>24</sup> und sind mehrheitlich signifikant von null verschieden. Die Standardfehler von 2,0 bis 2,3 Prozent liegen in der üblichen Grössenordnung. Autokorrelation der Residuen ist aufgrund der niedrigen (absoluten) h-Werte nicht zu befürchten.

Im einzelnen fallen deutliche Unterschiede zwischen den gemessenen Koeffizienten der  $M_1$ -Gleichung einerseits und der Gehaltskonti-Gleichung andererseits auf. Bei den Gehaltskonti (GK) zeigt nur der langfristige Zinssatz (Obligationenrendite) einen Einfluss, während  $M_1$  vom langfristigen und vom kurzfristigen Zinssatz (Festgeldsatz) abhängt.<sup>25</sup> Die kurzfristige Einkommenselastizität liegt bei  $M_1$  höher als bei den Gehaltskonti, langfristig beträgt sie bei  $M_1$  ziem-

lich genau eins, während sie bei den Gehaltskonti leicht darunter liegt (0,8). Die Trendvariable weist in der Gleichung für  $M_1$  ein negatives, in derjenigen für die Gehaltskonti ein positives Vorzeichen auf. Auf der Grundlage der realen Schätzung ergeben sich für den Trend langfristige Werte von jährlich -1,9% ( $M_1$ ) bzw. 11,4% (Gehaltskonti). Die Anpassungsgeschwindigkeit schliesslich ist bei  $M_1$  höher als bei den Gehaltskonti; eine 90-prozentige Anpassung erfolgt bei  $M_1$  in gut fünf Quartalen, bei den Gehaltskonti in rund 14 Quartalen.

Eine Gegenüberstellung der Resultate für  $M_1$  einerseits und  $M_1$  plus Gehaltskonti andererseits zeigt nur geringfügige Unterschiede. Weder die Zins- noch die Einkommenselastizität wird durch den Einschluss der Gehaltskonti in  $M_1$  wesentlich verändert. Die einzige Auswirkung betrifft die Trendvariable: Der positive Trend der Gehaltskonti vermag offenbar den negativen Trend von  $M_1$  ziemlich genau zu kompensieren. Dabei ist anzunehmen, dass in der Testperiode 1976–84 der (negative) Trend in  $M_1$  mit 2% pro Jahr eher überschätzt wird, da in diese Phase das auf ihre Einführung folgende überdurchschnittliche Wachstum der Gehaltskonti und das entsprechend langsamere Wachstum von  $M_1$  fällt. Umgekehrt dürfte im Aggregat  $M_1$  plus Gehaltskonti, das keinen Trend aufweist, ein effektiv vorhandener negativer Trend in der Geldnachfrage eher

<sup>21</sup> Grossbanken, drei Monate

<sup>22</sup> Unter Berücksichtigung der Kündbarkeit

<sup>23</sup> Summe gleich null

<sup>24</sup> Der positive Koeffizient von  $r_{TD}$  in den Gleichungen für die Gehaltskonti ist nicht signifikant von null verschieden.

<sup>25</sup> Die Koeffizienten der Zinssätze reagieren allerdings relativ stark auf Änderungen der Spezifikation, so dass sie vorsichtig interpretiert werden sollten.

unterschätzt werden: Einsparungen in der Geldhaltung sind nicht immer durch kompensierende Zunahmen bei anderen Anlagen (Gehaltskonti) verursacht, sondern können auch durch Fortschritte des Zahlungsverkehrs usw. bedingt sein. Weder  $M_1$  noch  $M_1$  plus Gehaltskonti lassen deshalb den «wahren» Trend der Geldnachfrage im untersuchten Zeitraum erkennen, der ungefähr  $-1\%$  pro Jahr betragen dürfte.

Auch die Reduktion des Schätzfehlers (SE) von 2,3 auf 2,0%, die sich durch den Einschluss der Gehaltskonti in  $M_1$  ergibt, ist kein Grund zur Aggregation der beiden Grössen. Die Veränderung des Schätzfehlers ist nämlich ein zweideutiges Kriterium. Im Fall vollkommener Komplementärgüter – dem ersten der in Abschnitt a) erwähnten Gründe zur Aggregation – bringt diese keine Verringerung des Schätzfehlers; im Fall vollkommener Substitute – dem zweiten Grund zur Aggregation – ergäbe sich eine stärkere als die gemessene Reduktion. In der Tat entspricht die gemessene ziemlich genau derjenigen Reduktion, die bei stochastischer Unabhängigkeit der Residuen der  $M_1$ - und der Gehaltskontigleichung zu erwarten ist.

