

## Geld, Währung und Konjunktur

### Monnaie et conjuncture

#### No. 4 Dezember/décembre 1985

#### 3. Jahrgang/3eme année

Inhalt/Table des matières	241
Übersicht	243
Sommaire/Sommario	244
Abstracts	246
Das Geldmengenziel für das Jahr 1986	247
Objectif monétaire pour l'année 1986	248
Wirtschafts- und Währungslage	249
Situation économique et monétaire	270
Markus Lusser: Wirtschaftspolitik in der Schweiz und in der Bundesrepublik Deutschland – auf unterschiedlichen Wegen zu ähnlichen Zielen	293
Geld- und währungspolitische Chronik	301
Chronique monétaire	301

---



## Übersicht

### Das Geldmengenziel für 1986 (S. 247)

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank hat im Einvernehmen mit dem Bundesrat beschlossen, das Geldmengenziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1986 auf 2% festzulegen. Im Jahre 1985 dürfte der Geldmengenzuwachs 2,2% erreichen, gegenüber 2,6% im Vorjahr. Die günstige Konjunktorentwicklung gestattete es, das Geldmengenziel von 3% zu unterschreiten und sich damit rascher dem Zuwachs anzunähern, der mittelfristig zu einem stabilen Preisniveau führen sollte.

### Wirtschafts- und Währungslage (S. 249–269)

Das Wirtschaftswachstum setzte sich in den OECD-Ländern im dritten Quartal fort, ohne dass die Arbeitslosigkeit allerdings nennenswert gesenkt werden konnte. Dank höheren Staatsausgaben und einer Belebung der Bauinvestitionen beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum vor allem in den Vereinigten Staaten. In den grossen europäischen Industrieländern blieben die Exporte eine wichtige Konjunkturstütze; in vermehrtem Masse trug jedoch auch die Binnennachfrage – namentlich der private Konsum – zum Wachstum bei. Demgegenüber verlor der Konjunkturaufschwung in Japan unter dem Einfluss der markanten Abschwächung im Exportbereich an Dynamik.

Der amerikanische Dollar wertete sich im Oktober und November gegenüber allen wichtigen Währungen – insbesondere dem japanischen Yen – beträchtlich ab. Der Kursrückgang war nicht zuletzt auf das Treffen der Fünfergruppe im September zurückzuführen, das eine bessere Koordination der Wirtschaftspolitik der beteiligten Länder sowie Devisenmarktinterventionen zur Senkung des Dollarkurses in Aussicht stellte.

Die Schweiz konnte im dritten Quartal den Wachstumsrhythmus der Vorquartale aufrechterhalten. Zwar schwächte sich das Exportwachs-

tum gegenüber der Vorperiode leicht ab, doch blieb es neben den Investitionen die wichtigste Konjunkturstütze. Verschiedene vorlaufende Indikatoren deuten auf eine weiterhin gute Konjunktur hin.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im Durchschnitt der Monate Juli bis Oktober um 2,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Trotz dieser Unterschreitung des Geldmengenziels sanken die kurz- und langfristigen Zinssätze. Am Devisenmarkt gewann der Schweizer Franken gegenüber den meisten wichtigen Währungen – vor allem aber gegenüber dem US-Dollar – an Wert. Der nominelle exportgewichtete Aussenwert des Frankens übertraf im dritten Quartal erstmals seit Anfang 1984 wieder den Stand vor Jahresfrist.

### Wirtschaftspolitik in der Schweiz und in der Bundesrepublik Deutschland (S. 293–300)

Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank und der Schweizerischen Nationalbank weist deutliche Parallelen auf. In beiden Ländern steht die Geldwertstabilität weit oben in der Zielhierarchie. Dank dieser Übereinstimmung konnten in den vergangenen Jahren die Teuerungsunterschiede gering und das Kursverhältnis der D-Mark zum Schweizer Franken annähernd stabil gehalten werden. In der Ausgestaltung des geldpolitischen Instrumentariums bestehen indessen beträchtliche Unterschiede. Diese betreffen nicht nur die Definition des Zielaggregats, sondern ebenso die Technik der Geldmengensteuerung. Während die Geldpolitik der Nationalbank auf die direkte mengenmässige Steuerung ausgerichtet ist, steuert die Bundesbank die Geldmenge über die Beeinflussung der Zinssätze am Geldmarkt.

## Sommaire

---

### **Objectif monétaire pour l'année 1986 (p. 248)**

En accord avec le Conseil fédéral, la Direction générale de la Banque nationale suisse a fixé à 2% l'objectif monétaire pour l'année 1986. La croissance de la monnaie centrale ajustée atteindra probablement 2,2% en 1985, contre 2,6% l'année précédente. L'évolution favorable de la conjoncture a permis de passer à une expansion inférieure à l'objectif de 3% et de se rapprocher ainsi plus rapidement du rythme de progression qui devrait conduire, à moyen terme, à un niveau stable des prix.

### **Situation économique et monétaire (p. 270–291)**

Dans la zone de l'OCDE, l'évolution de la conjoncture est restée favorable au troisième trimestre, mais le chômage n'a pu être réduit notablement. La croissance économique s'est accélérée, en particulier aux Etats-Unis, grâce à des dépenses publiques accrues et à une reprise de la construction. Les exportations sont restées un important soutien de la conjoncture dans les grands pays industrialisés européens; la demande intérieure – notamment la consommation privée – a cependant contribué davantage à la croissance. Par contre, la conjoncture a perdu de son dynamisme au Japon, à la suite d'un net ralentissement des exportations.

Durant les mois d'octobre et de novembre, le dollar a faibli face au yen, mais aussi vis-à-vis de toutes les autres principales monnaies. Son recul est lié notamment au fait que les pays du Groupe des Cinq ont annoncé, au mois de septembre, leur intention de mieux coordonner leurs politiques économiques et d'intervenir sur les marchés des changes pour réduire le cours du dollar.

Au troisième trimestre, l'économie suisse a pu maintenir le rythme de croissance des périodes précédentes. Bien que l'expansion des exportations ait faibli, les ventes à l'étranger ont été un

des principaux soutiens de la conjoncture, avec les investissements. Plusieurs indicateurs avancés incitent à penser que la bonne conjoncture se maintiendra.

Durant les mois de juillet à octobre, la monnaie centrale ajustée dépassait de 2,1% en moyenne son niveau de la période correspondante de 1984. Bien que ce taux soit inférieur à l'objectif monétaire, les taux d'intérêt à court et à long terme ont diminué. Sur le marché des changes, le franc s'est revalorisé par rapport à la plupart des principales autres monnaies, en particulier face au dollar. Son cours nominal, pondéré par les exportations, était supérieur, au troisième trimestre, au niveau observé un an auparavant; une telle hausse n'avait plus été enregistrée depuis le début de 1984.

### **La politique économique en Suisse et en République fédérale d'Allemagne (p. 293–300)**

De nets parallélismes peuvent être observés entre la politique monétaire de la Banque fédérale d'Allemagne et celle de la Banque nationale suisse. Dans les deux pays, la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie figure très haut dans la hiérarchie des objectifs. Grâce à cette concordance, les dernières années ont été marquées par des écarts faibles entre les taux de renchérissement et par des rapports de change assez stables entre le mark et le franc. Cependant, les moyens d'action mis en œuvre diffèrent fortement. L'agrégat par rapport auquel les objectifs sont fixés n'a pas la même définition dans les deux pays et la technique utilisée pour la gestion de l'agrégat est différente. Alors que la Banque nationale met nettement l'accent sur le contrôle quantitatif direct de la monnaie centrale, la Banque fédérale agit sur les taux d'intérêt à court terme pour atteindre son objectif monétaire.

## Sommario

---

### **Obiettivo monetario per il 1986 (pag. 247)**

La direzione generale della Banca nazionale svizzera, d'intesa con il Consiglio federale, ha deciso di fissare al 2% l'obiettivo di crescita della base monetaria epurata per il 1986. Nel 1985, l'incremento della base monetaria dovrebbe raggiungere mediamente il 2,2%, contro il 2,6% l'anno precedente. La favorevole evoluzione congiunturale ha consentito di scendere sotto l'obiettivo di crescita del 3%, e, al tempo stesso, di avvicinarsi più rapidamente al tasso d'espansione che, nel medio periodo, conduca a un livello dei prezzi stabile.

### **Situazione economica e monetaria (pag. 249-291)**

Nel terzo trimestre, la congiuntura ha continuato a evolvere favorevolmente nella zona dell'OCDE, senza tuttavia che la disoccupazione registrasse diminuzioni degne di nota. La crescita si è accelerata particolarmente negli Stati Uniti, sotto la spinta della spesa pubblica e di una maggiore animazione degli investimenti nel settore della costruzione. Nei principali paesi industrializzati europei, le esportazioni si sono confermate un valido sostegno della congiuntura. Anche la domanda interna, e più precisamente il consumo privato, ha accresciuto il suo contributo alla crescita. In Giappone, per contro, l'evoluzione congiunturale ha manifestato una dinamica più contenuta, sotto l'effetto di un importante indebolimento del settore d'esportazione.

Nei mesi di ottobre e novembre, il dollaro americano si è notevolmente deprezzato rispetto alle principali monete, in particolare lo Yen giapponese. Tale andamento è in gran parte riconducibile all'incontro di settembre del Gruppo dei Cinque, con il quale i paesi partecipanti si sono prefissi una migliore coordinazione delle politiche economiche e interventi sui mercati valutari allo scopo di abbassare il corso della valuta americana.

Nel periodo luglio-ottobre, il ritmo d'espansione dell'economia svizzera si è mantenuto sui livelli dei trimestri precedenti. Le esportazioni hanno registrato una leggera decelerazione, confermandosi tuttavia, assieme agli investimenti, la componente più dinamica della domanda. Diversi indicatori congiunturali anticipati suggeriscono il persistere di una congiuntura favorevole.

Durante il terzo trimestre, la base monetaria epurata ha superato mediamente del 2,1% il livello registrato nello stesso periodo dello scorso anno. Malgrado la crescita sia stata inferiore all'obiettivo previsto, i tassi d'interesse a breve e a lungo termine sono diminuiti. Sui mercati dei cambi, il franco si è apprezzato nei confronti della maggioranza delle principali valute, ma in particolar modo sul dollaro. Nel terzo trimestre il valore esterno nominale del franco svizzero, ponderato sulla base delle esportazioni, ha superato, per la prima volta dall'inizio del 1984, il livello di un anno prima.

### **La politica economica in Svizzera e nella Repubblica federale tedesca (pag. 293-300)**

La politica monetaria della Banca federale tedesca e quella della Banca nazionale svizzera presentano evidenti analogie. In entrambi i paesi, la stabilità del valore della moneta costituisce l'obiettivo prioritario. Grazie a questa concordanza, negli anni passati è stato possibile mantenere entro limiti contenuti lo scarto tra i tassi di rincaro e approssimativamente stabile il rapporto di cambio tra il marco tedesco e il franco svizzero. Esistono invece notevoli diversità nell'elaborazione dello strumentario di politica economica. Esse non riguardano solo la definizione dell'aggregato monetario su cui è fissato l'obiettivo, ma anche la tecnica per controllarne l'evoluzione. Mentre la politica della Banca nazionale è indirizzata verso un controllo quantitativo diretto, la Banca federale controlla la massa monetaria influenzando sui tassi del mercato monetario.

## Abstracts

---

### **Money Supply Target for 1986 (pp. 247)**

The Governing Board of the Swiss National Bank has decided, in agreement with the Federal Government, to set the money supply target for the adjusted monetary base at 2% in 1986. Money supply is expected to expand by 2.2% in 1985, as compared with 2.6% in the previous year. The favourable economic development has made it possible to keep the expansion at less than the envisaged target amount of 3% and thus to approach more rapidly the growth rate which should lead to a stable price level in the medium term.

### **Economic and Monetary Developments (pp. 249–291)**

Economic growth in the OECD countries continued during the third quarter without, however, bringing about a substantial decline in unemployment figures. Owing to increased government spending and renewed capital expenditure in the building sector, the rate of economic growth accelerated in the United States. In Europe's major industrialized nations the recovery was largely sustained by exports; on the other hand, growth was also increasingly boosted by domestic demand – notably by private consumption. In Japan, by contrast, the cyclical upswing lost momentum in the wake of a marked loss of dynamism in the export sector.

In October and November the US dollar depreciated substantially against all major currencies, in particular against the Japanese yen. This decline was triggered to a considerable extent by the September meeting of the Group of Five at which plans were announced for a better coordination of the economic policies of the countries concerned, as well as for intervention on the foreign exchange markets.

In the third quarter Switzerland was able to maintain the pace of growth of the previous half-year. While the expansion in exports slowed down

somewhat compared with the previous quarter it nevertheless remained the main support of the economy aside from capital investments. Various leading indicators suggest a continuation of the favourable economic climate.

From July through October the adjusted monetary base on average exceeded the year-back level by 2.1%. Even though the money supply target was thus not reached, short- and long-term interest rates receded. On the foreign exchange market the Swiss franc appreciated vis-à-vis most major currencies, in particular against the US dollar. In the third quarter the nominal export-weighted external value of the Swiss currency was up on the year-back figure for the first time since the beginning of 1984.

### **Economic policies in Switzerland and in West Germany (pp. 293–300)**

There are clear similarities in the monetary policies pursued by the Deutsche Bundesbank and the Swiss National Bank. In both countries monetary stability is near the top of the list of target priorities. It is owing to this conformity that inflation differentials have been kept narrow and the exchange rate of the D-mark against the Swiss franc fairly stable in the past few years. However, policy tools are devised in widely differing ways. These concern not only the definition of the target aggregate, but also the techniques for steering the money supply. Whereas the National Bank's monetary policy controls the money supply directly, the Bundesbank steers it indirectly by exercising an influence on money market interest rates.

## Das Geldmengenziel für das Jahr 1986

---

Im Einvernehmen mit dem Bundesrat hat das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank das Geldmengenziel für 1986 auf 2 Prozent festgelegt. Mit diesem Ziel strebt die Nationalbank eine Zunahme der bereinigten Notenbankgeldmenge an, die mittelfristig Preisniveaustabilität gewährleisten und der Wirtschaft einen angemessenen Wachstumsspielraum belassen soll. Das Geldmengenziel ist wie üblich als Richtlinie zu verstehen.

Nach Ansicht der Nationalbank steht ein Geldmengenziel von ungefähr zwei Prozent in Einklang mit ihren Bestrebungen, die schweizerische Wirtschaft graduell zu einem inflationsfreien Wirtschaftswachstum zurückzuführen. Diese Meinung stützt sich auf folgende Überlegungen:

1. Die Geldpolitik wirkt vor allem auf die Grundrichtung der Preisniveaumentwicklung, d.h. auf den Inflationstrend. Mit einer geeigneten Geldpolitik lässt sich längerfristig Preisniveaustabilität erreichen. Die Nationalbank verfügt dagegen nur über beschränkte Möglichkeiten, die Schwankungen der Inflationsrate um den Trend zu beeinflussen. Mit solchen Schwankungen, die auf kurzfristige Bewegungen des Wechselkurses, den Konjunkturzyklus und andere Faktoren zurückzuführen sind, muss auch in Zukunft gerechnet werden.

2. Das jährliche Wachstumspotential des realen schweizerischen Bruttosozialprodukts dürfte längerfristig rund 2 Prozent betragen. Aus den Annahmen über den Inflationstrend und das Wachstumspotential ergibt sich ein Trendwachstum des nominellen Bruttosozialprodukts von etwas mehr als 2 Prozent.

3. Aufgrund der in der Vergangenheit gewonnenen Erfahrungen rechnet die Nationalbank damit, dass die Nachfrage nach Notenbankgeld –

vor allem jene nach Banknoten kleiner Stückelungen – weniger stark steigt als das nominelle Bruttosozialprodukt, was heisst, dass die Umlaufgeschwindigkeit der Notenbankgeldmenge tendenziell leicht zunimmt.

4. Die Nachfrage nach Notenbankgeld hängt nicht nur von der Einkommensentwicklung, sondern auch von den Zinssätzen ab. Bei einem inflationsfreien Wirtschaftswachstum verändern sich die schweizerischen Zinssätze im Trend jedoch voraussichtlich kaum mehr, so dass dieser Faktor längerfristig vernachlässigt werden kann.

Diese Überlegungen sind mit verschiedenen Unsicherheiten behaftet und müssen daher laufend überprüft werden. Unsicherheiten bestehen vor allem in bezug auf das Wachstumspotential der schweizerischen Wirtschaft, den Trend der Umlaufgeschwindigkeit bei den Banknoten mit grossen Stückelungen sowie die Wirkungen des geplanten neuen Bankenclearing-Systems (Swiss Interbank Clearing) auf die Liquiditätsnachfrage der Banken.

Mit der Senkung des Geldmengenziels für das Jahr 1986 auf zwei Prozent wird tendenziell die bisherige Politik fortgesetzt, da der Geldmengenzuwachs im Jahre 1985 mit schätzungsweise 2,2% bereits annähernd dem neuen Geldmengenziel entspricht. Im Jahre 1985 gestattete es die günstige Konjunktorentwicklung, das Geldmengenziel von drei Prozent deutlich zu unterschreiten und sich damit rascher dem Zuwachs anzunähern, den die Nationalbank mittelfristig anstrebt.

## Objectif monétaire pour l'année 1986

---

En accord avec le Conseil fédéral, la Direction générale de la Banque nationale suisse a fixé à 2% l'objectif monétaire pour l'année 1986. La Banque nationale tendra ainsi à augmenter la monnaie centrale ajustée de façon à assurer, à moyen terme, la stabilité du niveau des prix et à maintenir une marge appropriée pour la croissance de l'économie. Comme précédemment, l'objectif monétaire a le caractère d'une ligne directrice.

La Banque nationale estime qu'un objectif monétaire de quelque 2% est compatible avec ses efforts pour ramener graduellement l'économie suisse vers une croissance sans inflation. Cette opinion se fonde sur les considérations suivantes:

1. La politique monétaire agit avant tout sur l'orientation fondamentale du niveau des prix, donc sur la tendance générale de l'inflation. La stabilité du niveau des prix peut être atteinte, à moyen terme, à l'aide d'une politique monétaire appropriée. La Banque nationale n'a toutefois que peu de possibilités d'influer sur les fluctuations que le taux d'inflation enregistre autour de la tendance générale. Ces fluctuations, dues aux mouvements à court terme des cours de change, aux cycles conjoncturels et à d'autres facteurs, sont et restent toujours possibles.

2. Ces prochaines années, le potentiel de croissance annuelle du produit national brut réel de la Suisse se chiffrera probablement à environ 2%. Compte tenu de ces hypothèses sur l'inflation et le potentiel de croissance, la tendance à l'expansion du produit national brut devrait être quelque peu supérieure à 2% en termes nominaux.

3. Se fondant sur ses expériences, la Banque nationale s'attend à une augmentation de la demande de monnaie centrale – surtout de celle

des petites coupures – un peu inférieure à l'expansion nominale du produit national brut. La vitesse de circulation de la monnaie centrale tendrait ainsi à s'accélérer légèrement.

4. La demande de monnaie centrale dépend non seulement de l'évolution des revenus, mais aussi des taux d'intérêt. Lorsque l'économie enregistrera une croissance sans inflation, les taux d'intérêt en Suisse ne varieront toutefois probablement plus guère, dans leur tendance générale, de sorte que ce facteur pourra être négligé à moyen terme.

Ces considérations étant entachées d'incertitudes, il conviendra de les réexaminer régulièrement. Des incertitudes existent avant tout à propos du potentiel de croissance de l'économie suisse, des vitesses de circulation des grosses coupures ainsi que des répercussions que l'introduction prochaine du nouveau système de clearing bancaire (Swiss Interbank Clearing) aura sur la demande de liquidités des banques.

La réduction à deux pour cent de l'objectif monétaire pour l'année 1986 s'inscrit dans la ligne de la politique suivie jusqu'à présent, puisque la croissance de la monnaie centrale ajustée atteindra probablement 2,2% en 1985, soit un rythme correspondant approximativement au nouvel objectif. L'évolution favorable de la conjoncture a permis de passer en 1985 à une expansion nettement inférieure à l'objectif de trois pour cent et de se rapprocher ainsi plus rapidement de la croissance que la Banque nationale vise à moyen terme.

# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage\*  
für die Sitzung des Bankrats vom 20. Dezember 1985

## A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

### 1. Überblick

#### Konjunkturentwicklung

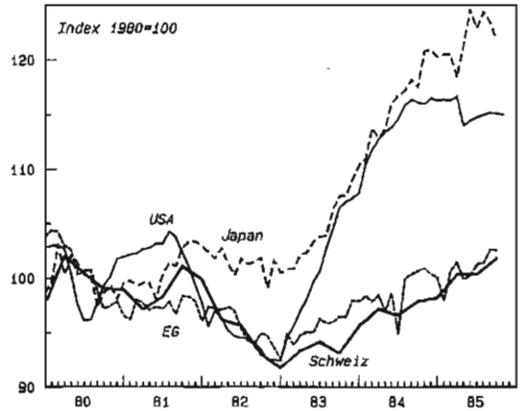
Nach einer Atempause zu Beginn des Jahres wuchs die Wirtschaft der Industrieländer im zweiten und dritten Quartal wieder kräftiger. Die Industrieproduktion der wichtigsten Länder lag im dritten Quartal um durchschnittlich 3% über dem Vorjahresstand. Obwohl auch die Wirtschaft der Vereinigten Staaten ihr Wachstum beschleunigte, ging ihre Bedeutung als internationale Konjunkturlokomotive zurück, da die amerikanischen Importe seit dem ersten Quartal real unverändert blieben. In den meisten Ländern bestimmte deshalb vermehrt die Binnennachfrage den Konjunkturverlauf. Diese stieg in Deutschland und in Grossbritannien deutlich, während sie in Japan, Frankreich und Italien stagnierte.

Die Ungleichgewichte der Ertragsbilanzen verstärkten sich im Vorjahresvergleich beträchtlich. Der Fehlbetrag in der amerikanischen Ertragsbilanz lag in den Monaten Januar bis September erneut über dem Vorjahreswert. Für eine Reihe anderer Länder bedeutet dies eine Zunahme ihrer Ertragsbilanzüberschüsse, vorab für Japan, aber auch für die Bundesrepublik Deutschland und Grossbritannien.

Die Beschäftigung stieg im Laufe des Sommers zaghaft an. Am deutlichsten nahm sie in den Vereinigten Staaten zu, wo die Arbeitslosenquote auf rund 7% zurückging. Bescheiden blieben die Beschäftigungsgewinne in Europa. In der Bundesrepublik Deutschland und in Frankreich vermochten sie die Arbeitslosenquote zu stabilisieren, nicht aber in Grossbritannien und in Italien.

\* Der Bericht wurde Mitte November abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im August, September und Oktober 1985 bekannt wurden.

## Graphik 1: Industrieproduktion



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

Günstig entwickelte sich im OECD-Raum die Inflation. Die Jahreststeuerung ging im September auf 4,3% zurück, die tiefste Jahresrate seit Dezember 1969. Zudem nahm das Inflationsgefälle zwischen den wichtigsten Industrieländern ab, obwohl die Teuerung in Italien, Frankreich und Grossbritannien nach wie vor mehr als 5% beträgt.

#### Wirtschaftspolitik

Wie bereits im zweiten Quartal blieb die Geldpolitik auch im Sommer eher expansiv. Die Zielgrössen wurden in den wichtigsten Industrieländern ausser der Bundesrepublik Deutschland überschritten. Besonders kräftig fiel der Geldmengenzuwachs in den Vereinigten Staaten aus. Das Federal Reserve Board war bestrebt, einer Konjunkturabflachung entgegenzuwirken und den hohen Dollarkurs zu senken. Einige weitere Länder verfügten nach der Dollarschwäche im Frühling über den notwendigen Spielraum, die geldpolitischen Zügel leicht zu lockern,

ohne die errungenen Erfolge bei der Teuerungsbekämpfung aufs Spiel zu setzen.