### c) Die Anpassungsdynamik

In diesem Abschnitt soll analysiert werden, ob sich die Gehaltskonti unter dem Aspekt der kurzfristigen Anpassungsdynamik mit  $M_1$  oder mit den Spareinlagen aggregieren lassen. Ausgangspunkt ist ein Portfoliomodell, das die Anteile der verschiedenen Komponenten von  $M_3$  am Total von  $M_3$  erklären soll. Dabei wird ein gegenüber Modell 2 verallgemeinerter Anpassungsprozess unterstellt:

$$Q_i - Q_i^{(-1)} = \sum \lambda_{ij} (Q_j^* - Q_j^{(-1)}) \quad (3)$$

$Q^*$  bedeutet den gewünschten,  $Q^{(-1)}$  den in der Vorperiode erreichten Anteil der betreffenden Komponente. Die Änderung des Anteils z.B. der Gehaltskonti hängt hier nicht mehr nur von der gewünschten Änderung dieses Anteils selbst, sondern auch von den gewünschten Änderungen der übrigen Komponenten von  $M_3$  ab. Das Modell berücksichtigt also, dass sich ein im Ungleichgewicht befindlicher Anteil kurzfristig unterschiedlich entwickeln kann, je nachdem, bei wel-

chen Komponenten die kompensierenden<sup>26</sup> Ungleichgewichte bestehen.<sup>27</sup>

Die Bestimmungsgleichungen der gewünschten Portfolio-Anteile sollen aus Konsistenzgründen alle dieselben erklärenden Variablen enthalten:

$$Q_j^* = \alpha_j + \beta_j r_{SD} + \gamma_j r_{TD} + \delta_j T \quad (4)$$

wobei  $r_{SD}$  den Sparzinssatz,  $r_{TD}$  den Terminepenseinssatz<sup>28</sup> und  $T$  die Zeit darstellen. Vier Anteile wurden berücksichtigt, nämlich diejenigen von  $M_1$ , der Gehaltskonti, der Spareinlagen sowie der Termineinlagen. Das zu schätzende System besteht damit aus vier Gleichungen für die vier Anteile.

$$Q_i = \sum_{j=1}^4 \lambda_{ij} \alpha_j + r_{SD} \sum_{j=1}^4 \lambda_{ij} \beta_j + r_{TD} \sum_{j=1}^4 \lambda_{ij} \gamma_j + T \sum_{j=1}^4 \lambda_{ij} \delta_j + (1 - \lambda_{ii}) Q_i^{(-1)} - \sum_{j \neq i} \lambda_{ij} Q_j^{(-1)} \quad (5)$$

Da sich die Anteile zu eins und ihre Änderungen zu null summieren, ist die (vertikale) Summe der konstanten Glieder gleich eins und diejenige der Koeffizienten jeder einzelnen Variablen gleich null. Dies bedeutet, dass die vierte Gleichung aus den drei übrigen berechnet werden kann. Bei der Schätzung muss sie daher weggelassen werden. Da sich die Anteile zu eins summieren, muss ferner ein Anteil, im vorliegenden Fall  $Q_4$ , für die Schätzung durch  $1 - Q_1 - Q_2 - Q_3$  ersetzt werden. Die entsprechende Umformung führt zum folgenden System:

$$\begin{aligned} Q_1 &= a_1 + b_1 r_{SD} + c_1 r_{TD} + d_1 T \\ &\quad + (1 - e_{11}) Q_1^{(-1)} - e_{12} Q_2^{(-1)} - e_{13} Q_3^{(-1)} \\ Q_2 &= a_2 + b_2 r_{SD} + c_2 r_{TD} + d_2 T \\ &\quad - e_{21} Q_1^{(-1)} + (1 - e_{22}) Q_2^{(-1)} - e_{23} Q_3^{(-1)} \\ Q_3 &= a_3 + b_3 r_{SD} + c_3 r_{TD} + d_3 T \\ &\quad - e_{31} Q_1^{(-1)} - e_{32} Q_2^{(-1)} + (1 - e_{33}) Q_3^{(-1)} \end{aligned} \quad (6)$$

wobei zwischen den neuen und den alten Koeffizienten folgende Bedingungen gelten:

$$\begin{aligned} a_i &= \lambda_{i1} \alpha_1 + \lambda_{i2} \alpha_2 + \lambda_{i3} \alpha_3 - \lambda_{i4} (1 - \alpha_4) \\ b_i &= \lambda_{i1} \beta_1 + \lambda_{i2} \beta_2 + \lambda_{i3} \beta_3 + \lambda_{i4} \beta_4 \end{aligned}$$

<sup>26</sup> die Summe der Anteile ist gleich eins

<sup>27</sup> Zur Diskussion solcher Modelle siehe z.B. Niehans (1980), Kap. 11, oder Kohli, McKibbin, 1982, S. 6 ff.