Angesichts des immer deutlicher werdenden protektionistischen Druckes in den Vereinigten Staaten vereinbarten die Finanzminister und Notenbankgouverneure der Fünfergruppe am 22. September in New York einen gemeinsamen Aktionsplan. Dieser hat zum Ziel, die Wirtschaftspolitik der beteiligten Länder besser gegenseitig abzustimmen und den Dollarkurs durch Interventionen auf den Devisenmärkten, hauptsächlich gegenüber dem Yen, zu senken. Die Vereinigten Staaten bekundeten erneut den Willen, ihr Budgetdefizit abzubauen; Japan sprach sich dafür aus, seine Inlandnachfrage zu stimulieren und eine grosszügigere Öffnung seiner Märkte anzustreben. Die europäischen Länder schliesslich, und unter ihnen vor allem die Bundesrepublik Deutschland, stellten in Aussicht, ihre Strukturprobleme durch angemessene fiskalische Massnahmen anzugehen.

### Devisenmarkt

Der Devisenmarkt reagierte auf das Treffen der Fünfergruppe stärker, als allgemein erwartet wurde. Allein die Ankündigung von Devisen-

marktinterventionen führte zu einem Kurssturz der amerikanischen Währung, der durch massive offizielle Dollarverkäufe weiter verstärkt wurde.

In der Zeit vom 20. September bis zum 31. Oktober büsste der Dollar gegenüber der D-Mark 9,5% und gegenüber dem englischen Pfund 7% ein, und der Yen wurde fast 13% teurer. Der Schweizer Franken stieg gegenüber dem Dollar um rund 10%.

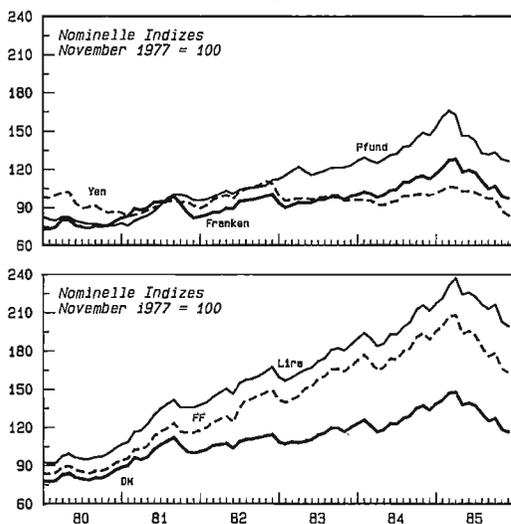
### Internationale Verschuldung

Die Jahresversammlung des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Weltbank, welche vom 8.–12. Oktober in Seoul abgehalten wurde, war durch den weltweit zunehmenden Protektionismus und die Verschärfung der Schuldenkrise geprägt. Sie zeigte erneut mit aller Deutlichkeit, dass alle Beteiligten ihren Beitrag zur Lösung des Verschuldungsproblems leisten müssen: Ohne wirtschaftliche Anpassung der Schuldnerländer, ohne Bereitstellung zusätzlicher Mittel und ohne Öffnung der Märkte der Industrieländer für Produkte aus den Entwicklungsländern können keine Fortschritte erwartet werden.

Im Mittelpunkt der diesjährigen Jahresversammlung stand der vom amerikanischen Finanzminister Baker unterbreitete Vorschlag zur Überwindung der Schuldenprobleme der 15 am stärksten verschuldeten Länder («Program for Sustained Growth»). Der Plan beinhaltet im wesentlichen eine Intensivierung der bisher verfolgten Politik. Baker forderte eine wirksamere Anpassung der Wirtschaftspolitik der Schuldnerländer, die vermehrte Gewährung von Strukturanpassungskrediten durch die multilateralen Entwicklungsbanken und eine Ausweitung der Kredite der Geschäftsbanken an die Entwicklungsländer. Von den beiden letzten Massnahmen erwarten die USA zusätzliche Mittel von 29 Mrd. Dollar zur Finanzierung des Anpassungsprozesses in den nächsten drei Jahren. Der grösste Teil, 20 Mrd. Dollar, wäre von den Geschäftsbanken aufzubringen.

An der Jahresversammlung des IWF wurde beschlossen, den erweiterten Zugang zu den

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



Fondsmitteln erneut zu reduzieren. Der Beschluss ist als weiterer Schritt zurück zur normalen Bemessung der Kreditlimiten des Fonds zu sehen. Eine Neuzuteilung von Sonderziehungsrechten (SZR) wurde wiederum abgelehnt. Die meisten Industrieländer sind nach wie vor der Ansicht, ein allgemeiner Mangel an Währungsreserven könne kaum nachgewiesen werden.

Alle Teilnehmer wiesen auf die besonderen Schwierigkeiten der ärmsten Entwicklungsländer hin. Insofern wurde eine klare Unterscheidung zwischen den Problemen der Schuldnerländer Lateinamerikas und jenen der Entwicklungsländer Afrikas gemacht. Zur Finanzierung der ärmsten Entwicklungsländer sollen die Mittel aus den Kreditrückzahlungen an den Trust Fund zur Verfügung gestellt werden.

## 2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

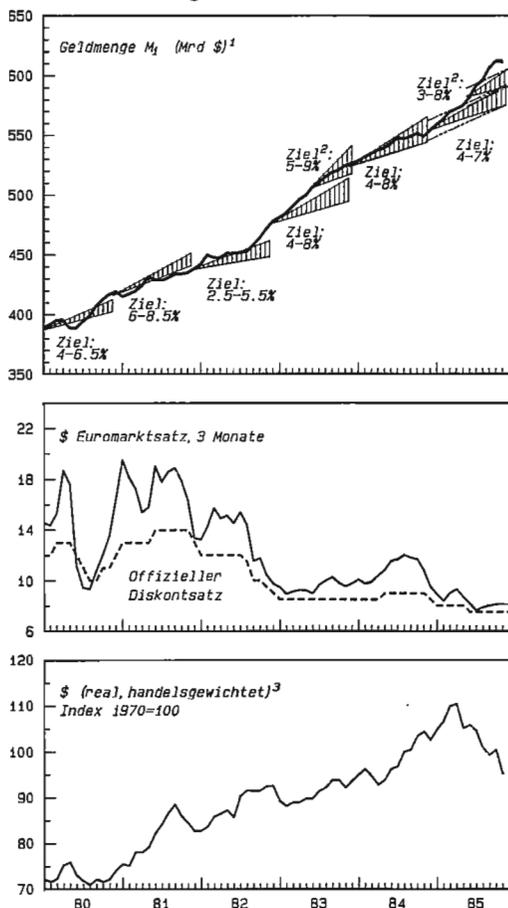
### Vereinigte Staaten

Im dritten Quartal überwand die amerikanische Wirtschaft die zu Jahresbeginn beobachtete Konjunkturlaute. Das Wachstum des *realen Bruttozialproduktes*, das im ersten Quartal auf Jahresbasis bloss 0,3% und im zweiten 1,9% betragen hatte, stieg im dritten auf 4,3%. Ausschlaggebend für die erhöhte Produktion waren die zunehmende Staatsnachfrage und Bauinvestitionen.

Das Wachstum des privaten Konsums betrug im dritten Quartal 4,8%, obwohl als Folge von Verzögerungen bei der Rückerstattung von Einkommenssteuern die verfügbaren Einkommen abnahmen. Sehr stark stiegen im dritten Quartal die Staatsausgaben (+15,3%). Hingegen investierten die Unternehmen gesamthaft weniger als im Vorquartal (-4,7%); einzig der Wohnungsbau wies eine Zunahme auf (10,5%).

Dank der Beschleunigung des Realwachstums stieg die Beschäftigung weiter, und die Arbeitslosenquote ging bis Oktober auf 7,0% zurück. Gleichzeitig sank die Inflationsrate auf 3,2%, den tiefsten Stand seit zwei Jahren.

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

Ein Hauptproblem der amerikanischen Wirtschaft bleibt nach wie vor das hohe Budgetdefizit des Bundes. Nach einem vorübergehenden Rückgang auf 185 Mrd. Dollar (5,1% des Bruttozialproduktes) im Fiskaljahr 1983/84 erreichte es 1984/85 212 Mrd. Dollar (5,5% des Bruttozialproduktes) und übertraf damit den bisherigen Rekord von 208 Mrd. Dollar von 1982/83.

Im Bestreben, das Defizit auf einen Betrag von rund 180 Mrd. Dollar zu begrenzen, stimmte der

Kongress im August Ausgabenkürzungen in der Höhe von 276 Mrd. Dollar, verteilt über drei Jahre, zu. Die Diskussionen um die Aufteilung auf die verschiedenen Haushaltsbereiche dauern allerdings an.

Zu Beginn des Jahres 1985 beschleunigte sich das Wachstum der Geldmenge  $M_1$  und übertraf im ersten Halbjahr fast immer den vom *Federal Reserve Board* festgelegten Zieltrichter. Auch das im Juli neu fixierte Ziel für  $M_1$  wurde bereits wieder überschritten. Sowohl  $M_2$  als auch die Kredite des Nichtbankensektors lagen deutlich über den gewählten Richtwerten. Einzig das Wachstum von  $M_3$  stimmte mit dem Ziel überein, doch zeichnet sich auch bei diesem Aggregat eine gewisse Beschleunigung ab.

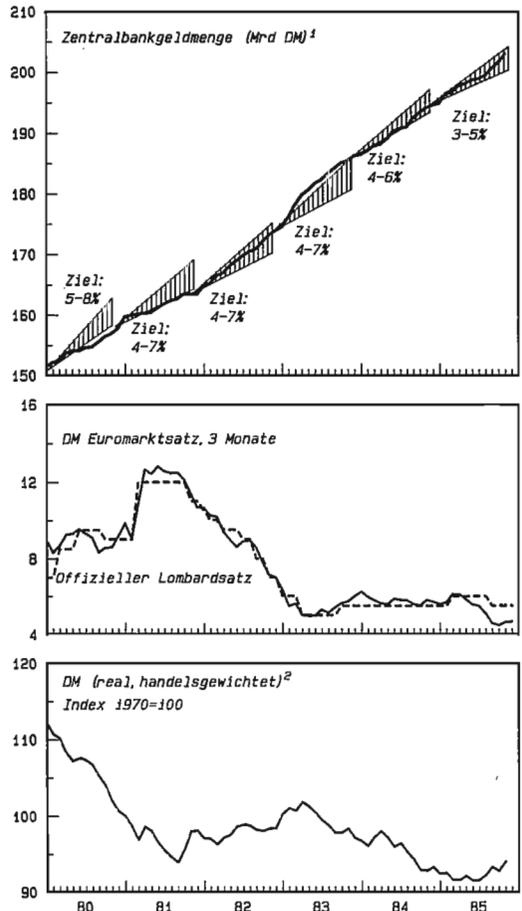
Gemessen am Wachstum der Geldmenge  $M_1$  verfolgte das Federal Reserve Board bereits seit Anfang 1982 eine tendenziell expansive Geldpolitik. Dies hat sich bis jetzt nicht in einer Beschleunigung der Inflation, sondern in einer markanten Senkung der Umlaufgeschwindigkeit von  $M_1$  geäußert. Das in den letzten drei Jahren beobachtete Verhalten der Umlaufgeschwindigkeit, die lange Zeit einem Aufwärtstrend folgte, ist ungewöhnlich. Die Frage, ob sich der Trend gewendet hat, kann noch nicht eindeutig beantwortet werden. Sollte sich die Umlaufgeschwindigkeit wieder erhöhen, müsste mit einer Beschleunigung der Teuerung gerechnet werden.

### Bundesrepublik Deutschland

Die Bundesrepublik Deutschland bot im dritten Quartal erneut ein günstiges Konjunkturbild. Bei anhaltendem Realwachstum und rückläufiger Teuerung verbesserte sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt jedoch kaum.

Der Zuwachs des *realen Bruttosozialprodukts* gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode lag nach provisorischen Angaben bei 3,2%. Nachdem die konjunkturellen Auftriebsimpulse zunächst vom Export ausgegangen waren, lebte im Laufe des Jahres 1985, nach einer längeren Stagnationsphase, auch die Investitionstätigkeit wieder auf. Im ersten Halbjahr übertraf die Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen sogar die-

Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

jenige der Exporte. Im dritten Quartal verschieben sich die Gewichte weiter in Richtung Inlandnachfrage, indem bei rückläufigem Exportwachstum der bis dahin vernachlässigte private Konsum unter dem Einfluss der höheren Realeinkommen wieder zunahm.

Während der ersten neun Monate dieses Jahres betrug der Überschuss der Handelsbilanz knapp 50 Mrd. D-Mark und überstieg damit das entsprechende Vorjahresergebnis um die Hälfte. Das positive Ergebnis im Güterverkehr schlug sich auch in der Ertragsbilanz nieder, die im

Zeitraum von Januar bis September mit einem Rekordüberschuss von saisonbereinigt 28 Mrd. D-Mark schloss.

Auf dem Arbeitsmarkt zeichnet sich eine zaghafte Verbesserung ab. Nach vorübergehendem Anstieg glitt die Arbeitslosenquote im dritten Quartal wieder auf das Vorjahresniveau von 9,2% zurück. Sie reagierte damit auf die konjunkturbedingt leicht zunehmende Beschäftigung. Seit mehreren Quartalen melden die Arbeitsämter auch eine zunehmende Zahl offener Stellen bei gleichzeitigem Rückgang der Kurzarbeit. Die Inflationsrate, die im Frühjahr vorübergehend wieder angestiegen war, ging bis Oktober auf 1,8% zurück.

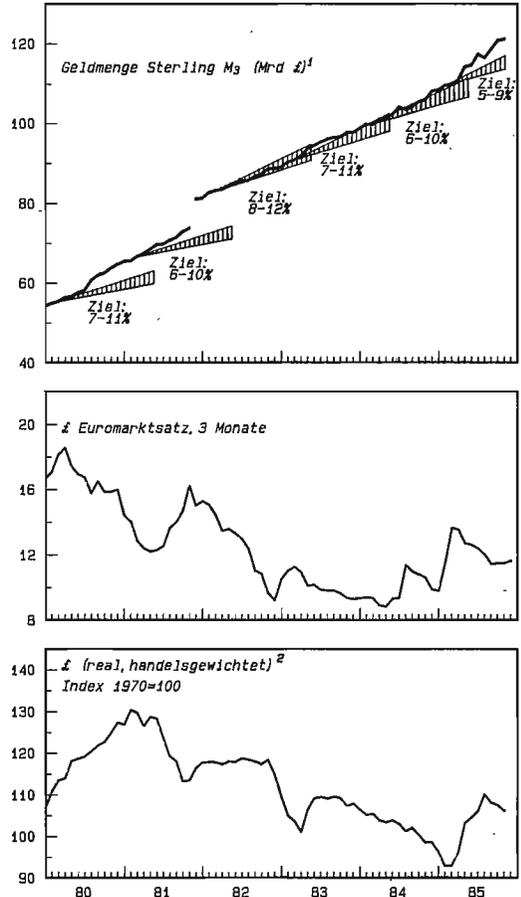
Die Zentralbankgeldmenge wuchs zwar in den Monaten August und September etwas rascher, bewegte sich aber stets innerhalb des gewählten Zielkorridors. Ende September lag sie 4,3% über dem Vorjahresstand. Im Oktober folgte die Geldpolitik einer leicht restriktiveren Linie, was sich in einem Anstieg der seit April rückläufigen Zinssätze äusserte. Das am 22. September getroffene Übereinkommen der Fünfergruppe mit dem Ziel, den Dollarkurs zu senken und die internationalen Zinsdifferenzen abzubauen, trug seinerseits zu etwas knapperen Verhältnissen auf dem Geldmarkt bei.

Der im September vorgelegte Budgetentwurf des Bundeshaushaltes für das kommende Jahr ist auf eine weitere Gesundung der öffentlichen Finanzen ausgerichtet. Der erste Schritt der vor kurzem verabschiedeten Steuerreform wird Anfang 1986 in Kraft treten und bringt infolge der vorgesehenen Steuererleichterungen für die Haushalte Mindereinnahmen von schätzungsweise 11 Mrd. D-Mark (1% des verfügbaren Einkommens der Haushalte). Die öffentlichen Ausgaben sollen 1986 um 2,4% angehoben werden. Die Regierung hofft, die Neuverschuldung trotzdem von 29 Mrd. D-Mark im Jahre 1984 auf 25 Mrd. im Jahre 1986 reduzieren zu können.

## Grossbritannien

Das *reale Bruttoinlandprodukt* erhöhte sich im zweiten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode

**Grafik 5: Grossbritannien**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

um 4,9%, wobei die Wiederaufnahme der Arbeit im Bergbau allein rund einen Prozentpunkt dazu beitrug. Die meisten Nachfragekomponenten wiesen positive Wachstumsraten auf. Der private Konsum erholte sich und nahm gegenüber dem Vorjahr um 2,1% zu. Einem weiterhin kräftigen Wachstum der realen Exporte (10,7%) stand eine abgeschwächte Zunahme der realen Importe gegenüber (5%), so dass sich der Aussenbeitrag verbesserte. Die öffentlichen Ausgaben, die um 1% zunahmen, stimulierten die Konjunktur

wiederum kaum; die Investitionen nahmen jedoch gegenüber dem Vorjahresquartal ab.

Im dritten Quartal hat sich die britische Konjunktur gesamthaft betrachtet wiederum günstig entwickelt. Das Wachstum des Aussenhandels verlangsamte sich zwar, aber der Index der Industrieproduktion lag in den Monaten Juli und August um fast 5% über seinem Vorjahresniveau. Mit Blick auf die gegenüber dem dritten Quartal 1984 um real 4,6% gestiegenen Detailhandelsumsätze scheint sich das Konsumwachstum zu behaupten, und die neuesten Daten bezüglich der begonnenen Neubauten sind ermutigend. Ein weniger optimistisches Bild ergeben allerdings die Konjunkturumfragen.

Das Handelsbilanzdefizit der ersten zehn Monate dieses Jahres betrug nur noch 2,1 Mrd. Pfund, gegenüber 4,1 Mrd. Pfund im gesamten vergangenen Jahr. Zudem ist der Überschuss der Dienstleistungsbilanz trotz kontinuierlichem Rückgang seit 1981 immer noch ausreichend gross, um den Fehlbetrag im Güterhandel auszugleichen. Die Ertragsbilanz weist deshalb für den Zeitabschnitt von Januar bis Oktober einen Aktivsaldo von 1,7 Mrd. Pfund aus, gegenüber rund 0,9 Mrd. Pfund im ganzen Jahr 1984.

Nach wie vor leidet die britische Wirtschaft am Problem steigender Lohnkosten bei gleichzeitig sehr hoher Arbeitslosigkeit. Die Arbeitslosenquote verharrte im Oktober bei über 13%. Da das Wachstum der Löhne im Industriesektor nicht mit einem entsprechenden Produktivitätsfortschritt verbunden ist, bewirkt es einen im Ländervergleich überdurchschnittlichen Anstieg der Lohnstückkosten. Von Juli 1984 bis Juli 1985 stiegen diese um 6,5%; in den Vereinigten Staaten wurde im selben Zeitraum eine Zunahme von rund 3%, in der Bundesrepublik und in Japan sogar ein Rückgang von 2 bzw. 1% ausgewiesen.

Das Geldmengenaggregat Sterling  $M_3$  wuchs auch im dritten Quartal sehr rasch und überschritt den angestrebten Zielbereich deutlich. Diese Entwicklung überrascht insofern, als sich das Wachstum der monetären Basis ( $M_0$ ) in Übereinstimmung mit ihrem Ziel befindet. Die Divergenz zwischen dem Wachstum der Geldmenge  $M_0$  und dem Aggregat Sterling  $M_3$  ist

zumindest teilweise auf Änderungen der Struktur des Finanzsystems zurückzuführen. Weit gefasste Aggregate, welche im Gegensatz zu Sterling  $M_3$  auch Guthaben bei einer grossen Zahl von bankähnlichen Finanzinstituten (v. a. sogenannten «building societies») umfassen, wuchsen ebenfalls weniger rasch als Sterling  $M_3$ . Die Zweckmässigkeit von Sterling  $M_3$  als Zwischenziel scheint für den Augenblick dennoch kaum in Frage zu stehen, obwohl die *Bank von England* im Oktober beschloss, ihre Ziele für den Rest des laufenden Fiskaljahres, das im März 1986 enden wird, aufzugeben.

Gleichzeitig gaben die britischen Währungsbehörden den Verzicht auf die Anwendung der «overfunding»-Methode bei der Steuerung der Geldmenge Sterling  $M_3$  bekannt. Diese Technik bestand darin, bei einem übermässigen Wachstum von Sterling  $M_3$  mehr Staatspapiere zu verkaufen, als dem Finanzierungsbedürfnis des öffentlichen Sektors entsprach. Auf diese Weise verringerte die Bank von England gleichzeitig Sterling  $M_3$  und die Kassareserven der Geschäftsbanken. Der Reserveverlust wurde in der Folge dadurch wettgemacht, dass den Geschäftsbanken gestattet wurde, sich mittels kurzfristiger Diskontkredite bei der Bank von England zu refinanzieren.

### Frankreich

Die französische Wirtschaft hat noch nicht zu einem stabilen Wachstum gefunden. Das *reale Bruttoinlandprodukt* dürfte im laufenden Jahr die 1984 ausgewiesene Zuwachsrate von knapp 2% nicht mehr erreichen. Die positive Kehrseite des schwachen Wachstums ist der anhaltende Rückgang der Inflation.

Auch das dritte Quartal brachte gemischte Konjunkturmeldungen. Die Investitionen, die im Jahre 1984 noch zurückgegangen waren, veränderten sich im Vorjahresvergleich kaum. Eine Abschwächung des Wachstums wiesen die Exporte und – in geringerer Masse – die Importe auf. Konjunkturstützend wirkten sich dagegen die Konsumausgaben aus, die seit Anfang 1985 leicht zunehmen.

Inwiefern sich der im dritten Quartal beobachtete Anstieg der Industrieproduktion und die damit verbundene bessere Kapazitätsauslastung in Zukunft fortsetzen werden, ist ungewiss: Die vorlaufenden Indikatoren stagnieren gegenwärtig, und die Auftragsbestände im Exportsektor sind gedrückt.

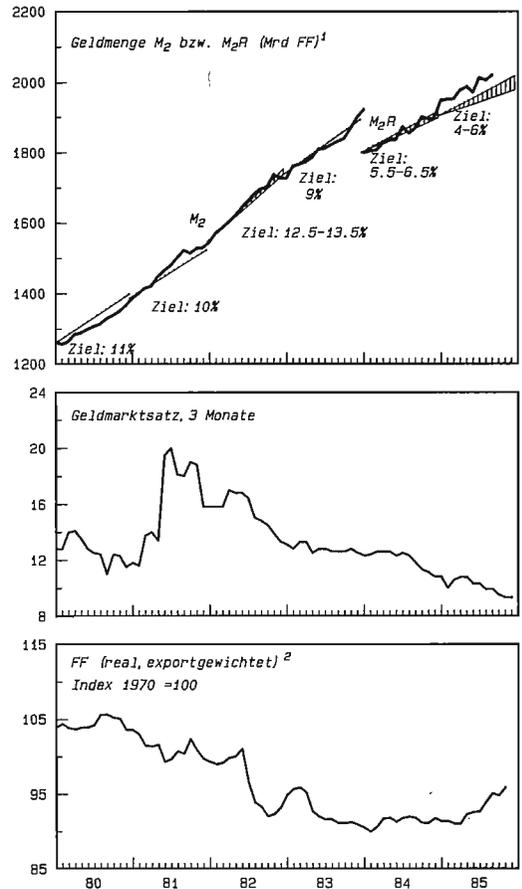
Obwohl die Beschäftigung im dritten Quartal nochmals leicht abnahm, stabilisierte sich die Arbeitslosenquote bei 10,6%. Erfreuliche Fortschritte machte erneut die Inflationsbekämpfung, indem die Teuerungsrate im Oktober auf 4,9% zurückging (Oktober 1984: 6,9%) und damit erstmals seit mehr als einem Jahrzehnt die 5%-Marke unterschritt.

Das Handelsbilanzdefizit, dem in der französischen Wirtschaftspolitik ein grosser Stellenwert zukommt, veränderte sich gegenüber dem Vorjahr nur geringfügig und erreichte während der ersten neun Monate dieses Jahres saisonbereinigt 19,7 Mrd. Franc. Das Leistungsbilanzdefizit bildete sich auf 0,4 Mrd. Franc zurück, gegenüber 7,2 Mrd. für die entsprechende Vorjahresperiode.

Das Budget des Staatshaushaltes für 1986 sieht die Beibehaltung der 1983 eingeleiteten restriktiven Politik vor. Die Regierung strebt, wie schon 1985, einen Abbau des Staatsdefizits auf 3% des Bruttoinlandproduktes an. Der Ausgabenzuwachs des öffentlichen Sektors soll mit 3,6% unter dem erwarteten Wachstum des Bruttoinlandproduktes von nominell 6% liegen. Gleichzeitig sieht der Entwurf wachstumsfördernde Steuererleichterungen vor. Es ist beabsichtigt, die Einkommenssteuern der Haushalte nach einer Reduktion von 5% im Jahre 1985 um weitere 3% zu senken und die Besteuerung der unverteilten Reingewinne von 50% auf 45% zu ermässigen.

Der Zuwachs der Geldmenge  $M_2R$  lag im dritten Quartal wiederum über der für 1985 vorgesehenen Bandbreite von 4 bis 6%. Nach einem vorübergehenden Anstieg auf mehr als 8% im Frühjahr nahm das Geldmengenwachstum im Verlaufe des Sommers auf 6,5% ab, erreichte jedoch in der Folge wieder eine Rate von rund 7%. Der wichtigste Grund für diese Zielüberschreitung

**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

liegt in einer kräftig gestiegenen Kreditnachfrage seit der Aufhebung der Kreditbeschränkungen zu Beginn dieses Jahres.

Die erfreulichen Resultate auf dem Gebiete der Inflationsbekämpfung, wie auch die feste Haltung des französischen Franc gegenüber der D-Mark, erlaubten es der *Banque de France*, ihre Politik der schrittweisen Senkung des Interventionsatzes wieder aufzunehmen.

## Italien

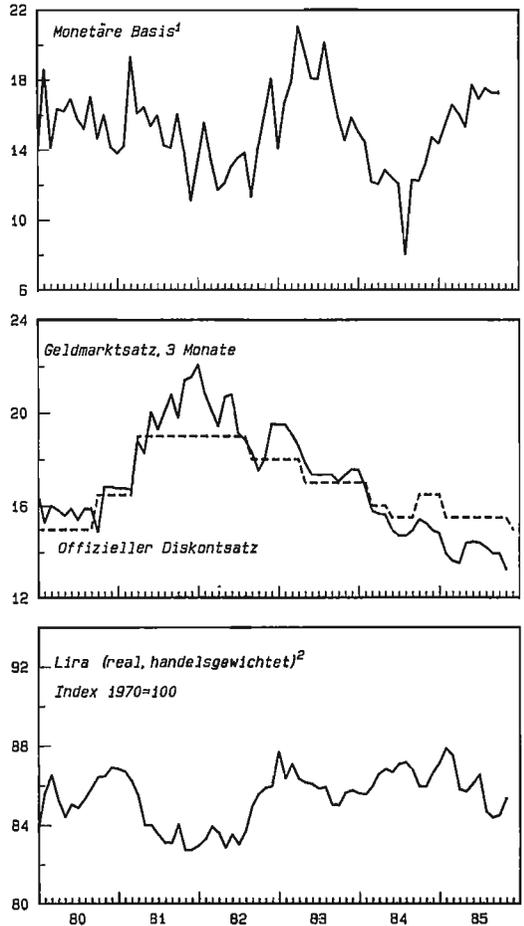
Nach einer Konjunkturlaute im Winterhalbjahr 1984/85 beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal wieder leicht. Das *reale Bruttoinlandprodukt* erhöhte sich gegenüber der Vorjahresperiode um 2,6%; der private Konsum setzte sein bescheidenes Wachstum mit rund 2% fort, und auch die Investitionen (+6,4%) entwickelten sich positiv. Im Bereich des Aussenhandels standen anziehende reale Exporte stark erhöhten Importen gegenüber, so dass das Handelsbilanzdefizit im ersten Halbjahr 1985 über dem entsprechenden Vorjahresstand lag.

Im dritten Quartal deutete zwar die schwächere Entwicklung der Industrieproduktion – sie nahm saisonbereinigt um 1,0% ab – auf ein vorübergehend etwas langsames Wirtschaftswachstum hin. Der seit März ansteigende Index der vorlaufenden Konjunkturindikatoren wie auch die verbesserten Produktionsaussichten der Unternehmen und der relativ stabile Bestellungseingang lassen aber auf eine Fortdauer des Aufschwungs schliessen.

Die Inflationsrate betrug im Oktober 8,5% (Vorjahr: 9,1%). Damit lag sie nicht nur über dem Durchschnitt der Industrieländer, sondern auch um rund einen Prozentpunkt über dem von der Regierung im laufenden Jahr anvisierten Ziel. Auch die Löhne stiegen – trotz der Modifikation des automatischen Teuerungsausgleichs – kräftig weiter. Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahr leicht zu, doch reichten die neugeschaffenen Stellen nicht aus, um die wachsende Zahl erwerbstätiger Arbeitnehmer zu absorbieren. In der Folge stieg die Arbeitslosenquote auf 10,6% gegenüber 10,4% im Vorjahr.

Ein Hauptproblem der italienischen Wirtschaft ist nach wie vor die Entwicklung der öffentlichen Finanzen. Das Staatsdefizit wird 1985 ungefähr 115 000 Mrd. Lira erreichen. Es übertrifft damit den budgetierten Betrag von 96 470 Mrd. Lira bei weitem und entspricht nun 15,6% des Bruttoinlandproduktes, gegenüber 15,2% im Jahre 1984 und 13,5% im Jahre 1983. Der staatliche Finanzierungsbedarf liegt wegen des hohen Defizits bereits weit über der gewählten Zielgrösse und

### Grafik 7: Italien



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

beträgt zurzeit 75% der gesamten inländischen Kredite.

Angesichts des wachsenden Ungleichgewichtes der öffentlichen Finanzen konnten die geldpolitischen Ziele nicht eingehalten werden. Das Wachstum der monetären Basis blieb stark und betrug Ende September im Vorjahresvergleich rund 17%. Etwas geringer fiel das Wachstum der Geldmenge  $M_2$  aus und, falls die bis zum Jahresende vorgesehenen Massnahmen zur Beschränkung des öffentlichen Finanzbedarfs greifen, liesse sich dieses im laufenden Jahr auf 12%

beschränken. Das von der italienischen Zentralbank im Rahmen der Inflationsbekämpfung anvisierte Ziel war auf 10% festgelegt worden.

Parallel zum Rückgang der Inflationsrate ermäßigte sich das Zinsniveau. Die Verzinsung der Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von einem Jahr betrug im Oktober 13,2% gegenüber 15,1% im Vorjahr. Anfang November senkte das Schatzamt den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 15%.

Im Zuge der Liberalisierung der Finanzmärkte bewilligte die italienische Regierung im Oktober die Begebung von Lira-Obligationenanleihen auf ausländischen Märkten.

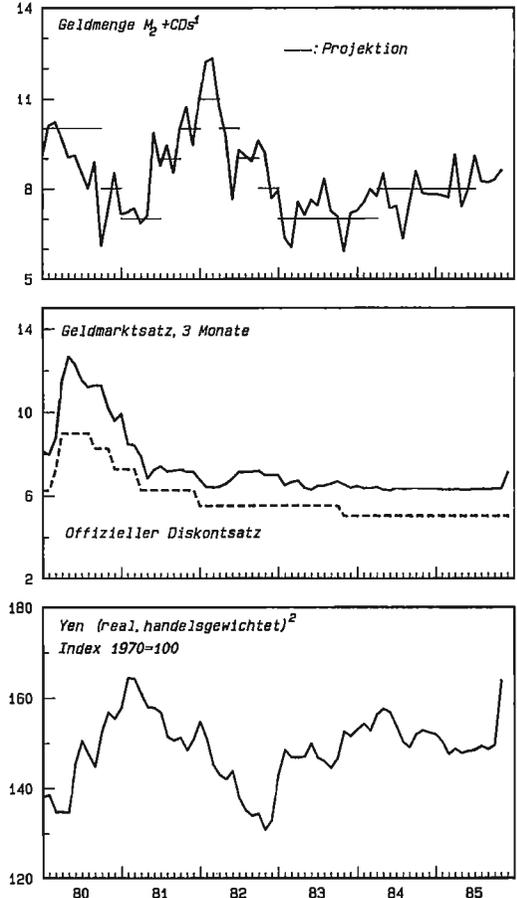
## Japan

Seit Beginn des Jahres 1985 hat der japanische Konjunkturaufschwung etwas an Kraft verloren. Im ersten und zweiten Quartal lag das *reale Bruttosozialprodukt* jeweils noch 5,2% über der entsprechenden Vorjahresperiode, verglichen mit einer durchschnittlichen Zunahme von 5,7% im Jahre 1984. Die Entwicklung der Industrieproduktion im dritten Quartal deutet auf eine weitere Verlangsamung des Wirtschaftswachstums hin.

Diese Verlangsamung ist hauptsächlich auf die schwächere Zunahme der realen Exporte zurückzuführen. Im dritten Quartal betrug die Jahreszuwachsrate der Ausfuhren noch 4,1% (Vorjahr: 15,4%). Der Rückgang des Exportwachstums trug zu einer Verringerung der Importe bei. Die Importe, die grösstenteils als Halbfabrikate in der Exportwirtschaft verwendet werden, blieben im dritten Quartal um 2% hinter dem entsprechenden Vorjahresergebnis zurück.

Mit der Absicht, die steigenden Überschüsse der Handels- und Ertragsbilanz zu verringern, lancierten die japanischen Behörden im Anschluss an das Treffen der Fünfergruppe am 15. Oktober ein Programm zur Ankurbelung der Inlandnachfrage. Diese bildete bis anhin das trügste Konjunktürelement, wenn auch im dritten Quartal höhere Umsätze im Detailhandel auf einen leichten Konsumanstieg schliessen liessen. Das Schwergewicht des Regierungsprogramms liegt auf einer Stimulierung der Unternehmensinvestitionen, des Wohnungsbaus und der Haushalts-

**Grafik 8: Japan**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

ausgaben für dauerhafte Konsumgüter. Mit Hilfe dieses Programms erhofft sich die Regierung in den nächsten zwölf Monaten einen zusätzlichen Anstieg der Gesamtnachfrage um 1,3%.

Die Beschäftigungslage verbesserte sich im dritten Quartal leicht, während die Arbeitslosenquote unverändert bei 2,6% verharrte.

Mit einer am Konsumentenpreisindex gemessenen Teuerungsrate von rund 2% bleibt Japan eines der Länder mit dem stabilsten Preisniveau.

## Tabellen 1.1-1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

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

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

a) provisorisch b) BIP

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

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

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

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

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	1983	1984a)	1984a)				1985a)		
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	-11,2	-40,8	-101,5	-19,7	-24,7	-32,5	-25,5	-30,3	-31,8	-
BRD	3,3	4,1	6,3	1,5	0,3	1,2	3,0	2,1	3,3	4,0
Grossbritannien	9,0	3,8	0,1	0,8	-0,7	-0,7	0,8	-0,6	1,8	1,6
Frankreich b)	-11,6	-3,5	0,0	-1,3	0,1	0,5	0,4	-0,7	0,1	0,0
Italien b)	-7,4	0,5	-4,2	-2,2	-1,2	0,8	-1,6	-	-	-
Japan	6,8	20,8	35,0	4,8	10,0	8,7	11,6	6,8	13,2	13,3
Schweiz b)	4,0	3,4	3,7	1,0	1,0	0,7	1,0	1,4	1,0	0,7

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

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

### 1. Überblick

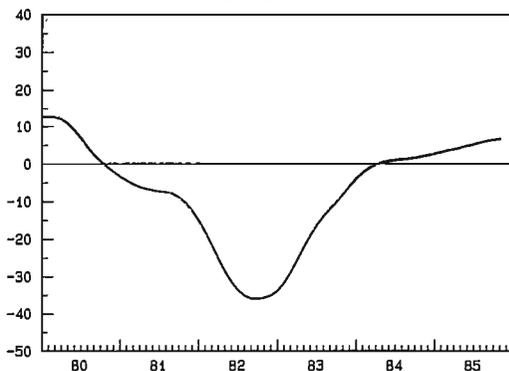
In der Schweiz herrscht nach wie vor eine gute Konjunkturlage. Obschon die Zuwachsraten im dritten Quartal jene des zweiten nicht mehr ganz erreichten, lassen verschiedene vorlaufende Indikatoren, wie etwa das von der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF) errechnete Konjunkturbarometer, den Schluss zu, dass das Wirtschaftswachstum auch in den nächsten Quartalen über dem längerfristigen Trend liegen wird.

Der Eindruck einer leichten Abschwächung des Wachstumsrhythmus im dritten Quartal ist hauptsächlich auf die Entwicklung beim Export zurückzuführen. Die herausragenden Zuwachsraten des Vorquartals wurden bei weitem verfehlt. Dennoch lag der Export etwa im gleichen Ausmass über dem entsprechenden Vorjahresergebnis wie im ersten Quartal. Die Abschwächung ist zum Teil auf die geringeren Ausfuhren nach den Vereinigten Staaten zurückzuführen, wo als Folge der mässigen Wirtschaftsentwicklung auch die Importnachfrage nachgab.

Die wenigen verfügbaren Konsumindikatoren weisen darauf hin, dass sich der private Konsum im dritten Quartal nur geringfügig verstärkte. Hingegen kann davon ausgegangen werden, dass die Investitionstätigkeit abermals sehr lebhaft war. Die einzige nennenswerte Ausnahme bildete der private Wohnungsbau, der gegenüber dem Vorjahr erneut abgenommen haben dürfte, lagen doch die Zahlen sowohl der neuerstellten als auch der baubewilligten Wohnungen in den letzten Quartalen regelmässig tiefer als im Vorjahr.

Die höhere Gesamtnachfrage wurde im dritten Quartal durch eine leichte Ausdehnung der Produktion, eine markante Zunahme der Importe und (vermutlich) einen Abbau der Lager befriedigt. Sowohl gegenüber dem Vorjahr als auch auf saisonbereinigter Basis gegenüber dem Vorquartal nahm die industrielle Produktion zu. Diese Entwicklung ging mit einer weiteren Erhöhung der Beschäftigung und der Kapazitätsauslastung einher.

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

Die Geldpolitik der Nationalbank blieb auf die längerfristige Senkung der Inflation ausgerichtet. Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag in den Monaten Juli bis Oktober um durchschnittlich 2,1% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Ihr Wachstum war somit ungefähr gleich gross wie 1984, als sie im Jahresmittel um 2,6% zunahm. Die Zinssätze bildeten sich in mehreren Schritten zurück und lagen im November 1985 auf dem niedrigsten Stand seit rund 1½ Jahren.

Der Aussenwert des Schweizer Frankens zog im dritten Quartal erneut an und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand leicht, nachdem er im ersten Halbjahr noch deutlich darunter gelegen hatte. Das markanteste Ereignis bildete die Erklärung der Finanzminister und Notenbankgouverneure der Fünfergruppe, eine Abschwächung des Dollars anzustreben. Der Frankenkurs des Dollars sank darauf deutlich, während die Relation des Frankens zur D-Mark praktisch unverändert blieb.

Die Korrektur des Wechselkurses trug im dritten Quartal massgeblich zur Reduktion der Teuerungsraten bei. Gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise betrug die Jahresteuerrate im Mittel 3,2% gegenüber 3,6% im Vorquartal. Gleich wie bei den Konsumenten-

preisen war auch bei den Grosshandelspreisen die Teuerung der Importwaren geringer als diejenige der Inlandwaren.

## 2. Der realwirtschaftliche Bereich

### Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

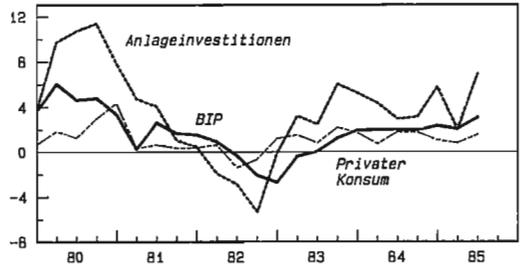
Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) übertraf im zweiten Quartal 1985 das entsprechende Vorjahresniveau um 3%. Gegenüber dem Vorquartal betrug der Zuwachs saisonbereinigt und auf ein Jahr hochgerechnet etwas mehr als 4%. Die leichte Beschleunigung des Wachstumsrhythmus<sup>1</sup> war teilweise auf ein hervorragendes Exportergebnis zurückzuführen. Da dieses im dritten Quartal nicht mehr erreicht wurde, dürfte auch der Zuwachs des BIP wieder etwas kleiner ausgefallen sein.

Gemäss dem von der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF) berechneten Sammelindikator «Geschäftsgang» hat sich die Lage in der Industrie im dritten Quartal wiederum leicht verbessert. Die industrielle Produktion lag sowohl über dem Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals als auch auf saisonbereinigter Basis über dem Vorquartalswert. Parallel zur Ausweitung der Produktion stieg auch die Kapazitätsauslastung um rund einen Prozentpunkt auf 86%. Hingegen nahm der Anteil der Überstunden an der gesamten Arbeitsleistung nicht weiter zu und betrug unverändert 2%.

Gemäss den im KOF-Konjunkturtest erfragten Unternehmerplänen ist damit zu rechnen, dass die Produktionsleistung auch im vierten Quartal zunehmen wird. Da sich der Produktionsanstoss mehr und mehr der Kapazitätsgrenze nähert, dürfte sich das Produktionswachstum allerdings etwas verlangsamen. Die technischen Kapazitäten gelten im allgemeinen zwar als genügend; doch sind da und dort gewisse Personalengpässe aufgetreten.

Die Auftragseingänge stiegen im zweiten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode um 7% (Biga-Statistik) und dürften, folgt man den Resultaten des KOF-Konjunkturtests, auch im dritten Quar-

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



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

Quelle: Bundesamt für Statistik

tal zugenommen haben. Die Auftragserwartungen wurden weiterhin optimistisch eingeschätzt, und die Auftragsbestände galten im grossen und ganzen als angemessen. Gliedert man die Unternehmen nach ihrem Exportanteil, so wurden die Auftragsbestände bei den stark exportorientierten Firmen allerdings immer noch etwas ungünstiger beurteilt als bei denjenigen, die in erster Linie für den inländischen Markt produzieren.

### Privater Konsum

Die bis August andauernde positive Entwicklung der Konsumnachfrage wurde im September unterbrochen. Dies widerspiegelte sich vor allem in den realen Detailhandelsumsätzen, die um 2,6% unter dem Niveau vom September 1984 lagen. Gemäss der Detailhandelsumfrage der KOF entwickelte sich der Absatz in den meisten Bereichen ungünstig; starke Einbrüche waren wegen des anhaltend warmen Wetters besonders bei den Bekleidungsartikeln festzustellen.

Der im September registrierte Rückgang dürfte sich in den nächsten Monaten korrigieren. Mit der Zunahme der Beschäftigtenzahl und dem Rückgang der Teuerung bleiben die Rahmenbedingungen für den Konsum gut oder werden sogar noch besser. Der Detailhandel erwartet denn auch für die kommenden Quartale steigende Umsätze.

Die Zahl der Logiernächte in den Hotelbetrieben lag in den Monaten Juni bis August 1985 um 1/2%

höher als in den Sommermonaten 1984. Dabei erhöhte sich die Nachfrage aus dem Inland recht stark, während die Gästezahlen aus dem Ausland abnahmen. Ausschlaggebend war die rückläufige Nachfrage aus der Bundesrepublik Deutschland und die Tatsache, dass die Logiernächte von Amerikanern, die 1984 enorm stark gestiegen waren, nur noch leicht zunahmen.

### Investitionen

Im zweiten Quartal übertrafen die Anlageinvestitionen das Volumen der entsprechenden Vorjahresperiode um 7%. Neben dem Export leisteten die Investitionen in diesem Zeitraum den höchsten Beitrag zum BIP-Wachstum.

Mit einem Zuwachs von mehr als 12% gegenüber dem Vorjahr – einem im internationalen Vergleich sehr guten Ergebnis – nahmen die Ausrüstungsinvestitionen im zweiten Quartal überdurchschnittlich stark zu. Die ungebrochen kräftige Zunahme der Importe von Investitionsgütern (drittes Quartal 1985/84: +10,4%) und der massive Anstieg, der aus dem Inland stammenden Auftragseingänge in der Metall- und Maschinenindustrie (erstes bis drittes Quartal 1985/84: +20,9% nominell), weisen auf eine Fortsetzung der lebhaften Investitionstätigkeit hin.

Einschränkungen müssen weiterhin beim Bau gemacht werden. Die Auftragsbestände im Bauhauptgewerbe sowie die Produktion von Bau-

stoffen lagen im Juni nur um rund 3% über dem Vorjahresniveau. Gemäss dem KOF-Konjunkturtest sind die Auftragserwartungen in Teilen der Baustoffindustrie eher gedämpft. Die höheren Bauleistungen sind vor allem auf die Entwicklung im gewerblich-industriellen Bau zurückzuführen; hingegen war im Wohnungsbau eine rückläufige Tendenz festzustellen, nahm doch die Zahl der neuerstellten Wohnungen in den ersten drei Quartalen um rund 9% ab (96 Städte).

Die Lager nahmen zwischen dem zweiten Quartal 1984 und dem zweiten Quartal 1985 ab. Rückläufige Lagerbestände sind normal für einen Konjunkturaufschwung, da die Unternehmer zunächst versuchen, die als Folge der Rezession überhöhten Bestände abzubauen. Gemäss der KOF-Konjunkturumfrage gelten die Fertigfabrikatelager zurzeit in den meisten Branchen der Industrie aber bereits wieder als zu klein.

### Aussenhandel

Das Wachstum der Importe und Exporte setzte sich im dritten Quartal fort. Die höchsten Jahreswachstumsraten wiesen dabei erneut die Investitionsgüter auf.