<sup>28</sup> Grossbanken, drei Monate

**Tabelle 4: Schätzergebnisse**

(Monatswerte 1976 :1 – 1984 :7; 11 Saisondummies)

Anteil	$r_{SD}$	$r_{TD}$	T	$M_1^{(-1)}$	GK <sup>(-1)</sup>	SD <sup>(-1)</sup>	SE	R <sup>2</sup>	h
$M_1$	-0,0004 (-0,4)	-0,0022 (-5,8)	0,0002 (1,4)	0,814 (19,7)	-0,848 (-2,1)	-0,238 (-0,7)	0,0037	0,986	1,56
GK	0,0002 (1,3)	-0,0001 (-2,4)	0,0008 (2,6)	0,004 (0,6)	0,832 (13,5)	-0,003 (-0,6)	0,0006	0,998	-0,71
SD	0,0021 (2,6)	-0,0016 (-6,0)	-0,0000 (-1,5)	0,036 (1,3)	0,042 (1,5)	0,915 (4,0)	0,0025	0,996	3,10

$$c_i = \lambda_{i1}\gamma_1 + \lambda_{i2}\gamma_2 + \lambda_{i3}\gamma_3 + \lambda_{i4}\gamma_4$$

$$d_i = \lambda_{i1}\delta_1 + \lambda_{i2}\delta_2 + \lambda_{i3}\delta_3 + \lambda_{i4}\delta_4$$

$$e_{ij} = \lambda_{ij} - \lambda_{i4} \quad (7)$$

Die Schätzung des Gleichungssystems 6 (inklusive der in der Darstellung weggelassenen Variablen) erfolgte mit Monatsdaten (Januar 1976 bis Juli 1984).<sup>29</sup> Die in Tabelle 4 ausgewiesenen Resultate sind ebenfalls zufriedenstellend.<sup>30</sup> Alle Zinssätze haben die erwarteten Vorzeichen, wenn auch nicht immer signifikante Koeffizienten. Der ansteigende Trend des Gehaltskonti-Anteils kommt ebenfalls zum Ausdruck.

Im vorliegenden Zusammenhang interessiert an den Resultaten vor allem, ob zwei Anteile aggregiert werden können, ohne dass die kurzfristige Dynamik des Modells, wie sie in den  $\lambda$  bzw. den  $e$  ausgedrückt ist, verfälscht wird. Eine Aggregation zweier Anteile ist dann möglich, wenn die beiden Anteile pro Gleichung identische Koeffizienten aufweisen, so dass die Aufteilung des aggregierten Anteils auf seine beiden Komponenten keinen Einfluss auf die jeweilige abhängige Variable ausübt.

Eine Aggregation der Anteile  $Q_1$  und  $Q_2$  ist deshalb zulässig, wenn die folgenden Bedingungen erfüllt sind:

$$\begin{aligned} e_{11} + e_{21} &= e_{12} + e_{22} \\ e_{31} &= e_{13} \end{aligned} \quad (8)$$

Ob die Aggregationskriterien erfüllt sind, lässt sich durch einen gleichzeitigen F-Test für beide jeweils zusammengehörigen Kriterien beurteilen. Tabelle 5 stellt die gemessenen F-Werte aller drei möglichen Aggregationen zwischen  $M_1$ , Gehaltskonti und Spareinlagen denjenigen F-Werten gegenüber, bei denen die Zulässigkeit der Aggregation mit einer Gewissheit von 90% bzw. 95% verworfen werden könnte.

**Tabelle 5: F-Werte**

	F (gemessen)	F (.90)	F (.95)	Freiheitsgrade
GK + $M_1$	2,37			
GK + SD	2,06	2,33	3,03	2, 249
$M_1$ + SD	0,55			

Tabelle 5 zeigt, dass aus der Optik der kurzfristigen Dynamik des Modells eine Aggregation der Gehaltskonti sowohl mit  $M_1$ , als auch mit den Spareinlagen knapp vertretbar scheint. Mindestens kann sie nicht mit Gewissheit als unzulässig zurückgewiesen werden. Wesentlich unproblematischer wäre hingegen interessanterweise eine Zusammenfassung von  $M_1$  und den Spareinlagen. Es wäre unter Umständen interessant, aus der Optik eines solchen Modells einmal die übliche Reihenfolge der Aggregation  $M_1$  – Quasigeld – Spareinlagen kritisch zu untersuchen.