Obwohl die ausgeführten Gütermengen im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahr um fast 8% zunahmen, lag dieser Zuwachs deutlich unter jenem des zweiten Quartals, als der Export um

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

	1981	1982	1983	1984	1984			1985		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Import von Investitionsgütern, real	0,2	- 5,8	7,3	3,6	- 2,7	2,8	2,5	4,1	11,2	16,4
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	- 5,9	- 3,6	7,2	- 6,4	- 20,3	- 10,5	8,8	- 22,4	- 19,9	12,2
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	6,3	6,7	- 5,7	6,9	26,4	- 2,9	4,9	- 5,6	- 1,8	- 9,4
Geplante industrielle Bauten (Raumvolumen) <sup>1</sup>	- 29,6	- 22,5	23,6	- 8,3	- 20,9	- 3,8	- 3,7	6,4	55,9	7,7

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

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

	1981	1982	1983	1984a)	1984			1985a)		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Reale Ausfuhr	3,2	-4,4	0,0	6,4	4,4	7,0	7,1	7,4	15,5	7,7
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	4,3	-3,3	6,5	9,8	8,0	9,7	8,1	7,3	12,2	8,5
Investitionsgüter	-0,4	-4,6	-4,0	3,1	1,1	0,3	4,4	3,7	18,1	12,1
Konsumgüter	6,7	-5,4	-2,7	6,4	4,4	12,0	8,8	12,6	16,6	1,9
Ausfuhrpreise	5,8	5,2	2,4	4,5	5,6	2,8	4,9	2,5	0,8	2,2
Reale Einfuhr	-2,0	-1,8	4,8	7,3	4,5	7,8	8,5	2,7	7,1	7,7
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-3,8	-3,4	4,9	10,1	8,2	9,1	10,1	7,4	10,7	7,9
Investitionsgüter	0,2	-5,9	7,3	3,6	-2,7	2,8	2,5	4,1	12,4	10,4
Konsumgüter	1,7	3,0	1,0	9,6	5,2	8,9	14,5	1,8	4,9	3,8
Einfuhrpreise	7,2	-1,1	-0,8	4,0	2,1	6,7	5,1	7,3	8,2	1,1

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

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

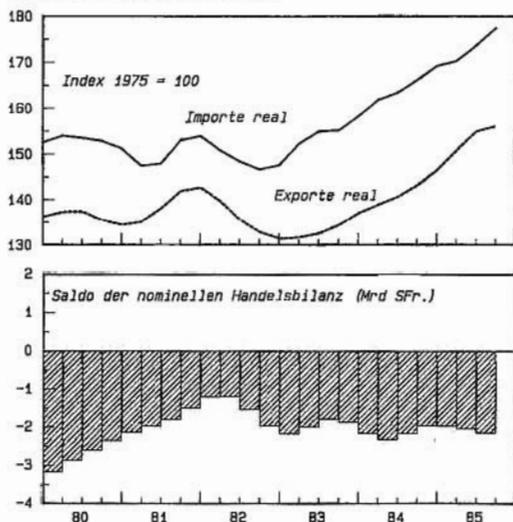
nicht weniger als 15,5% expandierte. Gleichzeitig stiegen die Exportpreise um 2,2% im Vergleich zu 0,8% im Vorquartal.

Infolge des schwächeren Dollars und der Abflachung der amerikanischen Konjunktur ging das Wachstum der schweizerischen Exporte in die Vereinigten Staaten deutlich zurück, betrug jedoch im dritten Quartal immer noch 9,6% (Vorquartal: 25,8%). Während die Vereinigten Staaten mit einem Anteil von 10,5% an den Schweizer Exporten hinter der Bundesrepublik Deutschland (20,1%) weiterhin zweitwichtigstes Exportland der Schweiz blieben, rückte das Vereinigte Königreich (8,6%) an Stelle Frankreichs (8,2%)

zum drittichtigsten Abnehmer von Schweizer Waren auf.

Die Güterimporte lagen im dritten Quartal real ebenfalls um rund 8% über dem Vorjahresstand. Aufgrund der Wechselkursentwicklung bildete sich die Teuerung der Importgüter allerdings so deutlich zurück, dass die Einfuhren im Vorjahresvergleich nominell weniger stark wuchsen als die Ausfuhren. Die anhaltende konjunkturelle Belebung drückte sich vor allem in hohen Zuwachsraten der Importe von Investitionsgütern und Halbfabrikaten aus.

Trotz einer Verbesserung der Austauschbedin-

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

<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

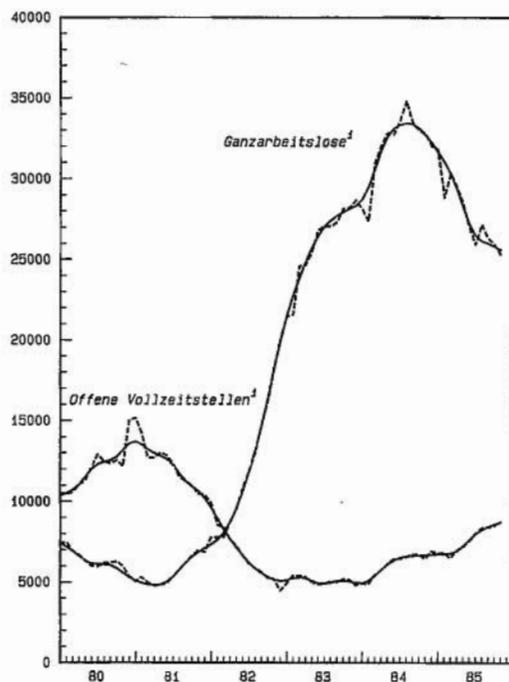
gungen (Verhältnis der Exportpreise zu den Importpreisen) gegenüber dem Vorquartal nahm das Handelsbilanzdefizit leicht von 2,2 Mrd. Franken im zweiten auf 2,5 Mrd. im dritten Quartal 1985 zu. Aufgrund der weiterhin günstigen Bilanz für Dienstleistungen und Faktoreinkommen ergab sich als Saldo der laufenden Transaktionen (Ertragsbilanz) gemäss vorläufiger Schätzung ein Überschuss von 1,7 Mrd. Franken.

### Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Parallel zur Produktion stieg in den letzten Quartalen auch die Beschäftigung kontinuierlich an. Die Zunahme gegenüber dem Vorjahr betrug im dritten Quartal 0,9% oder 23 000 Personen. Während die Beschäftigung im Dienstleistungssektor nur leicht anzog (0,8%), erhöhte sie sich in dem auf Konjunkturschwankungen empfindlicher reagierenden Industriesektor deutlich (1,4%). Im Baugewerbe, das nach wie vor mit substantiellen Überkapazitäten kämpft und das bisher nur im Bereich des gewerblichen Baus vom Konjunkturaufschwung profitierte, blieb die Beschäftigung praktisch unverändert (+0,1%).

Dank der erhöhten Beschäftigung ging die Zahl der Arbeitslosen weiter zurück. Der Anteil der Ganzarbeitslosen an der aktiven Bevölkerung verminderte sich zwischen dem dritten Quartal 1984 und dem dritten Quartal 1985 von 1,0% auf 0,7%. Gleichzeitig musste auch weniger Kurzarbeit geleistet werden.

Aufgrund der für ausländische Arbeitskräfte geltenden Beschränkungen sind einer Ausweitung des Angebots auf dem schweizerischen Arbeitsmarkt enge Grenzen gesetzt. Im August 1985 lag die Zahl der ausländischen Arbeitskräfte um rund 2,3% über dem Stand vor Jahresfrist. Sie stieg somit nicht viel stärker als die Gesamtbeschäftigung. Erwartungsgemäss nahm der Anteil der Grenzgänger zu, während jener der Saisoniers aufgrund der Schwierigkeiten im Baugewerbe konstant blieb.

**Grafik 12: Arbeitsmarkt**

<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

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

	1981	1982	1983	1984	1985						
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
Index der Beschäftigten <sup>1</sup>	1,0	-1,1 <sup>2</sup>	-1,3	-0,4	0,6	0,6	0,9	-	-	-	-
Arbeitslosenquote <sup>3,4</sup>	0,2	0,4	0,8	1,0	1,1	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
Ganzarbeitslose <sup>4</sup>	5 889	13 220	26 288	32 061	33 666	26 692	22 977	23 587	22 918	22 425	22 651
Kurzarbeiter <sup>4</sup>	5 704	36 611	48 930	11 232	4 532	1 683	712	574	500	1 063	1 316
Offene Vollzeitstellen <sup>4</sup>	11 876	6 352	5 591	6 269	6 898	7 728	8 578	8 242	8 618	8 873	8 779

<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 Durchschnitte aus Monatsendwerten

Quelle: Die Volkswirtschaft, BIGA

### Preise und Löhne

Die Teuerung liess im dritten Quartal weiter nach. Der Rückgang verlief allerdings nicht kontinuierlich: Im September lag die Jahreszuwachsrate der Konsumentenpreise erstmals seit dem vergangenen Mai höher als im Vormonat. Dieser vorübergehende Anstieg war zur Hauptsache auf Preiserhöhungen beim Heizöl zurückzuführen, die dieses Jahr bereits im Spätsommer vorgenommen wurden. Erwartungsgemäss bildete sich die Teuerungsrate im Oktober wieder auf den Stand vom August zurück.

Gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise betrug die Jahresteuerung im dritten

Quartal 3,2% (Vorquartal: 3,6%). Auf der Grosshandelsstufe verringerte sich der Preisauftrieb im gleichen Zeitraum von 3,0% auf 1,3%. Die Importgüter (+0,6%) verteuerten sich dabei aufgrund der Wechselkursentwicklung erstmals seit fast zwei Jahren wieder weniger stark als die Inlandgüter (+1,5%).

Die Entwicklung der Teuerungsraten zeigt erneut, dass die Schwankungen um den Teuerungstrend weitgehend wechselkursbedingt sind. Nachdem die Abschwächung des Schweizer Frankens Anfang Jahr zu höheren Inflationsraten geführt hatte, brachte die im letzten halben Jahr registrierte Wechselkurskorrektur eine Reduktion des Preisauftriebs.

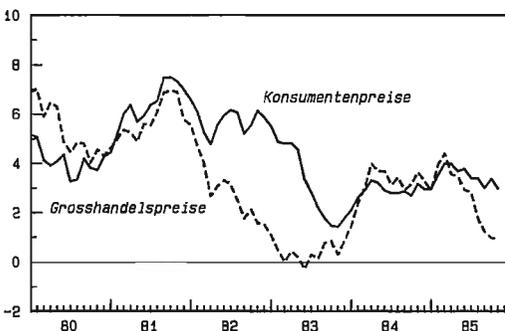
Die Arbeitnehmerverdienste lagen im dritten Quartal nach den Berechnungen des Biga um 3% über dem Vorjahresstand. Unter Berücksichtigung der Teuerung ergab sich ein geringfügiger Rückgang der Reallöhne.

### 3. Der monetäre Bereich

#### Geldmengenaggregate

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im Zeitraum von Juli bis Oktober um durchschnittlich 2,1% über dem Stand vor Jahresfrist. Beide Komponenten der Notenbankgeldmenge, der Notenumlauf und die Giroguthaben der Wirt-

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



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

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

schaft bei der Nationalbank, nahmen im Vorjahresvergleich zu. Die Jahreszuwachsrate des Notenumlaufs bildete sich jedoch von Monat zu Monat zurück und betrug im Oktober nur noch 0,3%. Dafür wurden die Giro Guthaben im Durchschnitt des dritten Quartals um 4,8% und im Oktober um 6,2% erhöht.

Im Durchschnitt der Periode von Januar bis Oktober 1985 stieg die bereinigte Notenbankgeldmenge gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 2,3%. Ende Jahr wird der durchschnittliche Zuwachs damit unter dem vor Jahresfrist verkündeten Ziel von 3% liegen. Die Zielunterschreitung begann sich bereits zu Beginn des Jahres abzuzeichnen. Aufgrund der positiven Wirtschaftsentwicklung verzichtete die Nationalbank darauf, den unter ihrer Prognose liegenden Zuwachs des Notenumlaufs voll durch eine stärkere Ausdehnung der Giro Guthaben zu kompensieren.

Die Entwicklung der Geldmengenaggregate  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  verlief ruhig. Gewisse Umschichtungen von Termin- auf Sichteinlagen waren auf die fallenden Zinssätze zurückzuführen. Im September wies die Geldmenge  $M_1$  denn auch erstmals seit acht Monaten wieder eine positive Jahreswachstumsrate auf. Gegenüber dem Vorquartal nahm die von Saisoneinflüssen bereinigte Geldmenge  $M_1$  ebenfalls zu (+1,7%), während  $M_2$

und  $M_3$  praktisch unverändert blieben (+0,1% bzw. -0,2%).

## Finanzmärkte

### Geldmarkt

Die Zinssätze am Eurofrankenmarkt blieben im Zeitraum von August bis Oktober sehr stabil. Kurzfristige Schwankungen deckten sich weitgehend mit jenen der Dollarzinsätze. Wie üblich passten die Banken ihre Festgeldsätze mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung an die Entwicklung am Euromarkt an. Nachdem die Festgeldsätze Ende Juli trotz des damaligen starken Rückgangs der Eurofrankenzinsen zunächst nur um  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkte gesenkt worden waren, war im September bei den Laufzeiten bis zu acht Monaten eine erneute Reduktion fällig. Als Anfang November die Eurofrankensätze erneut nachgaben, nahmen die Grossbanken ihre Festgeldsätze parallel zur Entwicklung am Eurofrankenmarkt um weitere  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkte auf 3 $\frac{3}{4}$ % für Laufzeiten von 3–8 Monaten und 4% für Laufzeiten von 9–12 Monaten zurück.

Ähnlich wie die Frankenzinssätze veränderten sich auch die Vergütungen für Dollareinlagen zwischen August und Oktober nur wenig, so dass die Zinsdifferenz praktisch konstant blieb.

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

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung In % <sup>2</sup>	Giro Guthaben <sup>1</sup>	Veränderung In % <sup>2</sup>	Ultimokredite <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 3. Q.	23 130	2,8	7632	4,3	614	30 148	2,9
1984 4. Q.	23 799	3,1	8375	4,6	832	31 342	3,2
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 3. Q.	23 323	0,6	8000	4,8	478	30 785	2,1
1985 Jull	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
1985 September	23 185	0,4	8230	6,2	480	30 935	2,1
1985 Oktober	23 203	0,3	8341	6,2	519	31 025	1,8
1985 November	23 363	0,5	8302	3,0	450	31 215	1,4

<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 + Giro Guthaben - 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	2,7	5,6	6,2
1984 3. Q.	3,1	5,2	5,8
1984 4. Q.	2,8	6,6	5,3
1985 1. Q.	- 0,5	7,1	5,0
1985 2. Q.	- 1,0	8,6	5,0
1985 3. Q.	- 0,3	7,2	4,4
1985 Juli	- 0,4	7,9	4,6
1985 August	- 0,2	7,0	4,2
1985 September	1,4	6,8	4,3
1985 Oktober	1,6	6,6	4,5

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

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

Im Monat Oktober zogen hingegen die D-Mark-Zinsen leicht an, so dass die Zinsdifferenz zwischen Franken- und Markeinlagen, die im August und September praktisch verschwunden war, wieder etwas zunahm.

Der Bund emittierte im Berichtszeitraum monatlich Geldmarktbuchforderungen mit einer Laufzeit von drei Monaten. Daneben gab er im Oktober erstmals einjährige Geldmarktbuchforderungen heraus, um die Bereitschaft des Marktes zur Aufnahme von längerfristigen Forderungen zu testen. Die Verzinsung der Buchforderungen lag in der Regel um gut 1/2 Prozentpunkte unter den entsprechenden Eurofrankensätzen.

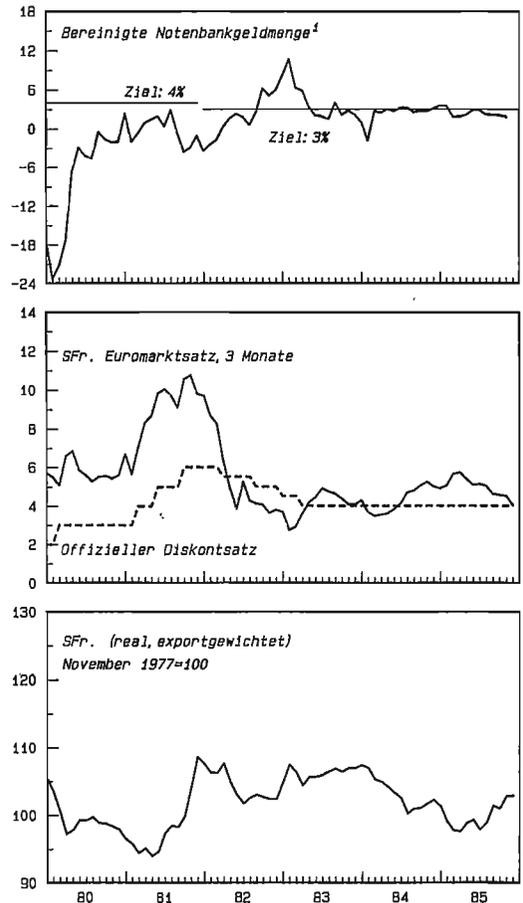
Die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank betragen im Durchschnitt der Monate August bis Oktober 8,1 Mrd. Franken und lagen damit um 5% höher als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Am Quartalsultimo, dessen Abwicklung reibungslos verlief, stiegen sie auf 11,5 Mrd. Franken (Vorjahr: 11,8 Mrd.). Die Beanspruchung der traditionellen Notenbankkredite durch das Bankensystem war an den Ultimi erneut verhältnismässig hoch, so dass die Natio-

nalbank auslaufende Devisenwaps jeweils nur teilweise erneuerte.

*Devisenmarkt*

Die Bewegungen des handelsgewichteten Ausenwerts des Schweizer Franks wurden auch im dritten Quartal durch den Verlauf des Dollar-kurses geprägt. Nachdem sich der Dollar gegenüber dem Franken im Laufe des Monats Juli stetig zurückgebildet hatte, stabilisierte er sich im August und in der ersten Septemberhälfte bei

**Grafik 14: Schweiz**



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

einem durchschnittlichen Wert von Fr. 2.32. Die Ankündigung der Fünfergruppe vom 22. September bewirkte eine weitere, massive Verringerung des Dollarkurses. Im Oktober pendelte er sich bei rund Fr. 2.15 ein.

Der japanische Yen und die D-Mark werteten sich im Laufe der Monate August bis Oktober gegenüber dem Dollar ungefähr in der gleichen Grössenordnung wie der Schweizer Franken auf. Die Frankenkurse des Yens und der D-Mark blieben daher von den Massnahmen der Fünfergruppe praktisch unberührt. Die D-Mark notierte gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode unverändert, d. h. im Mittel mit 82 Rappen. Während auch der französische Franken und das englische Pfund zu denselben Kursen wie vor Jahresfrist gehandelt wurden, sank der Frankenkurs der italienischen Lira leicht.

Der reale Aussenwert des Schweizer Frankens entwickelte sich im dritten Vierteljahr im Vergleich zur Vorjahresperiode uneinheitlich. Während er gegenüber dem amerikanischen Dollar 3,5%, der italienischen Lira 2,4%, der D-Mark 2,1% und dem japanischen Yen 1,9% gewann, verlor er gegenüber dem französischen Franken 2,1%. Infolge einer Zunahme des Inflationsgefälles zwischen Grossbritannien und der Schweiz wertete sich der Schweizer Franken gegenüber dem englischen Pfund real um 5,8% ab.

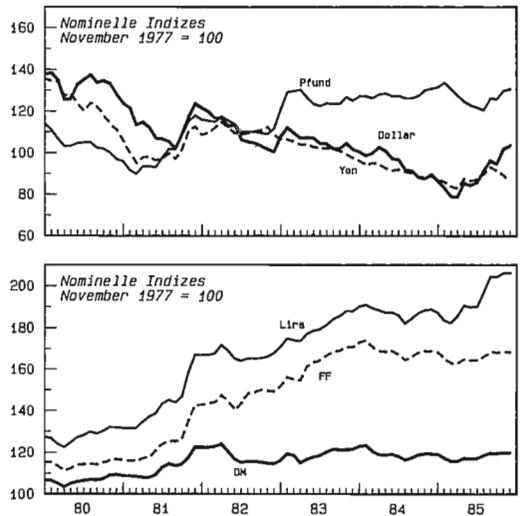
Insgesamt sank der exportgewichtete Aussenwert des Frankens real um 0,3% und erreichte mit 100,4 Indexpunkten den Stand der Indexbasis vom November 1977.

### Kapitalmarkt

Am Kapitalmarkt belebte sich die Nachfrage zwischen August und Oktober spürbar: Im Zuge der Aktienhausse stiessen insbesondere die Optionsanleihen auf ein reges Interesse. Bei verschiedenen ausländischen Anleihen waren die Konditionen allerdings zum Teil eher knapp bemessen, so dass nicht allen Emissionen ein voller Erfolg beschieden war.

Die Kapitalaufnahmen der inländischen öffentlich-rechtlichen Körperschaften blieben verhält-

**Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**

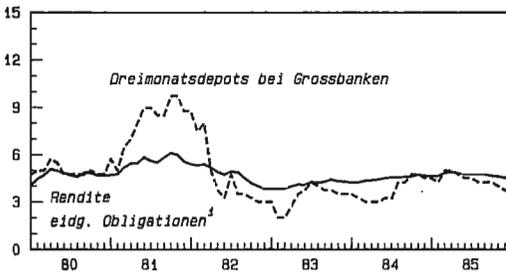


nismässig gering. Erstmals seit dem vergangenen Mai emittierte der Bund im Oktober wieder eine Anleihe: Aufgrund der eingegangenen Offerten wurde ein Ausgabepreis von 101,1% festgelegt, was bei einem Coupon von 4¾% und einer Laufzeit von 14 Jahren eine Rendite von 4,64% ergab.

Am Sekundärmarkt bildeten sich die Renditen, die seit dem vergangenen April eine fallende Tendenz aufgewiesen hatten, erneut leicht zurück und erreichten im Oktober den tiefsten Stand im laufenden Jahr. Die Renditedifferenz zwischen den Anleihen in- und ausländischer Schuldner, in der ersten Jahreshälfte bereits niedrig, ging im Laufe des Sommers nochmals zurück und normalisierte sich erst im Herbst wieder etwas.

Ende August und Anfang September senkten die Banken der Marktentwicklung folgend ihre Zinsen auf Kassenobligationen um ¼ Prozentpunkt. Die Gross- und Kantonalbanken boten ihre Kassenobligationen in der Folge mit Vergütungen von 4¾% bis 5% je nach Laufzeit an.

Die Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch öffentlich aufgelegte Obligatio-

**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

nen belief sich im dritten Quartal (ohne Konversionen) auf 5,9 Mrd. Franken (drittes Quartal 1984: 4,0 Mrd.). Gleichzeitig wurden 0,9 Mrd. Franken (0,8 Mrd.) an den Kapitalmarkt zurückbezahlt, so dass die Nettobeanspruchung rund 5,0 Mrd. Franken (3,2 Mrd.) betrug. Gemessen an der Nettobeanspruchung betrug der Anteil der inländischen Schuldner 28%.

### Kapitalexport

Die von der Nationalbank erteilten Kapitalexportbewilligungen beliefen sich im dritten Quartal 1985 auf 10,8 Mrd. Franken, was einen Anstieg um 38% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal bedeutet.

Die Ausgabe öffentlicher Anleihen ausländischer Schuldner nahm im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 102% auf 4,1 Mrd. Franken zu. Diese Zunahme ist zu einem grossen Teil auf vorteilhafte Möglichkeiten am Markt für langfristige Swaps, die mit diesen Anleihen verbunden sind, zurückzuführen. Die bewilligten Emissionen von Notes stiegen um 7% auf 3,9 Mrd.; bei den Krediten ergab sich ein Anstieg um 33% auf 2,9 Mrd. Franken.

Die Emissionen öffentlicher Anleihen fielen im dritten Quartal anteilmässig am stärksten ins Gewicht (38%), gefolgt von den Notes (36%). Rund ein Viertel der öffentlichen Anleihen und 80% 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 inzwischen auf 32% zurück; weitere 24% der von japanischen Schuldnern emittierten Notes waren mit Optionsscheinen versehen.

Die Gliederung der Kapitalexporte nach Länder- bzw. Schuldnergruppen zeigt für das dritte Quartal 1985 einen Anteil der Industrieländer von 80% (37% allein für Japan), gegenüber 70% in der entsprechenden Vorjahresperiode. Der Anteil der Entwicklungsländer, der im Jahr 1984 noch rund 9% betragen hatte, fiel im Vorjahresvergleich auf 4% zurück. Der Anteil der Staatshandelsländer betrug 4%, während die internationalen Entwicklungsorganisationen 10% des Marktvolumens beanspruchten.