## 6. Schlussfolgerungen

Das Ziel der vorliegenden Untersuchung lag darin, die zweckmäßige Behandlung der Gehaltskonti in der Geldmengenstatistik zu ermitteln. Insbesondere ging es darum, zu entscheiden, ob Gehaltskonti Zahlungsmittel im Sinne von  $M_1$  oder zinstragende Anlagen im Sinne der Spareinlagen darstellen. Die Untersuchung zeigte zunächst, dass die Gehaltskonti eine wichtige Rolle als Liquiditätsreserve für monatlich oder jähr-

<sup>29</sup> Den Saisoneinflüssen wurde durch Einführung von Dummy-Variablen Rechnung getragen, deren Koeffizienten jedoch uninteressant sind.

<sup>30</sup> Mit Ausnahme der zu starken Autokorrelation bei den Spareinlagen. Eine Korrektur der Autokorrelation in der Schätzung des Gleichungssystems ist relativ kompliziert und war mit der vorhandenen Software nicht möglich.

lich wiederkehrende Zahlungen spielen. Abstrahiert man von den monatlichen oder saisonalen Schwankungen, so tritt der Zahlungsmittelcharakter der Gehaltskonti jedoch in den Hintergrund. Die Gehaltskonti sind, wenn auch keine perfekten, so doch relativ enge Substitute zu den Spareinlagen (vergleichbar: Noten-Postcheckguthaben). Aus geldpolitischer Sicht konnte kein Argument zugunsten der Erweiterung von  $M_1$  um die Gehaltskonti gefunden werden: Die Qualität der Schätzergebnisse einer Geldnachfragefunktion wurde durch den Einbezug der Gehaltskonti nicht erhöht. Aus der Optik der kurzfristigen Anpassungsdynamik in einem Portfolio-Modell schliesslich erschienen die Gehaltskonti als eine relativ eigenständige Grösse, die weder zu  $M_1$  noch zu den Spareinlagen bedenkenlos zugerechnet werden kann. Gesamthaft gesehen dürfte eine Erweiterung von  $M_1$  um die Gehaltskonti kaum Vorteile, sondern eher Nachteile erbringen. Aus diesem Grunde beschloss die Schweizerische Nationalbank, bei der eingangs erwähnten Revision der Geldmengenstatistik das Aggregat  $M_1$  um die teilweise noch darin enthaltenen Gehaltskontibestände zu bereinigen und diese dem in den Spareinlagen enthaltenen grössten Teil der Gehaltskonti zuzurechnen.

Dieser auf Überlegungen der Zweckmässigkeit gegründete Entscheid ist, wie dargelegt wurde, nicht frei von Unsicherheiten. Zudem wird jede Geldmengendefinition auch in Zukunft mit Unsicherheitsmomenten belastet sein, da nicht anzunehmen ist, dass die Entwicklung neuer Einlageformen in absehbarer Zeit zum Stillstand kommen wird.

### Anhang: Die Konditionen der Gehaltskonti

Die Verfügbarkeit und die Verzinsung der auf Gehaltskonti angelegten Gelder im Vergleich zu Spargeldern oder Postcheckguthaben kann summarisch der Zusammenstellung in Tabelle 7 entnommen werden.

Die Übersicht zeigt, dass von der Verfügbarkeit her das Gehaltskonto (jedenfalls bis zur Höhe von Fr. 25 000) mindestens dem Postcheckguthaben und fast dem Kontokorrent ebenbürtig ist. Wichtig sind jedoch neben der theoretischen Verfügbarkeit die Kosten für den Zahlungsservice und für Nebenleistungen (periodische Ausweise usw.). Hier ist ein Vergleich schwierig; der Postcheck weist eine äusserst komplizierte Tarifstruktur auf,

**Tabelle 7: Kontobedingungen**

	Gehaltskonto <sup>a</sup>	Sparheft <sup>d</sup>	Sichtguthaben (Kontokorrent)	Postcheck- guthaben <sup>g</sup>
Rückzug in Fr./Monat	25 000 <sup>b</sup>	10 000	unbeschränkt	unbeschränkt
Daueraufträge	ja	nein	ja	teilweise <sup>h</sup>
Eurocheck	ja	nein	ja	nein
Bancomat/Postomat	ja	ja	ja	ja
Überziehen	ja <sup>c</sup>	nein	ja <sup>e</sup>	nein
Zinssatz	Sparheftsatz <sup>f</sup>	Sparheftsatz	¼–½%	null

<sup>a</sup> Zwischen den Bedingungen der Gehaltskonti und der Art ihrer Verbuchung durch die Banken besteht kein genereller Zusammenhang.