**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 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.	2 744,2	4 406,2	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3. Q. <sup>2</sup>	4 086,7	3 882,7	2 560,0	293,7	10 823,1

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

<sup>2</sup> provisorisch

## **Bankbilanzen und Kredite**

Das Bilanzwachstum (Jahreswachstum der Bilanzsumme ohne Edelmetalle) der 71 Banken bildete sich im dritten Quartal 1985 zurück. Es betrug Ende September noch 7,2% gegenüber 10,1% Ende Juni und liegt nunmehr unter dem Durchschnitt des Vorjahres (+8,7%). Der Vorjahresvergleich wird jedoch durch den stark schwankenden Dollarkurs, der die in Schweizer Franken umgerechneten Fremdwährungspositionen der Bilanz beeinflusst, erheblich verzerrt. Bei im Vorjahresvergleich unveränderten Dollarkursen, würde das Bilanzwachstum Ende September mehr als 10% betragen.

Konjunkturbedingt hat sich das Kreditwachstum weiter beschleunigt. Die Jahreszuwachsrate der Frankenkredite betrug Ende September 9,0% (Juni +8,4%): Sie liegt damit deutlich über dem Vorjahresdurchschnitt (+6,4%), aber ebenso deutlich unter dem Durchschnitt der Jahre 1980 (+14,3%) und 1981 (+12%). Die Entwicklung konzentrierte sich im dritten Quartal ausschliesslich auf den Inlandsektor (Ende September +10,3%), während die gegenüber dem Ausland ausstehenden Frankenkredite weiterhin unter dem Vorjahresniveau (-3,1%) notieren.

Im Fremdwährungsbereich verlangsamte sich die Kreditentwicklung, wobei der grösste Teil der Abschwächung umrechnungsbedingt dem Dollarkurs zuzuschreiben ist. Der Stand der Fremdwährungskredite lag Ende September noch um 3,5% über dem Vorjahr gegenüber 24,8% Ende Juni. Fast 90% dieser Geschäfte fallen auf Auslandskredite, wobei ein grosser Teil über die im Ausland domizilierten Niederlassungen abgewickelt wird.

Auch auf der Passivseite des Kundengeschäfts, beim Mittelzufluss kontrastiert die beschleunigte Entwicklung im Frankenbereich mit dem stark abfallenden Wachstum im Fremdwährungsbereich. Das Jahreswachstum der Franken-Publikumsgelder stieg im dritten Quartal von 6,5% auf 7,1%, während dasjenige der Fremdwährungen von 15,5% auf -1,9% zurückfiel.

Obwohl die Banken im dritten Quartal sowohl die Festgeld- als auch die Kassenobligationsätze

zurücknahmen, wiesen diese beiden Einlagearten Ende September im inländischen Frankenbereich mit 19,3% bzw. 12,4% nach wie vor die höchsten Jahreszuwachsrate auf (Sichtgelder +7,4%, Spargelder +2,1%). Das hohe Jahreswachstum der Festgelder beruht auf dem massiven Mittelzufluss im ersten Quartal, als sich der Festgeldbestand der 71 Banken um 6,7 Mrd. Franken erhöhte. Im zweiten und im dritten Quartal flossen den Banken neue Frankenmittel vor allem in Form von Kassenobligationen zu.

Die Dynamik des Treuhandgeschäftes liess im dritten Quartal nach, wobei auch hier zwischen Franken- und Fremdwährungstransaktionen zu unterscheiden ist. Der Gesamtbestand der von den 71 Banken ausgewiesenen Treuhandgeschäfte lag Ende September lediglich noch um 5,5% über dem Vorjahr gegenüber 28% Ende Juni. Der starke Rückgang ist praktisch ausschliesslich, den tieferen Umrechnungskursen der Treuhandgelder in Fremdwährungen zuzuschreiben, die Ende September auf das Vorjahresniveau (+0,5%) zurückfielen. Das Treuhandgeschäft ist überwiegend ein Fremdwährungsgeschäft (zu 82% bei den 71 Banken). Im Frankenbereich betrug das Jahreswachstum Ende September noch 35,8%. Dennoch hat das treuhänderische Frankengeschäft, nach der Flaute der letzten drei Jahre, das Rekordvolumen von Ende Februar 1982 (20,4 Mrd. Franken) noch nicht erreicht: Ende September verwalteten die Banken 16,0 Mrd. auf Schweizer Franken lautende Treuhandgelder.

## Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 20 décembre 1985\*

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

#### 1. Aperçu

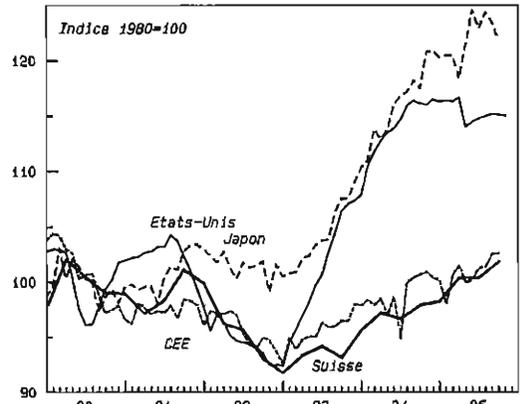
##### *Evolution de la conjoncture*

Après le ralentissement observé au début de l'année, la croissance a repris dans les pays industrialisés aux deuxième et troisième trimestres. Au troisième trimestre, la production industrielle des principaux pays dépassait de 3%, en moyenne, la valeur enregistrée un an auparavant. Bien que l'expansion de l'économie américaine se soit elle aussi accélérée, les Etats-Unis ont perdu de leur importance en tant que moteur de la conjoncture internationale, leurs importations n'ayant pas varié, en termes réels, depuis le premier trimestre. Aussi l'évolution de la conjoncture, dans la plupart des pays, a-t-elle dépendu plus nettement qu'auparavant de la demande intérieure. Celle-ci a progressé sensiblement en République fédérale d'Allemagne et au Royaume-Uni, mais stagné au Japon, en France et en Italie.

En l'espace d'un an, les déséquilibres des balances courantes se sont considérablement accentués. Pour les mois de janvier à septembre 1985, le déficit de la balance américaine a atteint un montant supérieur à celui de la même période de l'année précédente. D'un autre côté, les excédents d'un certain nombre de pays ont encore augmenté. Parmi ceux-ci figurent en premier lieu le Japon, mais aussi la République fédérale d'Allemagne et le Royaume-Uni.

L'emploi a progressé légèrement au cours de l'été. La plus forte amélioration a été enregistrée aux Etats-Unis, où le taux de chômage a diminué

### Graphique 1: Production industrielle



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

à 7% en chiffre rond. En Europe, les progrès sont restés modestes. En République fédérale d'Allemagne et en France, ils ont permis une stabilisation du taux de chômage; il n'en a pas été de même au Royaume-Uni et en Italie.

L'inflation a faibli dans la zone de l'OCDE; au mois de septembre, le taux annuel moyen de renchérissement s'inscrivait à 4,3%, soit à son niveau le plus bas depuis décembre 1969. En outre, les écarts entre les taux d'inflation des principaux pays industrialisés ont diminué, bien que les prix aient continué à croître à un rythme supérieur à 5% en Italie, en France et au Royaume-Uni.

#### **Politique économique**

La politique monétaire, plutôt expansionniste au deuxième trimestre, a gardé ce caractère durant l'été. Les objectifs ont été dépassés dans les principaux pays industrialisés, à l'exception de la République fédérale d'Allemagne. L'expansion des agrégats monétaires a été particulièrement

\* Le rapport, achevé à la mi-novembre, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois d'août et d'octobre 1985.

forte aux Etats-Unis, où le Système de Réserve Fédérale s'est efforcé de lutter contre le manque de vigueur de la conjoncture et d'abaisser le cours élevé du dollar. Plusieurs autres pays, qui disposaient de la marge de manœuvre nécessaire après le recul du dollar observé ce printemps, ont relâché légèrement leur politique monétaire, sans mettre en péril les succès obtenus dans la lutte contre l'inflation.

Les pressions protectionnistes étant de plus en plus manifestes aux Etats-Unis, les ministres des finances et les gouverneurs de banques centrales du Groupe des Cinq ont adopté le 22 septembre, à New York, un plan d'action commun. Ce plan vise à mieux coordonner la politique économique des pays concernés et à abaisser le cours du dollar, vis-à-vis du yen surtout. Les Etats-Unis ont réaffirmé leur volonté de réduire leur déficit budgétaire. Le Japon s'est déclaré favorable à une stimulation de la demande intérieure et à une ouverture plus large de ses marchés. Les pays européens, en particulier la République fédérale d'Allemagne, ont manifesté leur intention de chercher, par des mesures fiscales, à résoudre leurs problèmes structurels.

### Marchés des changes

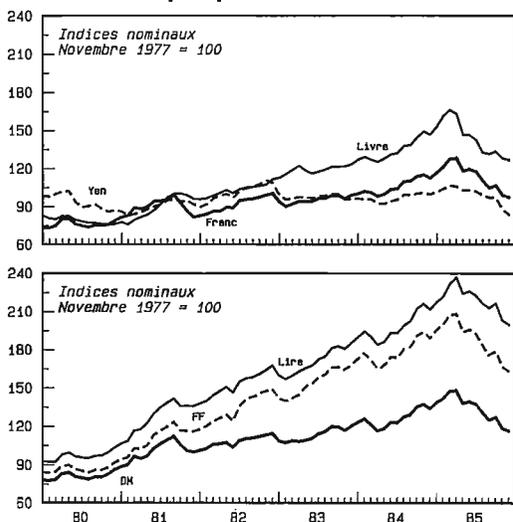
La réaction des marchés des changes à la réunion du Groupe des Cinq a dépassé les attentes. La seule annonce d'interventions a fait chuter le cours de la monnaie américaine; ce mouvement a été ensuite renforcé par les importantes ventes de dollars faites par des autorités monétaires.

Entre le 20 septembre et le 31 octobre, le dollar a perdu 9,5% face au mark allemand et 7% par rapport à la livre sterling; le yen s'est revalorisé de près de 13% vis-à-vis du dollar, et le franc suisse d'environ 10%.

### Endettement international

L'Assemblée annuelle du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale, qui s'est tenue à Séoul du 8 au 12 octobre, a été marquée par la montée du protectionnisme dans le monde et par une accentuation de la crise de l'endettement. Elle a montré clairement, une fois encore, que tous doivent unir leurs efforts en vue de résoudre la crise de l'endettement; aucun progrès ne pourra être accompli sans une adaptation des économies des pays endettés, sans la mise à leur disposition de fonds supplémentaires et sans l'ouverture des marchés des pays industrialisés aux produits des nations en développement.

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



Un plan proposé par M. Baker, Secrétaire au Trésor des Etats-Unis, et destiné à contribuer à résoudre les problèmes des quinze pays les plus endettés a été au cœur des discussions. Ce plan («Program for Sustained Growth») vise pour l'essentiel à Intensifier la politique suivie jusque-là. Il préconise l'adoption, par les pays endettés, de politiques d'ajustement plus efficaces, une augmentation des crédits octroyés par les institutions multilatérales pour encourager les adaptations de structures et une extension des prêts consentis aux pays en développement par les banques commerciales. D'après les Etats-Unis, les deux dernières mesures devraient canaliser 29 milliards de dollars de fonds supplémentaires pour financer le processus d'ajustement au cours des trois prochaines années. 20 milliards de dollars, soit la majeure partie de ce montant, seraient fournis par les banques commerciales.

A l'occasion de l'Assemblée annuelle du FMI, une nouvelle réduction de l'accès élargi aux ressources du Fonds a été décidée. Cette mesure peut être considérée comme une étape supplémentaire vers le retour aux limites normales d'accès aux crédits du FMI. En outre, une nouvelle allocation de droits de tirage spéciaux (DTS) a été une fois de plus rejetée. La plupart des pays industrialisés restent d'avis qu'une pénurie de réserves monétaires ne peut guère être démontrée.

Tous les participants ont souligné les difficultés particulières auxquelles se heurtent les pays en développement les plus pauvres. Une nette distinction a été établie entre les problèmes des pays endettés latino-américains et ceux des pays en développement du continent africain. Les ressources provenant des remboursements au Fonds fiduciaire devraient servir à accorder une aide financière aux pays en développement les plus pauvres.

## 2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

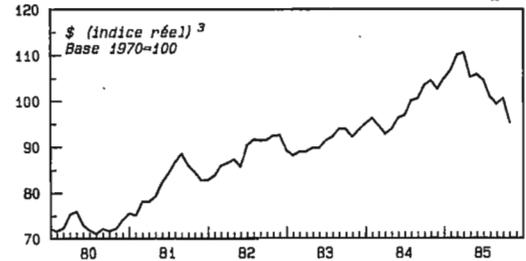
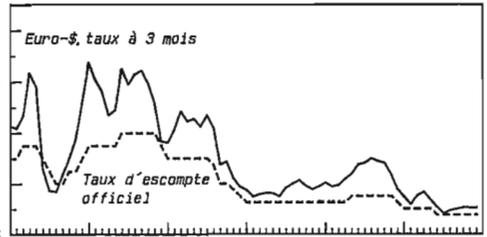
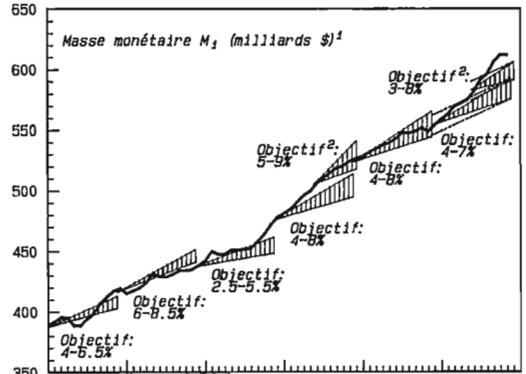
### Etats-Unis

Au troisième trimestre, l'économie américaine est sortie de la phase de quasi-stagnation observée au début de l'année. En taux annualisés, la croissance du *produit national brut réel*, qui n'avait été que de 0,3% au premier trimestre et de 1,9% au deuxième, a passé à 4,3% au troisième trimestre. La production a augmenté grâce surtout à la demande publique et à la construction.

En taux annualisé, la consommation privée a progressé de 4,8% au troisième trimestre, malgré une baisse des revenus disponibles consécutive à un retard dans le remboursement d'impôts sur le revenu. Au troisième trimestre, le taux de croissance des dépenses publiques s'élevait à 15,3%. Par contre, les investissements des entreprises ont fléchi dans l'ensemble de 4,7%; la construction de logements a cependant augmenté de 10,5%.

L'accélération de la croissance réelle s'est tra-

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)

uite par une nouvelle amélioration de l'emploi. Le taux de chômage a diminué pour s'inscrire à 7% en octobre. Simultanément, l'inflation a ralenti, passant à 3,2%. Un taux aussi bas n'avait plus été observé depuis deux ans.

Un des principaux problèmes de l'économie américaine reste le déficit du budget fédéral. Après avoir diminué à 185 milliards de dollars (5,1% du PNB) pour l'exercice 1983/84, le déficit

budgétaire a passé à 212 milliards (5,5% du PNB) pour l'exercice 1984/85, dépassant ainsi son précédent record de 208 milliards en 1982/83.

Soucieux de ramener le déficit à quelque 180 milliards de dollars, le Congrès a approuvé, au mois d'août, des réductions de dépenses totalisant 276 milliards de dollars sur trois ans. La répartition de ce montant entre les principaux postes du budget fait encore l'objet de discussions.

La croissance de la masse monétaire  $M_1$  s'étant accélérée au début de l'année, cet agrégat a évolué pendant presque tout le premier semestre au-dessus de la marge choisie comme objectif par le *Système de Réserve Fédérale*; le nouvel objectif, fixé au mois de juillet, a été lui aussi dépassé. L'expansion de  $M_2$  ainsi que celle des crédits accordés au secteur non bancaire ont été également bien supérieures aux objectifs. Seule  $M_3$  a évolué à l'intérieur de la fourchette choisie, mais cet agrégat montre aussi des signes d'accélération.

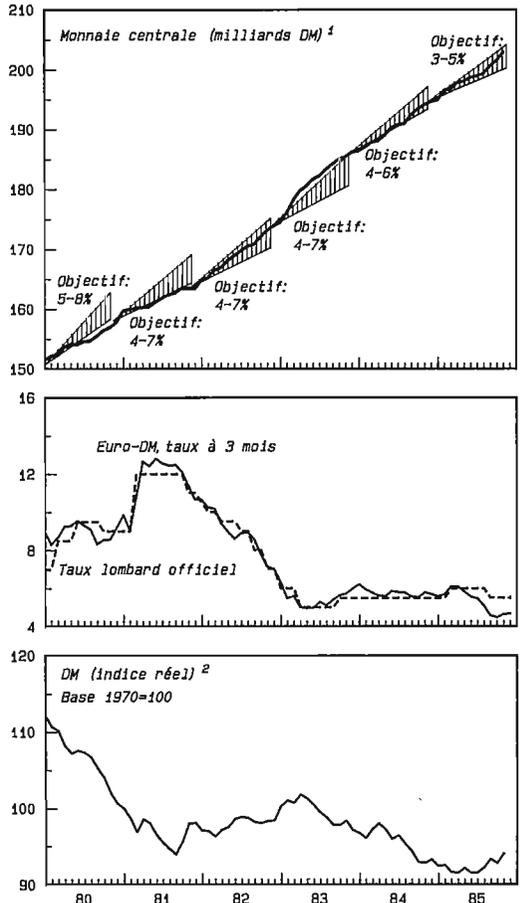
Si l'on en croit l'expansion de  $M_1$ , le *Système de Réserve Fédérale* conduit une politique monétaire plutôt expansionniste depuis le début de 1982 déjà. Cette politique ne s'est pas traduite par une accélération de l'inflation, mais par une diminution sensible de la vitesse de circulation de  $M_1$ . Ce ralentissement, qui peut être observé depuis trois ans et qui suit une longue phase d'accélération, est insolite. Il n'est pas encore possible de dire si un retournement de tendance a vraiment eu lieu. Une nouvelle progression de la vitesse de circulation engendrerait une vague d'inflation.

### République fédérale d'Allemagne

Au troisième trimestre, la conjoncture est restée favorable en République fédérale d'Allemagne. La croissance réelle a continué et la hausse des prix a ralenti, mais la situation ne s'est guère améliorée sur le marché du travail.

D'après des données provisoires, le *produit national brut réel* dépassait de 3,2%, au troisième

Graphique 4: République fédérale d'Allemagne



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

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

trimestre, son niveau de la période correspondante de 1984. La reprise économique, soutenue au début par les exportations, a bénéficié d'impulsions venant des investissements; ceux-ci se sont remis à croître au cours de l'année 1985, après une longue période de stagnation. Au premier semestre, les investissements en biens d'équipement ont même augmenté plus vite que les exportations. Le rôle moteur de la demande intérieure s'est accru au troisième trimestre; si l'expansion des exportations a ralenti,

la consommation privée, jusque-là peu soutenue, a été stimulée par une hausse des revenus réels.

Pour les neuf premiers mois de cette année, la balance commerciale s'est soldée par un excédent de près de 50 milliards de marks; ce résultat, qui dépasse de 50% le solde actif des trois premiers trimestres de 1984, a influé sur la balance courante, dont l'excédent a atteint un nouveau record, soit 28 milliards de marks, en données corrigées des variations saisonnières, pour la période de janvier à septembre.

Sur le marché du travail, la situation s'est peu améliorée. Après avoir temporairement augmenté, le taux de chômage a retrouvé, au troisième trimestre, son niveau de la période correspondante de l'année précédente, soit 9,2%. Il a ainsi réagi à la légère hausse de l'emploi, consécutive à une meilleure conjoncture. Depuis plusieurs trimestres, les offices du travail annoncent un accroissement des places vacantes et un recul du nombre des chômeurs partiels. Le taux d'inflation, en hausse au début de l'année, a faibli par la suite pour s'inscrire à 1,8% au mois d'octobre.

Si la croissance de la monnaie centrale s'est un peu accélérée en août et en septembre, elle est restée continuellement à l'intérieur de la marge choisie comme objectif. A la fin du mois de septembre, la monnaie centrale dépassait de 4,3% le niveau observé un an plus tôt. La politique monétaire a été légèrement plus restrictive en octobre, et les taux d'intérêt, qui étaient en recul depuis avril, sont montés. L'accord conclu par le Groupe des Cinq, le 22 septembre, en vue de faire fléchir le cours du dollar et de réduire les écarts entre les taux d'intérêt a contribué au resserrement observé sur le marché monétaire.

Présenté au mois de septembre, le projet de budget fédéral pour 1986 est axé sur la poursuite de l'assainissement des finances publiques. La première étape de la réforme fiscale, adoptée récemment, sera appliquée au début de 1986; les allègements fiscaux qu'elle prévoit pour les ménages se traduiront par une diminution des recettes publiques de quelque 11 milliards de marks (1% du revenu disponible des ménages).

Les dépenses publiques devraient augmenter de 2,4% en 1986. Le gouvernement espère ne pas devoir emprunter plus de 25 milliards de marks en 1986, alors que son endettement s'était accru de 29 milliards en 1984.

### **Royaume-Uni**

Au deuxième trimestre, le *produit intérieur brut réel* dépassait de 4,9% le niveau observé pour la même période de 1984; il faut toutefois relever que la reprise du travail dans l'industrie minière explique à raison d'un point environ cette progression. La consommation privée a enregistré une amélioration; par rapport aux trois mois correspondants de 1984, elle a augmenté de 2,1%. La hausse vigoureuse des exportations réelles s'est maintenue au deuxième trimestre (10,7%), alors que celle des importations réelles ralentissait, passant à 5%; il en a résulté une diminution du solde passif du commerce extérieur. Les dépenses publiques, dont la croissance a été de 1%, n'ont guère stimulé la conjoncture, et les investissements ont fléchi de 1,2% par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Considérée dans son ensemble, l'évolution de l'économie britannique est restée bonne au troisième trimestre. Si l'expansion du commerce extérieur a faibli, l'indice de la production industrielle était, en juillet et en août, de près de 5% supérieur aux valeurs relevées un an auparavant. La reprise de la consommation semble se confirmer; en effet, les ventes de détail ont progressé en un an de 4,6% en termes réels. Les plus récentes données sur les constructions mises en chantier sont elles aussi encourageantes. Toutefois, les résultats des enquêtes conjoncturelles sont moins optimistes.

Le déficit de la balance commerciale s'est réduit, passant de 4,1 milliards de livres pour l'ensemble de 1984 à 2,1 milliards pour les dix premiers mois de cette année. Bien qu'il n'ait cessé de diminuer depuis 1981, l'excédent de la balance des services est resté suffisant pour compenser le déficit commercial; la balance courante s'est donc soldée par un excédent de 1,7 milliard de livres pour la période de janvier à octobre, contre

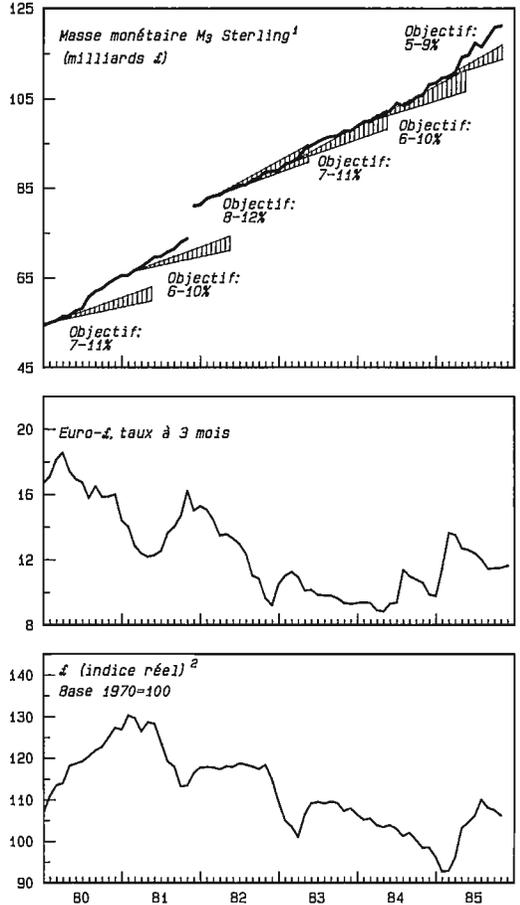
0,9 milliard pour l'ensemble de l'année précédente.

L'économie britannique continue à souffrir du problème d'une hausse des salaires conjuguée à un chômage très élevé. Au mois d'octobre, le taux de chômage était toujours supérieur à 13%. La hausse des salaires dans l'industrie n'ayant pas été accompagnée de gains de productivité, elle s'est traduite par une augmentation des coûts unitaires du travail plus forte que dans les autres pays. Ces coûts se sont accrus de 6,5% entre juillet 1984 et juillet 1985; durant la même période, ils ont progressé de quelque 3% aux Etats-Unis, mais diminué de 2% en République fédérale d'Allemagne et de 1% au Japon.

Au troisième trimestre,  $M_3$  sterling a continué de croître à un rythme rapide, de sorte que cet agrégat est resté nettement au-dessus de la limite supérieure de l'objectif visé. Cette évolution surprend dans la mesure où la base monétaire  $M_0$  augmente conformément à l'objectif. La divergence entre la croissance de  $M_0$  et celle de  $M_3$  sterling s'explique en partie par les modifications apportées à la structure du système financier. Les agrégats répondant aux définitions les plus larges – contrairement à  $M_3$  sterling, ils comprennent les avoirs placés dans de nombreuses institutions financières à caractère bancaire (les «building societies» par exemple) – ont progressé eux aussi à une cadence moins rapide que  $M_3$  sterling. Au mois d'octobre, la *Banque d'Angleterre* a décidé d'abandonner les objectifs qu'elle s'était fixés pour la période correspondant à l'année budgétaire en cours. Cette décision ne signifie toutefois pas que l'utilité de  $M_3$  sterling comme objectif intermédiaire est actuellement mise en doute.

Les autorités monétaires britanniques ont annoncé également qu'elles renoncent à utiliser la méthode de l'«overfunding» pour contrôler l'évolution de  $M_3$  sterling. Cette technique consistait, en cas d'expansion excessive de l'agrégat, à vendre des papiers d'Etat pour un montant supérieur au besoin de financement du secteur public. En agissant ainsi, la Banque d'Angleterre réduisait à la fois  $M_3$  sterling et les liquidités des banques commerciales. Comme celles-ci étaient toutefois autorisées à se refinancer à la Banque

**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 de mars de l'année suivante (source: Banque d'Angleterre)

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

d'Angleterre, sous la forme de crédits d'es-compte à court terme, elles parvenaient ainsi à compenser le recul de leurs liquidités.

## France

L'économie française ne bénéficie pas encore d'une croissance bien établie. En termes réels, la *progression du produit intérieur brut* n'atteindra probablement pas, en 1985, le taux proche de

2% enregistré l'année précédente. Cette faible croissance a cependant un côté positif puisque l'inflation a continué de ralentir.

Pour le troisième trimestre, les nouvelles de l'économie ont été bonnes dans certains domaines et moins bonnes dans d'autres. En comparaison annuelle, les investissements ont stagné, après avoir diminué en 1984. L'évolution des exportations et, dans une moindre mesure, celle des importations annoncent un affaiblissement de la croissance. En revanche, les dépenses de consommation, en légère progression depuis le début de l'année, ont stimulé la conjoncture.

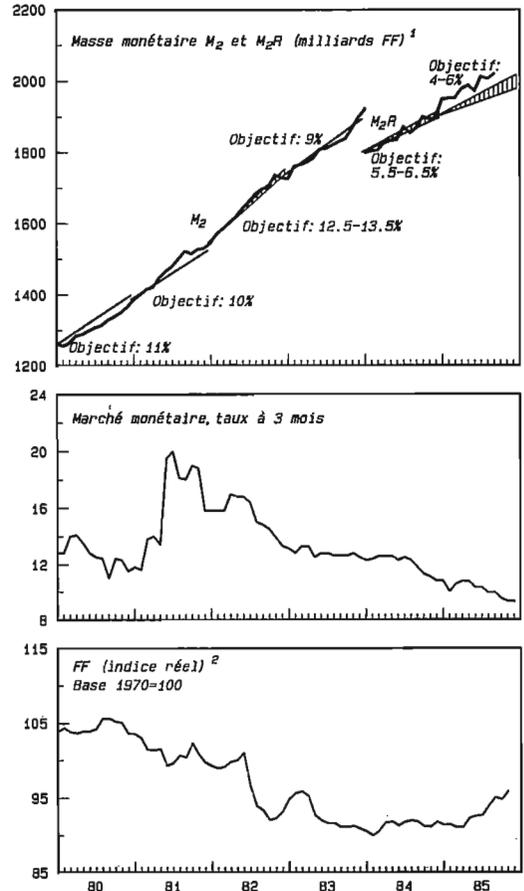
Au troisième trimestre, la production industrielle a augmenté et le taux d'utilisation des capacités s'est élevé. Il est difficile de dire si cette évolution se poursuivra et, le cas échéant, si elle prendra de l'ampleur. En effet, les indicateurs avancés stagnent actuellement et les carnets de commandes à l'exportation ne sont pas très fournis.

Bien que l'emploi ait encore légèrement diminué au troisième trimestre, le taux de chômage s'est maintenu à 10,6%. En revanche, de nouveaux progrès ont été enregistrés dans la lutte contre l'inflation. Le taux annuel de renchérissement a fléchi de 6,9% en octobre 1984 à 4,9% en octobre 1985; pour la première fois depuis plus d'une décennie, il s'est inscrit à un niveau inférieur à 5%.

Le déficit de la balance commerciale – dans la politique économique, une attention particulière est vouée en France au commerce extérieur – a peu varié d'une année à l'autre; en données corrigées des variations saisonnières, il atteignait 19,7 milliards de francs français pour les neuf premiers mois de 1985. Quant au déficit de la balance courante, il a reculé de 7,2 milliards de francs français à 0,4 milliard, des trois premiers trimestres de 1984 à la période correspondante de 1985.

Le budget de l'Etat pour 1986 entend poursuivre la politique restrictive engagée en 1983. Comme dans le précédent budget, le gouvernement veut réduire le déficit public à 3% du produit intérieur brut. La croissance des dépenses publiques – 3,6% – devrait rester inférieure à l'expansion du

**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)

produit intérieur brut, qui est estimée à 6% en termes nominaux. En vue de stimuler la croissance économique, le projet de budget contient de nouveaux allègements fiscaux. Après avoir été réduit de 5% en 1985, l'impôt sur le revenu des ménages devrait baisser encore de 3% en 1986. Quant à l'imposition des bénéfices nets non distribués, elle passerait de 50% à 45%.

Au troisième trimestre, l'expansion de la masse

monétaire  $M_2R$  a été de nouveau supérieure à l'objectif fixé entre 4 et 6% pour 1985. Après avoir atteint un rythme de plus de 8% au début de l'année, la croissance de  $M_2R$  a ralenti au cours de l'été à 6,5%, puis a passé à 7% en chiffre rond. Ce dépassement de l'objectif s'explique notamment par la forte augmentation des crédits, après l'abandon de l'encadrement au début de l'année.

Les succès remportés sur le plan de l'inflation et la fermeté du franc français vis-à-vis du mark allemand ont permis à la *Banque de France* de renouer avec sa politique de baisse graduelle du taux d'intervention.

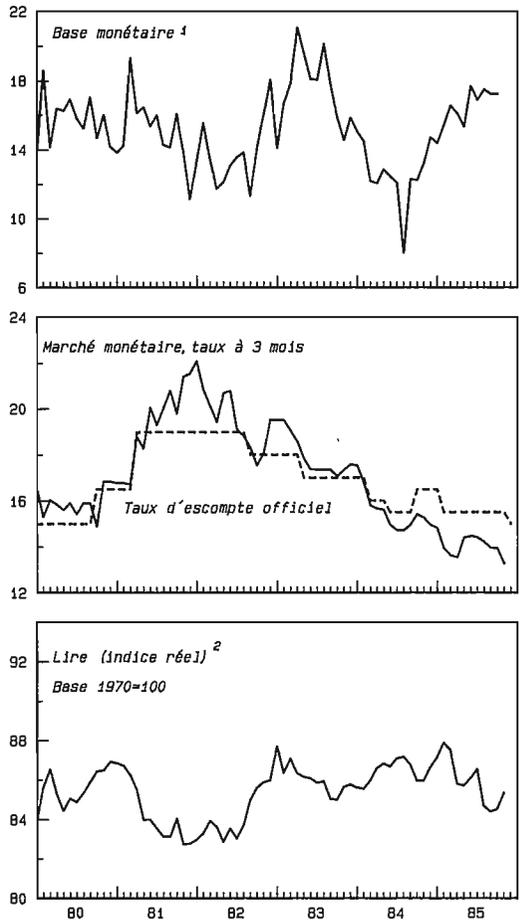
### Italie

Après une phase de stagnation entre octobre 1984 et mars 1985, l'économie italienne a retrouvé une légère croissance. Au deuxième trimestre, le *produit intérieur brut réel* dépassait de 2,6% la valeur observée un an plus tôt. La consommation privée a continué sa progression modérée (+2%) et les investissements se sont accrus de 6,4%. Dans le domaine du commerce extérieur, le volume des exportations a augmenté, mais celui des importations s'est élevé beaucoup plus vigoureusement; au premier semestre, le solde passif de la balance commerciale était supérieur à celui de la période correspondante de l'année précédente.

Un ralentissement de la croissance semble avoir eu lieu au troisième trimestre; en données corrigées des variations saisonnières, la production industrielle a fléchi de 1%. Ce ralentissement devrait être passager puisque l'indice des indicateurs avancés ne cesse de monter depuis le mois de mars, que les perspectives de production des entreprises s'améliorent et que les entrées de commandes sont relativement stables.

Au mois d'octobre, le taux annuel d'inflation s'inscrivait à 8,5%, contre 9,1% un an auparavant. Ainsi, il était supérieur à l'inflation moyenne des autres pays industrialisés et dépassait aussi d'un point l'objectif fixé par le gouvernement pour 1985. Malgré la modification apportée à l'indexation automatique, les salaires ont continué à

**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)

croître vigoureusement. La légère amélioration de l'emploi, par rapport au troisième trimestre de 1984, n'a pas suffi à compenser l'augmentation de la population active. Le taux de chômage a passé de 10,4% au troisième trimestre de 1984 à 10,6% un an plus tard.

L'évolution des finances publiques reste un des principaux problèmes de l'économie italienne. En 1985, les comptes de l'Etat se solderont par un déficit d'environ 115 000 milliards de liras.

Nettement supérieur au déficit de 96 470 milliards de liras figurant au budget, ce montant correspondra à quelque 15,6% du produit intérieur brut, contre 15,2% en 1984 et 13,5% en 1983. Les besoins financiers de l'Etat, déjà très supérieurs au montant budgété, s'élèvent actuellement à 75% de l'ensemble des crédits aux résidents.

Etant donné le déséquilibre croissant des finances publiques, les objectifs monétaires n'ont pu être respectés. L'expansion de la base monétaire est restée forte au mois d'octobre, le taux annuel de croissance atteignant environ 17%. La masse monétaire  $M_2$  a augmenté à un rythme un peu plus faible; si les mesures prévues pour contenir la demande de fonds du secteur public d'ici à la fin de l'année sont efficaces, son taux de progression pourra être limité à 12% en 1985. Dans le cadre de son programme de lutte contre l'inflation, l'institut d'émission italien avait fixé à 10% le taux de croissance de cet agrégat.

Les taux d'intérêt ont diminué quelque peu. Le rendement des bons du Trésor à un an s'inscrivait à 13,2% en octobre, contre 15,1% un an auparavant. Au début de novembre, le Trésor a ramené le taux d'escompte officiel de 15½% à 15%.

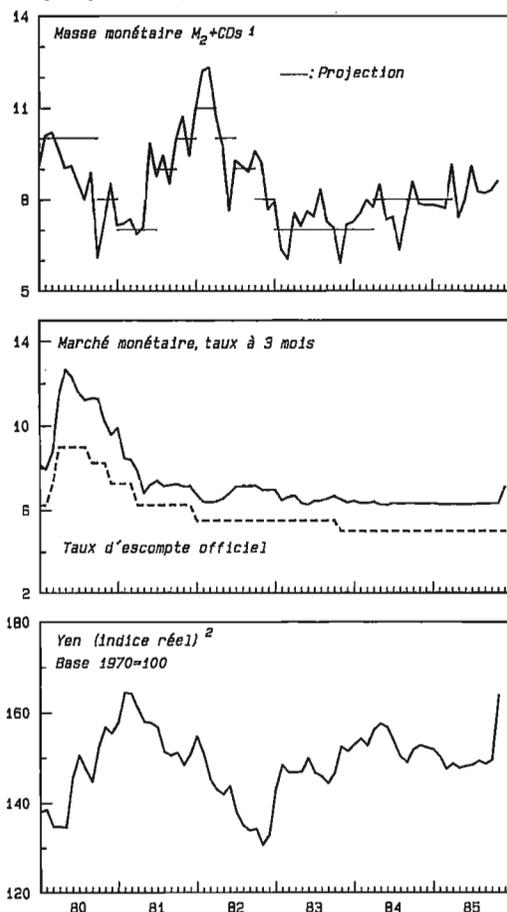
Dans le cadre du processus de libéralisation des marchés financiers, le gouvernement italien a autorisé, en octobre, l'émission à l'étranger d'obligations en liras.

## Japon

Depuis le début de l'année, la croissance de l'économie japonaise a perdu de sa vigueur. Aux premier et deuxième trimestres, le taux annuel de croissance du *produit national brut réel* s'inscrivait à 5,2%; en 1984, sa croissance moyenne avait été de 5,7%. L'évolution de la production industrielle au troisième trimestre semble annoncer un nouveau ralentissement de l'expansion.

Le ralentissement s'explique principalement par la croissance plus faible des exportations. Le taux annuel d'expansion des ventes à l'étranger a passé de 15,4% au troisième trimestre de 1984

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)

à 4,1% un an plus tard. Ce recul a contribué à la diminution des importations, une forte part de celles-ci étant constituée de produits semi-ouvrés destinés à l'industrie d'exportation. Au troisième trimestre, les importations étaient de 2% inférieures à leur niveau de la période correspondante de 1984.

En vue de réduire les excédents croissants des balances commerciale et courante, les autorités japonaises ont annoncé le 15 octobre, peu après

la réunion du Groupe des Cinq, un programme de relance de la demande intérieure. Celle-ci a été longtemps l'élément le plus faible de la conjoncture, bien que le chiffre d'affaires du commerce de détail, plus élevé au troisième trimestre, semble indiquer une légère progression de la consommation. Ce programme gouvernemental vise à stimuler surtout les investissements des entreprises, la construction de logements ainsi que les achats par les ménages de biens durables de consommation. Le gouvernement espère ainsi obtenir une augmentation supplémentaire

de la demande correspondant à 1,3% du produit national brut nominal au cours des douze prochains mois.

L'emploi a progressé légèrement au troisième trimestre, mais le taux de chômage s'est maintenu à environ 2,6%.

Le Japon, dont le renchérissement est de quelque 2%, reste un des pays ayant les prix les plus stables.

**Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux**
**1.1 Produit national brut réel (variation en % par rapport à l'année précédente)**

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

a) Chiffres provisoires    b) PIB

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

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

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

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

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)	1984a)				1985a)		
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Etats-Unis	-11,2	-40,8	-101,5	-19,7	-24,7	-32,5	-25,5	-30,3	-31,8	-
Rép. féd. d'Allemagne	3,3	4,1	6,3	1,5	0,3	1,2	3,0	2,1	3,3	4,0
Royaume-Uni	9,0	3,8	0,1	0,8	-0,7	-0,7	0,8	-0,6	1,8	1,6
France b)	-11,6	-3,5	0,0	-1,3	0,1	0,5	0,4	-0,7	0,1	0,0
Italie b)	-7,4	0,5	-4,2	-2,2	-1,2	0,8	-1,6	-	-	-
Japon	6,8	20,8	35,0	4,8	10,0	8,7	11,6	6,8	13,2	13,3
Suisse b)	4,0	3,4	3,7	1,0	1,0	0,7	1,0	1,4	1,0	0,7

a) Chiffres provisoires    b) Variations saisonnières non déduites

## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Aperçu

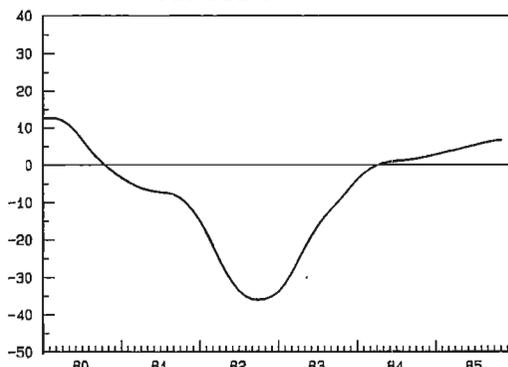
La conjoncture continue à être favorable en Suisse. Bien que quelques taux de croissance aient fléchi du deuxième au troisième trimestre, plusieurs indicateurs avancés – notamment l'indice composite calculé par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – incitent à penser que l'expansion économique restera supérieure, ces prochains trimestres, à la tendance à long terme.

La croissance paraît avoir été plus faible au troisième trimestre, du fait essentiellement que les exportations ont augmenté beaucoup moins vite qu'au deuxième trimestre. Le taux annuel d'expansion des ventes à l'étranger a certes fléchi, mais il atteignait encore un niveau proche de celui du premier trimestre. Son fléchissement peut être attribué en partie à la baisse des livraisons aux Etats-Unis, où la demande de produits importés a reculé sous l'effet de la modération de la conjoncture.

Pour ce qui a trait à la consommation, les rares indicateurs disponibles montrent que la progression de la consommation privée a été minime au troisième trimestre. En revanche, la propension à investir semble avoir été une fois encore très forte. Toutefois, la construction de logements a probablement continué sa régression; au cours des derniers trimestres, tant le nombre des logements construits que celui des autorisations de construire ont été régulièrement inférieurs à ceux de l'année dernière.

La hausse de la demande globale, observée au troisième trimestre, a été couverte par une légère extension de la production, par une augmentation sensible des achats à l'étranger et (probablement) par une diminution des stocks. La production industrielle a marqué une progression par rapport au troisième trimestre de 1984, mais aussi, en données corrigées des variations saisonnières, par rapport au deuxième trimestre de 1985. Cette croissance s'est traduite par une nouvelle amélioration de l'emploi et de l'utilisation des capacités techniques.

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

La politique monétaire de la Banque nationale est restée axée sur le ralentissement, à long terme, de la hausse des prix. Pendant les mois de juillet à octobre, la monnaie centrale ajustée était, en moyenne, de 2,1% supérieure au niveau observé un an auparavant. Sa croissance était donc très proche du rythme de 2,6% (en moyenne) observé en 1984. Les taux d'intérêt ont diminué en plusieurs étapes; en novembre, ils s'inscrivaient à leur plus bas niveau depuis un an et demi.

Au troisième trimestre, la valeur extérieure du franc suisse a augmenté pour atteindre des niveaux supérieurs à ceux de la période correspondante de l'année précédente; au premier semestre, elle était encore nettement inférieure aux valeurs enregistrées un an auparavant. L'événement le plus marquant de la période a été l'annonce, par les ministres des finances et les gouverneurs de banques centrales du Groupe des Cinq, d'une volonté de faire baisser le dollar. Face au franc, la monnaie américaine a fléchi nettement, mais le mark allemand n'a guère varié.

La correction qui a eu lieu sur les marchés des changes a contribué dans une forte mesure au

recul du taux de renchérissement. Mesurée à l'indice suisse des prix à la consommation, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 3,2% en moyenne au troisième trimestre, contre 3,6% au deuxième. Au niveau des prix de gros, le renchérissement a été moins fort pour les marchandises importées que pour les produits indigènes.

## 2. Evolution de l'économie

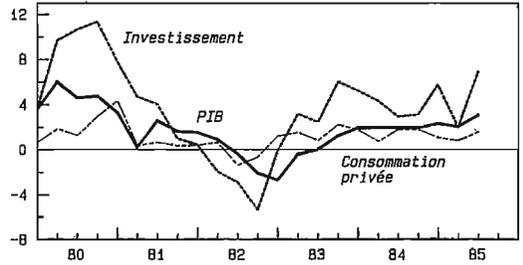
### **Produit intérieur brut et production industrielle**

Au deuxième trimestre, le *produit intérieur brut réel* (PIB) dépassait de 3% son niveau de la même période de 1984. Par rapport au trimestre précédent, il a progressé de plus de 4% en taux annualisé et après correction des variations saisonnières. Cette légère accélération peut être attribuée en partie à une forte expansion des exportations. Comme les ventes à l'étranger n'ont pas atteint, au troisième trimestre, les résultats du deuxième, la croissance du PIB a probablement faibli quelque peu.

Selon l'indice composite que publie le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la situation s'est améliorée de nouveau légèrement dans l'industrie au troisième trimestre (voir graphique 9). La production industrielle a atteint un niveau supérieur au résultat de la même période de l'année précédente, mais aussi, en données corrigées des variations saisonnières, à celui du deuxième trimestre. Grâce à la hausse de la production, le taux d'utilisation des capacités techniques a passé de 85% à 86%. La part des heures supplémentaires au total des heures travaillées est restée toutefois inchangée à 2%.

Les entreprises ayant participé à l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ ont estimé que la production augmentera également au quatrième trimestre. Comme la production s'approche de plus en plus des limites posées par les capacités existantes, son rythme de croissance devrait fléchir légèrement. En général, les capacités techniques sont jugées suffisantes; ça et là toutefois, une certaine pénurie de personnel se fait sentir.

**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

Par rapport à la période correspondante de 1984, les entrées de commandes se sont accrues de 7% au deuxième trimestre (source: OFIAMT). L'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ indique qu'elles ont probablement continué leur progression au troisième trimestre. Dans leurs prévisions concernant les entrées de commandes, les entreprises sont restées optimistes. En outre, leurs carnets de commandes étaient jugés satisfaisants dans l'ensemble; les entreprises dont la production est destinée dans une forte mesure à l'exportation portaient un jugement un peu moins optimiste que celles qui travaillent surtout pour le marché suisse.

### **Consommation privée**

La tendance à la hausse marquée par la demande de biens de consommation a été interrompue au mois de septembre. Aussi le chiffre d'affaires du commerce de détail était-il de 2,6% inférieur, en termes réels, au résultat de septembre 1984. D'après l'enquête réalisée auprès des détaillants par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'évolution du chiffre d'affaires a été défavorable dans la plupart des secteurs; un fort recul s'est produit dans l'habillement, du fait du beau temps persistant.

La baisse enregistrée en septembre devrait pouvoir être compensée au cours des prochains mois. Grâce au nombre accru des personnes occupées et au recul de l'inflation, les conditions générales restent bonnes et pourraient même

devenir meilleures. Les détaillants s'attendent d'ailleurs à une augmentation du chiffre d'affaires ces prochains trimestres.

Pour les mois de juin à août, le nombre des nuitées dans l'hôtellerie était de 1/2% supérieur au chiffre observé un an auparavant. On a relevé une forte augmentation des clients suisses et une diminution des hôtes étrangers, en particulier de la clientèle allemande. Quant au nombre des nuitées des touristes américains, il n'a progressé que légèrement, après la très vive croissance de l'année précédente.