<sup>b</sup> Bei den meisten Banken; bei einzelnen gilt Fr. 20 000, bei einigen sind unbeschränkte Bezüge erlaubt.

<sup>c</sup> In der Regel auf ca. einen Monatslohn beschränkt.

<sup>d</sup> Die angegebenen Bedingungen gelten für normale Sparhefte. Für Anlagesparhefte gelten niedrigere, für Depositenkonti höhere Rückzugslimiten.

<sup>e</sup> Auf die Kreditlimite des Inhabers beschränkt.

<sup>f</sup> Der einzige Vorteil der Sparguthaben gegenüber den Gehaltskonti liegt auf dem Gebiet des Gläubigerschutzes. Sparguthaben verfügen über ein Konkursprivileg gemäss Art. 15 des Bankengesetzes. In der Konvention XVIII der Schweizerischen Bankiervereinigung über den Einlegerschutz sind die Gehaltskonti den Sparguthaben hingegen gleichgestellt. Da pro Anleger wohl nur ein Gehaltskonto eröffnet werden kann, erlaubt schliesslich das Sparkonto eine «bessere» Aufteilung der Einlagen auf verschiedene Banken.

<sup>g</sup> Ein Konkurrenzvorteil des Postchecksystems, der in den Kontobedingungen nicht zum Ausdruck kommt, liegt im dichten Filialnetz der PTT sowie in den Öffnungszeiten (Samstag).

<sup>h</sup> Vom Empfänger der Zahlung abhängig.



während bei den Gehaltskonti von Bank zu Bank unterschiedliche Ansätze (in bezug auf Jahrespauschale, Kosten pro Transaktion, pro Auszug usw.) bestehen. Die Situation in bezug auf die Transaktionsarten lässt sich in folgender Faustregel zusammenfassen: Für den geschäftlichen und den grösseren privaten Zahlungsverkehr dürfte die Abwicklung über ein Kontokorrent die billigste der vorhandenen Möglichkeiten sein.<sup>31</sup> Für den kleineren und mittleren privaten Zahlungsverkehr ist die Abwicklung über ein Postcheck- oder über ein Gehaltskonto im Durch-

schnitt ungefähr gleich teuer; welche Möglichkeit im Einzelfall günstiger zu stehen kommt, hängt von der Art, Häufigkeit usw. der Zahlungen und von der gewählten Bank ab.<sup>32</sup>

#### Literatur

- Baumol, W. J. (1952), «The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach». *Quarterly Journal of Economics* 66, S. 545–556.
- Kohli, U. (1984), «La demande de monnaie en Suisse». *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, Nr. 4, S. 64–70.
- Kohli, U., McKibbin, W. J. (1982), «Money, Wealth and Prices:

<sup>31</sup> Firmen können in der Regel (ausser unter dem Namen des Inhabers) ohnehin kein Gehaltskonto eröffnen.

<sup>32</sup> Unterschiede zwischen Post und Banken in bezug auf Öffnungszeiten, Filialnetz usw. wären ebenfalls zu berücksichtigen.

An Empirical Analysis. Reserve Bank of Australia». Research Discussion Paper no. 8201, Januar.

Niehans, J. (1980), «*Theorie des Geldes*», Bern.

Pesek, B. P., Saving, T. R. (1966), «*Money, Wealth and Economic Theory*», New York.

Zimmerli, M. (1983), «Einflussnahme der Nationalbank auf die Zinssätze für Kassenobligationen – Versuch einer Quantifizierung, Geld». *Währung und Konjunktur*, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, Nr. 4, S. 53–64.

## Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

---

### **Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungs- massnahmen**

Am 16. Juli 1985 ist der Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen (Änderung vom 22. März 1985) für eine Geltungsdauer von zehn Jahren in Kraft getreten (vgl. Quartalsheft 4/Dezember 1984).

### **Arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires inter- nationales**

Un nouvel arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales (modification du 22 mars 1985) est entré en vigueur le 16 juillet 1985 pour une durée de dix ans (voir bulletin trimestriel no 4, décembre 1984).