### Investissements

Au deuxième trimestre, les investissements dépassaient de 7% le volume enregistré un an plus tôt. Avec les exportations, les investissements ont fortement contribué à la croissance du PIB.

Les investissements en biens d'équipement se sont accrus de plus de 12% du deuxième trimestre de 1983 à la période correspondante de 1984, ce qui est un excellent résultat sur le plan international. Leur progression continuera semble-t-il puisque les importations, dans ce domaine, augmentent toujours vigoureusement (+10,4% du 3<sup>e</sup> trimestre de 1984 à la même période de 1985) et que les commandes passées par des résidents à l'industrie des machines se sont élevées de 20,9%, en termes nominaux, entre les neuf premiers mois de 1984 et la période correspondante de l'année suivante.

Les tendances, dans la construction, sont restées moins favorables. Au mois de juin, les carnets de commandes du secteur principal de la construction dépassaient de 3% le niveau observé un an auparavant, et la croissance de la production dans l'industrie des matériaux de construction était de 3% également. D'après l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, plusieurs secteurs de l'industrie des matériaux de construction s'attendent à des entrées de commandes peu abondantes. La progression qui a eu lieu s'explique surtout par l'évolution des constructions industrielles et artisanales; les constructions de logements ont en effet tendance à reculer. Le nombre des logements construits dans les 96 villes durant les neuf premiers mois de l'année était inférieur d'environ 9% au chiffre enregistré un an auparavant.

Les stocks ont diminué entre le deuxième trimestre de 1984 et la même période de 1985. Il est normal qu'ils reculent en période de reprise économique, car les entreprises cherchent d'abord à réduire leurs stocks rendus excessifs par la récession. Il ressort de l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ que les stocks de produits finis sont déjà considérés comme trop bas dans la plupart des branches de l'industrie.

### Commerce extérieur

Au troisième trimestre, tant les importations que les exportations ont continué d'augmenter. Une

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

	1981	1982	1983	1984	1984			1985		
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	0,2	- 5,8	7,3	3,6	- 2,7	2,8	2,5	4,1	11,2	16,4
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	- 3,6	7,2	- 6,4	- 20,3	- 10,5	8,8	- 22,4	- 19,9	12,2	
Logements construits, dans 96 villes	6,3	6,7	- 5,7	6,9	26,4	- 2,9	4,9	- 5,6	- 1,8	- 9,4
Projets de constructions industrielles (volume) <sup>1</sup>	- 29,6	- 22,5	23,6	- 8,3	- 20,9	- 3,8	- 3,7	6,4	55,9	7,7

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

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

	1981	1982	1983	1984a)	1984			1985a)		
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Exportations, volume	3,2	-4,4	0,0	6,4	4,4	7,0	7,1	7,4	15,5	7,7
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	4,3	-3,3	6,5	9,8	8,0	9,7	8,1	7,3	12,2	8,5
biens d'équipement	-0,4	-4,6	-4,0	3,1	1,1	0,3	4,4	3,7	18,1	12,1
biens de consommation	6,7	-5,4	-2,7	6,4	4,4	12,0	8,8	12,6	16,6	1,9
Valeurs moyennes à l'exportation	5,8	5,2	2,4	4,5	5,6	2,8	4,9	2,5	0,8	2,2
Importations, volume	-2,0	-1,8	4,8	7,3	4,5	7,8	8,5	2,7	7,1	7,7
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	-3,8	-3,4	4,9	10,1	8,2	9,1	10,1	7,4	10,7	7,9
biens d'équipement	0,2	-5,9	7,3	3,6	-2,7	2,8	2,5	4,1	12,4	10,4
biens de consommation	1,7	3,0	1,0	9,6	5,2	8,9	14,5	1,8	4,9	3,8
Valeurs moyennes à l'importation	7,2	-1,1	-0,8	4,0	2,1	6,7	5,1	7,3	8,2	1,1

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

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

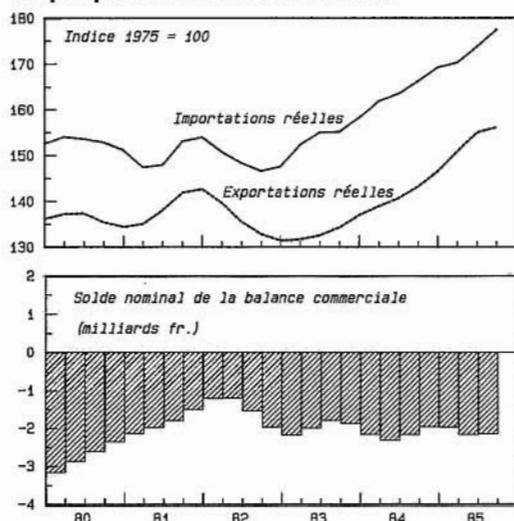
Sources: Banque nationale suisse et Direction générale des douanes fédérales

fois encore, les taux de croissance les plus élevés ont été enregistrés pour les biens d'équipement.

Le volume des livraisons à l'étranger a progressé, en comparaison annuelle, de près de 8% au troisième trimestre; ce taux est toutefois nettement inférieur aux 15,5% observés le trimestre précédent. Les valeurs moyennes à l'exportation ont augmenté de 2,2%, contre 0,8% au deuxième trimestre. A la suite du repli du dollar et de l'affaiblissement de la conjoncture américaine, la croissance en un an des exportations suisses vers les Etats-Unis a reculé fortement, passant de 25,8% au deuxième trimestre à 9,6% au troisième. Absorbant 10,5% de nos exporta-

tions, les Etats-Unis sont restés le deuxième partenaire commercial de la Suisse, après la République fédérale d'Allemagne (20,1%). Le Royaume-Uni (8,6%) est devenu le troisième client de la Suisse, repoussant la France à la quatrième place (8,2%).

Au troisième trimestre, le taux annuel d'expansion des importations de marchandises était également d'environ 8%. En valeur, la croissance des importations a été toutefois bien inférieure à celle des exportations, car la hausse des prix des marchandises importées a reculé fortement grâce à l'évolution des cours de change. La conjoncture économique toujours favorable s'est reflétée surtout dans les importations de biens

**Graphique 11: Commerce extérieur<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

d'équipement et de produits semi-ouvrés, qui se sont accrues à des rythmes élevés.

Malgré une amélioration des termes de l'échange (rapport entre les prix à l'exportation et les prix à l'importation), le déficit de la balance commerciale a passé de 2,2 milliards au deuxième trimestre à 2,5 milliards de francs au troisième. L'évolution des services et des revenus de facteurs étant restée favorable, la balance des transactions courantes, ou balance des revenus, s'est soldée, d'après des estimations provisoires, par un excédent de 1,7 milliard de francs.

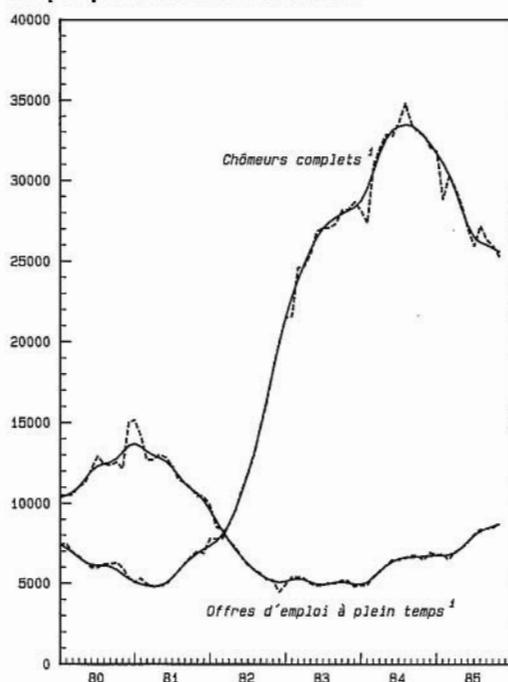
### **Emploi et marché du travail**

Au cours des derniers trimestres, l'emploi a progressé parallèlement à la production. Au troisième trimestre, il était de 0,9% supérieur au niveau observé un an auparavant; cette hausse correspond à 23 000 personnes. L'augmentation de l'emploi, qui n'a été que de 0,8% dans le secteur des services, a atteint 1,4% dans l'industrie, secteur sensible aux fluctuations conjoncturelles. Dans la construction, où subsistent d'im-

portantes capacités excédentaires, l'emploi a peu varié (+0,1%); rappelons que seules les constructions destinées à l'industrie et à l'artisanat ont bénéficié des effets de la reprise économique.

L'amélioration de l'emploi s'est accompagnée d'une diminution du nombre des chômeurs. La part des chômeurs complets à la population active a passé de 1% au troisième trimestre de 1984 à 0,7% un an plus tard. Le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a lui aussi fléchi.

Sur le marché suisse du travail, l'offre ne peut augmenter sensiblement, étant donné les restrictions auxquelles est soumis l'engagement de travailleurs étrangers. Entre août 1984 et août 1985, le nombre des travailleurs étrangers s'est accru d'environ 2,3%; ce taux n'est pas beau-

**Graphique 12: Marché du travail**

<sup>1</sup> Données cvs et lissées

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

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

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1981	1982	1983	1984	1985						
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	1,0	- 1,1 <sup>2</sup>	- 1,3	- 0,4	0,6	0,6	0,9	-	-	-	-
Taux de chômage <sup>3,4</sup>	0,2	0,4	0,8	1,0	1,1	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
Chômeurs <sup>4</sup>	5 889	13 220	26 288	32 061	33 666	26 692	22 977	23 587	22 918	22 425	22 651
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>4</sup>	5 704	36 611	48 930	11 232	4 532	1 683	712	574	500	1 063	1 316
Offres d'emploi à plein temps <sup>4</sup>	11 876	6 352	5 591	6 269	6 898	7 728	8 578	8 242	8 618	8 873	8 779

<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 années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Sources: La Vie économique, OFIAMT

coup plus élevé que le rythme de progression de l'emploi global. Conformément aux prévisions, la part des frontaliers a augmenté, tandis que celle des saisonniers restait inchangée du fait de la situation dans la construction.

### Prix et salaires

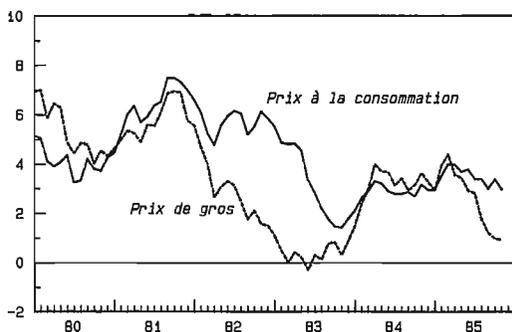
Le renchérissement a continué son mouvement de baisse au troisième trimestre. Son recul a été toutefois interrompu en septembre, le taux annuel de hausse des prix à la consommation ayant augmenté d'un mois à l'autre pour la première fois depuis mai. Cette reprise temporaire

était due surtout à la majoration des prix de l'huile de chauffage qui, cette année, est venue à la fin de l'été déjà. Conformément aux prévisions, le taux annuel de renchérissement a retrouvé, en octobre, son niveau du mois d'août.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel s'est inscrit à 3,2% au troisième trimestre, contre 3,6% au deuxième. Simultanément, la hausse des prix de gros s'est réduite de 3% à 1,3%. Pour la première fois depuis près de deux ans, les prix des marchandises importées ont moins augmenté (+0,6%) que ceux des marchandises suisses (+1,5%).

L'évolution du taux de renchérissement montre une fois encore que les fluctuations autour de la tendance générale sont dues principalement aux cours de change. Alors que la dépréciation du franc au début de l'année avait entraîné une accélération du renchérissement, la correction observée au deuxième semestre sur les marchés des changes a modéré le taux annuel de hausse prix.

Selon des calculs de l'OFIAMT, les gains des travailleurs étaient, au troisième trimestre, de 3% supérieurs à leur niveau de la même période de 1984. Compte tenu du renchérissement, ils ont diminué légèrement en termes réels.

**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

### 3. Evolution monétaire

#### Agrégats monétaires

Durant les mois de juillet à octobre, la monnaie centrale ajustée était, en moyenne, de 2,1% supérieure au niveau enregistré un an auparavant. Les deux composantes de la monnaie centrale – les billets en circulation et les avoirs que les banques, le commerce et l'industrie détiennent en comptes de virements à la Banque nationale – ont augmenté en l'espace d'un an. Cependant, le taux annuel d'expansion des billets en circulation a fléchi de mois en mois pour s'inscrire à 0,3% en octobre. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la croissance des avoirs en comptes de virements atteignait en revanche 4,8% en moyenne au troisième trimestre et 6,2% en octobre.

Le volume moyen de la monnaie centrale ajustée pendant les dix premiers mois de l'année dépassait de 2,3% le niveau de la même période de 1984. Pour l'ensemble de l'année, la croissance moyenne sera donc inférieure à l'objectif de 3% annoncé à la fin de 1984. L'écart par rapport à l'objectif a commencé à se dessiner au début de l'année déjà. La progression des billets en circulation est restée inférieure aux prévisions. Etant

donné l'évolution favorable de la conjoncture en Suisse, la Banque nationale a renoncé à compenser entièrement cet écart par une expansion plus forte des avoirs en comptes de virements.

L'évolution des masses monétaires  $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$  a été calme. La baisse des taux d'intérêt a entraîné quelques transformations de dépôts à terme en dépôts à vue. En septembre, la masse monétaire  $M_1$  avait un taux annuel de croissance positif pour la première fois depuis huit mois. En données corrigées des variations saisonnières, cet agrégat a marqué aussi une nette progression par rapport au trimestre précédent (+1,7%), alors que  $M_2$  n'augmentait que de 0,1% et que  $M_3$  diminuait de 0,2%.

#### Marchés monétaire et financier

##### Marché monétaire

Sur le marché des euro-francs, les taux d'intérêt sont restés très stables entre les mois d'août et d'octobre. Leurs fluctuations à court terme ont correspondu largement à celles des taux sur le dollar. Les rémunérations que les grandes banques servent sur les dépôts à terme fixe ont été adaptées avec un certain retard à l'évolution de

**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 3e trim.	23 130	2,8	7632	4,3	614	30 148	2,9
1984 4e trim.	23 799	3,1	8375	4,6	832	31 342	3,2
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 3e trim.	23 323	0,6	8000	4,8	478	30 785	2,1
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
1985 sept.	23 185	0,4	8230	6,2	480	30 935	2,1
1985 oct.	23 203	0,3	8341	6,2	519	31 025	1,8
1985 nov.	23 363	0,5	8302	3,0	450	31 215	1,4

<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	2,7	5,6	6,2
1984 3e trim.	3,1	5,2	5,8
1984 4e trim.	2,8	6,6	5,3
1985 1er trim.	- 0,5	7,1	5,0
1985 2e trim.	- 1,0	8,6	5,0
1985 3e trim.	0,3	7,2	4,4
1985 juillet	- 0,4	7,9	4,6
1985 août	- 0,2	7,0	4,2
1985 sept.	1,4	6,8	4,3
1985 oct.	1,6	6,6	4,5

<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

l'euro-marché. Comme ces rémunérations n'avaient été réduites que d'un quart de point à fin juillet, en dépit du fort recul des taux sur le marché des euro-francs, une nouvelle diminution a eu lieu en septembre pour les échéances ne dépassant pas huit mois. Les taux ayant de nouveau fléchi au début de novembre sur l'euro-marché, les grandes banques ont suivi cette évolution et abaissé d'un quart de point leurs rémunérations; elles ont ainsi ramené à 3¼% le taux des dépôts de trois à huit mois et à 4% celui des dépôts de neuf à douze mois.

Comme les rémunérations servies sur le marché des euro-dollars ont elles aussi peu varié entre août et octobre, l'écart entre ces taux et ceux des euro-francs est resté à peu près constant. Par contre, les taux sur le mark allemand ont progressé légèrement en octobre, de sorte que l'écart par rapport aux rémunérations sur le franc s'est creusé quelque peu; cet écart avait été à peu près nul durant les mois d'août et de septembre.

Durant la période examinée, la Confédération a

placé chaque mois des créances comptables à trois mois. De plus, elle a lancé en octobre, pour la première fois, des créances comptables à un an, pour tester l'attitude du marché face à ces papiers à plus long terme. En règle générale, le rendement des créances comptables s'est maintenu plus d'un demi-point au-dessous du taux correspondant sur le marché des euro-francs.

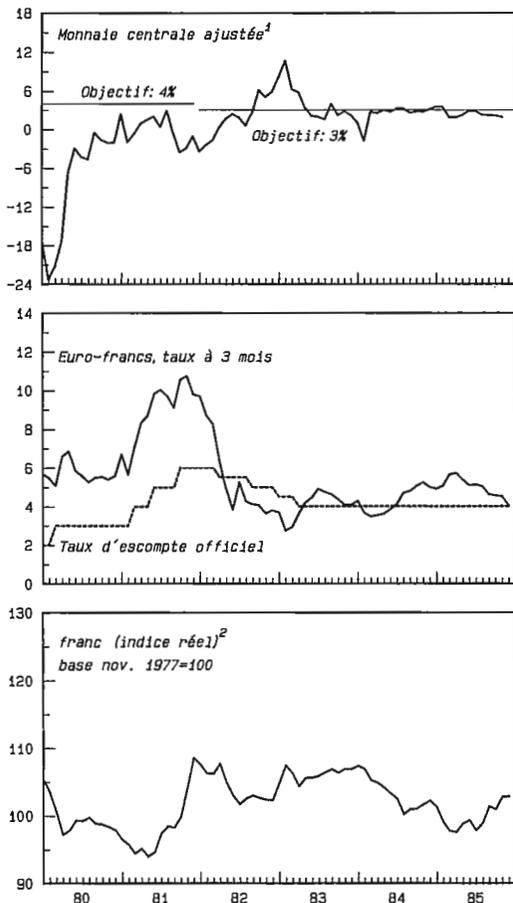
Durant les mois d'août à octobre, les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à l'institut d'émission s'élevaient, en moyenne, à 8,1 milliards de francs, soit 5% de plus que le niveau observé un an plus tôt. Lors de l'échéance trimestrielle, qui s'est déroulée sans difficulté notable, ils atteignaient 11,5 milliards de francs, contre 11,8 milliards un an auparavant. En vue des fins de mois, les banques ont recouru aux crédits traditionnels de l'institut d'émission dans une mesure telle que la Banque nationale n'a renouvelé que partiellement les swaps venant à échéance.

### *Marché des changes*

Au troisième trimestre, l'évolution du cours pondéré du franc a été marquée une fois encore par les fluctuations du dollar. Après avoir reculé face au franc pendant tout le mois de juillet, le dollar s'est stabilisé, en août et dans la première quinzaine de septembre, autour de fr. 2,32. Dans la période qui a suivi la réunion du Groupe des Cinq (22 septembre), son cours a baissé de nouveau fortement. Au mois d'octobre, il a oscillé aux environs de fr. 2,15.

Entre le mois d'août et celui d'octobre, le yen et le mark se sont revalorisés par rapport au dollar approximativement autant que le franc suisse. Aussi les rapports de change entre le yen et le franc ainsi qu'entre le mark et le franc n'ont-ils guère été modifiés par les déclarations faites à l'issue de la réunion du Groupe des Cinq. Le mark est resté aux environs de 82 centimes, soit le niveau observé un an auparavant. Les cours du franc français et de la livre sterling étaient eux aussi à leurs niveaux de la même période de 1984, mais la lire italienne s'est légèrement affaiblie.

## 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

Par rapport au troisième trimestre de 1984, le cours réel du franc a évolué sans tendance définie. Il s'est apprécié de 3,5% face au dollar américain, de 2,4% par rapport à la lire, de 2,1% vis-à-vis du mark et de 1,9% en regard du yen, mais a perdu 2,1% vis-à-vis du franc français. Comme l'écart entre les taux d'inflation britannique et suisse a augmenté, le franc s'est déprécié de 5,8%, en termes réels, face à la livre sterling. Au total, le cours réel du franc, pondéré en fonction des exportations, a fléchi de 0,3%, l'indice ayant diminué à 100,4 points, soit à son niveau de novembre 1977.

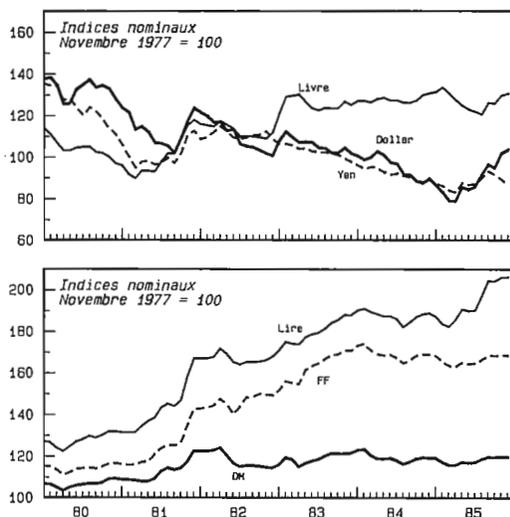
## Marché des capitaux

Sur le marché des capitaux, la demande s'est raffermie notablement entre les mois d'août et d'octobre; les emprunts à option ont été particulièrement bien accueillis en raison de la hausse des cours des actions. Plusieurs emprunts de débiteurs étrangers ont été assortis cependant de conditions trop justes, de sorte que les émissions n'ont pas toutes obtenu un plein succès.

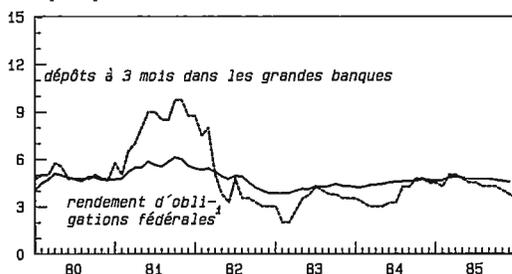
Les corporations suisses de droit public ont relativement peu recouru au marché. Pour la première fois depuis le mois de mai, la Confédération a lancé un emprunt en octobre. Sur la base des souscriptions reçues, le prix d'émission de cet emprunt a été fixé à 101,1%, ce qui donne, pour un coupon de 4¾% et une durée de quatorze ans, un rendement de 4,64%.

Sur le marché secondaire, les rendements, en baisse depuis avril, ont encore reculé légèrement pour s'inscrire, en octobre, à leur niveau le plus bas de l'année. Déjà faible au premier semestre, l'écart entre les rendements des obligations de débiteurs suisses et étrangers a diminué encore au cours de l'été, puis a augmenté quelque peu durant l'automne.

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



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

**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

Suivant l'évolution du marché, les banques ont réduit d'un quart de point, à fin août ou au début de septembre, les taux de leurs obligations de caisse. Les rémunérations servies par les grandes banques et les banques cantonales ont été ainsi ramenées entre 4¾% et 5% selon la durée des titres.

Le prélèvement d'argent frais par l'émission publique d'obligations (sans les conversions) s'est inscrit à 5,9 milliards de francs au troisième trimestre, contre 4 milliards un an plus tôt. Comme les remboursements se sont élevés à 0,9 milliard (0,8 milliard), le montant net prélevé sur le marché a atteint 5 milliards de francs (3,2 milliards). De cette somme, 28% revenaient à des débiteurs suisses.

### Exportations de capitaux

Les autorisations d'exporter des capitaux que la Banque nationale a délivrées au troisième trimestre ont porté sur 10,8 milliards de francs, soit 38% de plus qu'au troisième trimestre de l'année précédente.

Les émissions publiques d'emprunts de débiteurs étrangers ont atteint 4,1 milliards de francs. En l'espace d'un an, elles se sont accrues de 102%; cette expansion peut être attribuée en grande partie aux possibilités avantageuses de passer des swaps à long terme, liés à ces emprunts. Les émissions autorisées de «notes» ont augmenté de 7%, passant à 3,9 milliards, et les crédits, qui se sont chiffrés à 2,9 milliards de francs, ont progressé de 33%.

Avec une part de 38% au troisième trimestre, les émissions publiques d'emprunts ont joué un rôle prépondérant, les «notes» reculant à 36%. Près du quart de ces emprunts et 80% des placements de «notes» revenaient à des débiteurs japonais. La part des titres convertibles au volume total des «notes» placées pour le compte de débiteurs japonais a diminué de 62% au premier trimestre de 1985 à 32% au troisième trimestre; en outre, 24% des «notes» japonaises étaient assorties d'un droit d'option.

La répartition par pays ou par groupes de débiteurs montre que la part des pays industrialisés a augmenté, passant de 70% au troisième trimestre de 1984 à 80% au troisième trimestre de

**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 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.	2 744,2	4 406,2	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3e trim. <sup>2</sup>	4 086,7	3 882,7	2 560,0	293,7	10 823,1

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

<sup>2</sup> Chiffres provisoires

1985 (37% pour le Japon). Celle des pays en développement, qui était encore de 9% en 1984, a fléchi à 4%. Les économies à planification centralisée avaient une part de 4%, et les organisations internationales de développement une part de 10%.

### ***Bilans bancaires et crédits***

Au troisième trimestre de 1985, la croissance des bilans des 71 banques (taux annuel d'expansion de la somme des bilans, sans les métaux précieux) a ralenti. A la fin de septembre, elle n'était plus que de 7,2%, contre 10,1% à la fin de juin et 8,7% en moyenne en 1984. Les fortes fluctuations du cours du dollar influent toutefois sur la valeur en francs des positions en monnaies étrangères et, partant, sur la somme des bilans. Si le dollar était resté stable, la progression en un an des bilans bancaires aurait dépassé 10% à fin septembre.

Stimulée par la conjoncture, la croissance des crédits s'est accélérée. Le taux annuel d'expansion des crédits en francs s'inscrivait à 9% à fin septembre, contre 8,4% à fin juin; il était nettement supérieur au taux moyen de 1984 (+6,4%), mais très inférieur au rythme de 1980 (+14,3%) et à celui de 1981 (+12%). A la fin du mois de septembre, les crédits en francs à des résidents dépassaient de 10,3% le niveau observé un an auparavant, alors que les prêts en francs à des non-résidents enregistraient une diminution de 3,1%.

Quant à la croissance des crédits en monnaies étrangères, elle a marqué un ralentissement, dû en majeure partie à l'évolution du cours du dollar. Le taux annuel d'expansion des crédits en monnaies étrangères s'établissait à 3,5% à fin septembre, contre 24,8% à fin juin. Près de 90% des crédits en monnaies étrangères avaient des non-résidents pour débiteurs; ces prêts sont accordés en grande partie par les comptoirs des banques à l'étranger.

Au passif également, la progression des fonds en francs s'est accélérée, alors que celle des fonds en monnaies étrangères faiblissait. De fin juin à fin septembre, le rythme annuel de crois-

sance des fonds de la clientèle en francs a augmenté de 6,5% à 7,1% et celui des fonds en monnaies étrangères a reculé, passant de 15,5% à -1,9%.

Bien que les banques aient réduit, au troisième trimestre, les rémunérations servies sur les dépôts à terme fixe et sur les obligations de caisse, les taux annuels de croissance de ces deux catégories de fonds restaient, avec 19,3% et 12,4% à fin septembre, les plus élevés de tous ceux des passifs en francs (dépôts à vue: +7,4%; fonds d'épargne: +2,1%). Le fort accroissement en un an des dépôts à terme peut être attribué à un afflux massif de fonds au premier trimestre, période pendant laquelle ces dépôts ont augmenté de 6,7 milliards de francs dans les 71 banques. Aux deuxième et troisième trimestres, les banques ont recueilli des fonds en francs principalement sous la forme d'obligations de caisse.

La vigoureuse croissance des fonds fiduciaires a faibli au troisième trimestre; ici aussi, il faut distinguer les opérations en francs de celles qui sont libellées en monnaies étrangères. Le total des affaires fiduciaires des 71 banques ne dépassait plus, à fin septembre, que de 5,5% le niveau observé un an auparavant, alors que le taux annuel de croissance atteignait encore 28% à fin juin. Ce fort recul s'explique presque uniquement par l'évolution des cours de change utilisés pour convertir en francs les fonds fiduciaires en monnaies étrangères; la croissance de ces opérations a été par conséquent très faible (+0,5% en un an). Dans les 71 banques, 82% des fonds fiduciaires étaient libellés en monnaies étrangères. Quant aux opérations en francs, elles ont progressé de 35,8% en un an; leur volume, à fin septembre, s'inscrivait à 16 milliards de francs, montant qui est toutefois nettement inférieur au record de 20,4 milliards atteint à la fin du mois de février 1982.



# Wirtschaftspolitik in der Schweiz und in der Bundesrepublik Deutschland – auf unterschiedlichen Wegen zu ähnlichen Zielen

Markus Lusser\*

## 1. Ähnliche Ziele...

Ein Problem beschäftigt die Wirtschaftspolitiker gegenwärtig besonders: die erratischen Wechselkursschwankungen. Mittelfristige Abweichungen von der Kaufkraftparität in einem Ausmass, wie wir sie in den letzten zehn Jahren etwa beim Dollar beobachteten, zeitigen eine Reihe von Nachteilen: sie erschweren die Unternehmensplanung, verteuern den internationalen Handel und können schliesslich zu ernsthaften Verzerrungen der Wirtschaftsstruktur führen.

Die wichtigste Ursache der starken Bewegungen der Wechselkurse ist bekannt: sie liegt in der unterschiedlichen Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder. Der Weg zur Lösung dieser Schwierigkeiten ist damit vorgezeichnet. Er führt über die Koordination der Wirtschaftspolitik. Wie steinig, beschwerlich und lang dieser Weg jedoch in der Praxis ist, zeigt die kurze Geschichte des Europäischen Währungssystems. Da die Unterschiede in der Wirtschaftspolitik von Land zu Land bisher zu gross waren, mussten die Paritäten seit der Schaffung des Währungssystems – innerhalb von sechs Jahren – achtmal angepasst werden.

Dass die Wirtschaftspolitik in zwei oder gar mehr Staaten über längere Zeit parallel verläuft, ist recht selten. Es ist aber nichts Exotisches. Im Falle der Schweiz und der Bundesrepublik Deutschland können wir eine gleichläufige Politik schon seit Jahren beobachten. Dieser Übereinstimmung liegt keine institutionalisierte Koordination zugrunde. Die Parallelität der Wirtschaftspolitik in den entscheidenden Fragen ergibt sich vielmehr zwangsläufig aus einer ähnlichen Gewichtung der wirtschaftspolitischen Ziele. Die Er-

haltung der Geldwertstabilität steht in Deutschland und in der Schweiz ganz oben in der Zielhierarchie. Die massgebenden Stellen sind hier wie dort der Überzeugung, dass die Wirtschaft mittelfristig in einem inflationsfreien Umfeld am besten gedeiht. Sie vertrauen in beiden Ländern auf die Funktionstüchtigkeit des Marktmechanismus. Bei direkten Eingriffen erlegen sie sich Zurückhaltung auf.

## 2. ... unterschiedlicher wirtschaftspolitischer Stil

Die ähnliche Gewichtung der wirtschaftspolitischen Ziele bedeutet aber nicht, dass beide Länder auch bei der Ausgestaltung und Anwendung des wirtschaftspolitischen Instrumentariums in der gleichen Art verfahren und alle sich stellenden Probleme auf dieselbe Weise beurteilen. Im Gegenteil! Im einen wie im andern ergeben sich oft recht markante Unterschiede. Trotz gleicher wirtschaftspolitischer Ziele bleibt Spielraum für die Anpassung der Politik an die Eigenheiten des Landes und seiner Institutionen. Das gilt auch für die Geld- und Währungspolitik. Auf sie will ich mich als Notenbankvertreter heute konzentrieren.

Zwischen dem geldpolitischen Konzept der Bundesbank und dem der Schweizerischen Nationalbank bestehen gewichtige Unterschiede. Der Restriktionsgrad der Geldpolitik in der Bundesrepublik kann daher auch nicht ohne weiteres mit demjenigen in der Schweiz verglichen werden. Ich bin versucht, von zwei verschiedenen geldpolitischen Stilen zu sprechen. Der Unterschied im Stil äussert sich nicht nur in einzelnen Aspekten der Geldpolitik. Er beeinflusst auch die Praxis der Devisenmarktinterventionen.

– Den Stil der Nationalbank möchte ich als «direkt» bezeichnen. Er ist – ökonomisch gespro-

\* Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank. Referat, gehalten beim Schweizerisch-Deutschen Wirtschaftsclub e.V. in Frankfurt am Main am 1. Oktober 1985

chen – stark auf die mengenmässige Steuerung ausgerichtet. Dementsprechend nimmt er hohe Preisausschläge in der Form von Zins- und Wechselkursschwankungen in Kauf.

– Den Stil der Bundesbank würde ich demgegenüber mit «indirekt» umschreiben. Er zielt – ökonomisch gesehen – nur mittelbar auf eine Mengensteuerung ab. Unmittelbar beeinflusst die deutsche Geldpolitik einen Preis: den Zinssatz am Geldmarkt. Gegenüber Zins- und Wechselkursschwankungen weist sie eine vergleichsweise geringere Toleranz auf. Die Bundesbank versucht, Zins- und Wechselkursschwankungen durch Massnahmen der Feinsteuerung in relativ engen Grenzen zu halten.

Wechselkursschwankungen schlagen sich in Volkswirtschaften, die – wie die Bundesrepublik oder die Schweiz – stark mit dem Ausland verflochten sind, mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung in einer Veränderung des Preisniveaus der Konsumgüter nieder. Die Politik der Bundesbank ist geeignet, die Entwicklung des Preisniveaus zu glätten. Sie hat umgekehrt aber auch dazu beigetragen, dass die Bundesbank sich in den letzten Jahren von der amerikanischen Politik oft weniger deutlich abkoppeln konnte als die Nationalbank. In deren Augen sind demgegenüber Preiserhöhungen, die auf Wechselkursschwankungen zurückzuführen sind, relativ unproblematische, einmalige Ereignisse, die in der Regel keine geldpolitischen Reaktionen erfordern. Sie werden durch eine Gegenbewegung der Wechselkurse oft wieder rückgängig gemacht. Das Bestreben der Nationalbank ist vor allem darauf ausgerichtet, Inflationsprozesse, die durch ein zu starkes Geldmengenwachstum entstehen, zu verhindern.

### **3. Unterschiede in der Technik der Geldmengensteuerung**

Der geldpolitische Stilunterschied zwischen den beiden Ländern lässt sich sowohl an der Wahl des monetären Zielaggregats als auch aus der Art und Weise, wie die tägliche Politik gestaltet wird, ersehen.

Das Zielaggregat, das die Nationalbank steuert,

ist die sogenannte bereinigte Notenbankgeldmenge. Diese umfasst neben dem Notenumlauf die Sichtguthaben der Geschäftsbanken bei der Notenbank, die um die Liquiditätsspitzen an den Monatsenden bereinigt sind. Die Nationalbank beeinflusst dieses Aggregat direkt durch den An- und Verkauf von Dollars. Die Zinssätze pendeln sich entsprechend ein.

Im Interesse einer konsequent geführten Restriktionspolitik ist die Nationalbank bereit, spürbare Zinssatzschwankungen in Kauf zu nehmen. Das zeigt sich nicht selten an den Monatsenden. Die Banken haben zu diesem Zeitpunkt – aus Gründen des «window-dressing» und zur Einhaltung der bankengesetzlichen Liquiditätsbestimmungen, die nur am Ende des Monats überprüft wird – einen überdurchschnittlich hohen Liquiditätsbedarf. Die Nationalbank bietet ihnen jedoch nur soweit Liquiditätshilfen an, als dadurch die Einhaltung des geldpolitischen Kurses nicht in Frage gestellt wird. Die Nachfrage nach Ultimoliquidität übersteigt mitunter die Mittel, die die Nationalbank zur Verfügung zu stellen bereit ist. Die Kosten für Ultimogelder können in solchen Situationen auf 40 bis 100% steigen. Für die Banken, die stets mit solch aufwendigen Engpässen rechnen müssen, ist es ratsam, am Monatsende Überschussliquidität zu halten. Sie verfügen aber auch unter dem Monat, wenn die Einhaltung der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften nicht überprüft wird, aus Gründen des Zahlungsverkehrs über freie Liquidität bei der Nationalbank.

Das Zielaggregat der Bundesbank ist die Zentralbankgeldmenge. Dass sie nicht nur – wie die Notenbankgeldmenge in der Schweiz – den Noten-, sondern den gesamten Bargeldumlauf umfasst, ist nicht von Bedeutung. Entscheidend ist der Unterschied in der zweiten Komponente. Diese beinhaltet nicht – wie bei der Notenbankgeldmenge – die Sichtguthaben der Geschäftsbanken bei der Notenbank, sondern das sogenannte Mindestreserve-Soll. Die bereinigte Notenbankgeldmenge kann durch die Nationalbank praktisch von Tag zu Tag direkt gesteuert werden. Bei der Zentralbankgeldmenge ergeben sich die angestrebten Veränderungen dagegen erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung. Die Zentralbankgeldmenge hängt wegen des Einbezugs der Mindestreserven von der Geldnachfrage ab. Das

Mindestreserve-Soll verändert sich nur, wenn das Publikum mehr oder weniger Sicht- und Spardepositen bei den Banken hält oder Umschichtungen zwischen Anlagen mit unterschiedlichen Reservesätzen vornimmt. Die Deutsche Bundesbank muss bei der Steuerung des Zielaggregats indirekt vorgehen: sie verändert die Zinssätze am Geldmarkt so lange, bis die Liquiditätsnachfrage des Publikums nach Menge und Struktur das angestrebte Mindestreserve-Soll ergibt. Als wichtigstes Instrument dienen ihr dabei die Offenermarktgeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung. Sie werden meist im Auktionsverfahren ausgegeben. Die Notenbank kann dabei selbst wählen, wieviel Liquidität sie zu welchem Zinssatz in Umlauf setzen will.

Die Bundesbank ist in der Regel bereit, den Geschäftsbanken bei Bedarf einen zusätzlichen Finanzierungsrückhalt zu gewähren, um Störungen der Marktverhältnisse durch erratische Zinsbewegungen zu vermeiden. Den Banken kommt diese Bereitschaft vor allem gegen Monatsende zustatten, wenn sie die notwendigen Mindestreserven nachweisen müssen.

#### **4. Beurteilung aus wirtschaftspolitischer Sicht**

Wie sind die beiden Stile zu beurteilen? Sicherlich gibt es weder das optimale Zielaggregat für die Geldmengensteuerung noch den einzig richtigen geldpolitischen Stil. In jedem Land hat sich ein spezifisches Vorgehen, das auf die Eigenheiten und institutionellen Gegebenheiten Rücksicht nimmt, herausgebildet.

Sowohl der deutsche wie der schweizerische Ansatz der Geldpolitik haben in bezug auf die Teuerung vergleichsweise gute Ergebnisse erbracht. Dies ist auch nicht erstaunlich. Die Teuerungsbekämpfung steht – wie schon gesagt – in beiden Ländern ganz oben in der Zielhierarchie. Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen bewegte sich die durchschnittliche jährliche Teuerung in der Schweiz bei 4,2% und in der Bundesrepublik bei 4,6%. Diese Resultate sind zwar nicht blendend, lassen sich aber im Vergleich zur Teuerung von über 9% im Durchschnitt der OECD-Staaten durchaus sehen.

Das Wirtschaftswachstum fiel in der gleichen Periode in der Schweiz mit durchschnittlich einem halben Prozent dagegen deutlich tiefer aus als in Deutschland mit 1,7% (OECD: 2%). Der Unterschied ist auf die aussergewöhnlich starke Rezession, die die Schweiz Mitte der siebziger Jahre erlitt, zurückzuführen. Damals wurden Strukturverzerrungen, die sich in den Jahren der konjunkturellen Überhitzung gebildet hatten, bereinigt. Die Stärkung, die die schweizerische Wirtschaft durch diese Strukturereinigung erfuhr, hat vermutlich dazu beigetragen, dass das Wirtschaftswachstum seit 1979 in der Schweiz mit durchschnittlich fast 2% über jenem von gut 1% in der Bundesrepublik lag.

Der Anpassungsbedarf bei den Wechselkursen war dank der geringen Teuerungsunterschiede in den vergangenen Jahren vergleichsweise bescheiden. Seit Bestehen des Europäischen Währungssystems, dem die Schweiz bekanntlich nicht angehört, hat sich der Schweizerfranken gegenüber der D-Mark weniger stark verändert als die Lira oder der französische Franken: während der Schweizerfranken im Vergleich zur D-Mark um rund 10% anstieg, verlor der Franc gegenüber der D-Mark rund einen Drittel des Werts, und der Kurs der Lira halbierte sich nahezu. Freilich waren die Schwankungen um den Anpassungspfad beim Schweizerfranken grösser als bei der Lira und beim französischen Franken, bei denen die Anpassung von Zeit zu Zeit in der Form von Abwertungen erfolgte.

Die relative Stabilität der Relation zwischen D-Mark und Schweizerfranken kommt dem zwischenstaatlichen Handel zugute. Die Bundesrepublik ist mit Abstand der wichtigste Handelspartner der Schweiz. Umgekehrt erscheint die vergleichsweise kleine Schweiz – unmittelbar nach den USA und Japan – als drittwichtigster Nicht-EG-Handelspartner Deutschlands.

#### **5. Beurteilung aus technischer Sicht**

Aus technischer Sicht hat das schweizerische Konzept meines Erachtens zwei hervorstechende Merkmale. Es erleichtert erstens den Vergleich der aktuellen Geldpolitik mit dem vorgegebenen Geldmengenziel und wirkt damit zweitens disziplinierend.

– Wo die Notenbankgeldmenge bezüglich des Ziels steht, kann praktisch ohne zeitliche Verzögerung – sie beträgt nur einen Tag – abgelesen werden. Die Bedeutung von Geldmengenzielen liegt ja gerade in der rasch verfügbaren Information. Sie stehen stellvertretend für die eigentlichen Ziele wie die Kaufkrafterhaltung, deren Einhaltung nur mit grosser zeitlicher Verzögerung überprüft werden kann.

Die Zentralbankgeldmenge, die nur indirekt über die Beeinflussung der Zinssätze gesteuert werden kann, reagiert demgegenüber auf Massnahmen der Bundesbank ausgesprochen träge. Die Verzögerung wird nicht in Tagen, sondern in Monaten gemessen. Der Erfolg der geldpolitischen Massnahmen wird am Verlauf des Zielaggregats erst ersichtlich, nachdem die Anpassungen an die neuen Marktverhältnisse vollzogen sind.

– Die andere technische Eigenheit des schweizerischen Konzepts, die ich hervorheben möchte, liegt in seiner auf Verstetigung ausgerichteten Zieldefinition. Das Geldmengenziel berücksichtigt die Geldmengenentwicklung in jedem Monat. Die Nationalbank kann im Verlauf des Jahres vom vorgesehenen Expansionspfad nicht massiv abweichen, ohne dass sie gleichzeitig das Ziel – für alle sichtbar – verfehlt. Davon geht ein vergleichsweise starker Disziplinierungseffekt aus. Dieser erscheint mir als umso wichtiger, je autonomer die Notenbank walten kann. Freilich kann es nicht der Ehrgeiz einer Notenbank sein, ihr Ziel auf Biegen und Brechen durchzusetzen. Abweichungen vom Ziel sollen, wenn sie sich aufdrängen, vorgenommen werden. Sie sind aber eingehend zu begründen. In der Bundesrepublik wird bei der Zielfestlegung nur das Niveau der Geldmenge im letzten Quartal des Jahres in Beziehung zum Vorjahresergebnis gesetzt. Unter dem Jahr können die Abweichungen sehr gross sein, ohne dass sich dies am Ende in einer Abweichung vom Ziel niederschlägt.

Das deutsche Konzept belässt damit der Notenbank insgesamt einen grösseren Handlungsspielraum. Dieser kommt der Bundesbank bei Interventionen am Devisenmarkt zustatten. Es ist darum nicht erstaunlich, dass der Stilunterschied auch in der Haltung der beiden Notenbanken

gegenüber Devisenmarktinterventionen seinen Niederschlag findet.

## **6. Unterschiede in der Praxis der Devisenmarktinterventionen**

Beide Notenbanken sind sich grundsätzlich darin einig, dass der Weg zu geringeren Wechselkurschwankungen nur über eine Angleichung der Politik führt. Gewisse Unterschiede in der Praxis sind jedoch zu erkennen. Die Bundesbank ergreift eher als die Nationalbank Massnahmen zur Glättung der Wechselkursentwicklung. Dies hat meiner Meinung nach auch institutionelle Gründe. Drei möchte ich nennen:

– Da die Zentralbankgeldmenge erst mit beträchtlicher Verzögerung auf geldpolitische Aktionen reagiert, geniesst die Bundesbank bei Devisenmarktinterventionen einen recht grossen Spielraum. Jede Intervention hat einen Geldmengeneffekt. Kauft eine Notenbank beispielsweise Dollars, so gerät zusätzliches Notenbankgeld in Umlauf. Eine Notenbank wird sich aber nicht ohne weiteres von ihrem vorgesehenen geldpolitischen Kurs abbringen lassen. Sie möchte vielmehr möglichst rasch wieder auf ihren Kurs zurückkehren. Die Bundesbank kann in der Zeit, die verstreicht, bis sich eine Devisenmarktintervention in der Zentralbankgeldmenge niederschlägt, den Geldmengeneffekt der Intervention durch geeignete Massnahmen wieder rückgängig machen.

Für die Nationalbank stellt sich demgegenüber bei jeder Intervention sogleich die Frage, ob sie die Geldmengenwirkung hinnehmen oder aber gleichzeitig über geeignete Massnahmen wieder sterilisieren will. Zur Sterilisierung kann sie die Devisenkäufe mit Wertschriftenverkäufen in der gleichen Höhe kombinieren.

Die Nationalbank interpretiert ihre wechselkurspolitischen Erfahrungen in dem Sinne, dass die Wirkung sterilisierter Interventionen nicht lange anhält. Gegen den Markt lassen sich ihrer Meinung nach keine Wechselkursänderungen durchsetzen. Man muss schon die Bedingungen, an denen sich der Markt ausrichtet, verändern. Von Devisenmarktinterventionen erwartet die

Nationalbank deshalb nur einen dauerhaften Erfolg, wenn sie mit einer entsprechenden Änderung des geldpolitischen Kurses einhergehen.

Im vergangenen Frühjahr, als die Frage von Interventionen angesichts des massiven Anstiegs des Dollarkurses für die Nationalbank das letzte Mal akut war, bestand in der Schweiz kein Grund zu einem geldpolitischen Kurswechsel. Die Nationalbank erachtete ihren Kurs als restriktiv genug. Ein Verkauf von Dollars zur Dämpfung des Dollarkursanstiegs hätte eine Verschärfung des Restriktionskurses bedeutet.

Sterilisierte Interventionen zog die Nationalbank angesichts ihrer Skepsis damals nicht in Betracht. Das bedeutet freilich nicht, dass sie solche Interventionen rundweg ablehnen würde. Eine solch strikte Position liesse sich trotz der ernüchternden Erfahrungen auch gar nicht vertreten. Wir haben nämlich nach wie vor zu geringe Kenntnisse über die Zusammenhänge zwischen geldpolitischen Aktionen und Wechselkursreaktionen. Bei guter Koordination unter den Notenbanken und bei geschickter Wahl des Zeitpunkts kann sterilisierten Interventionen eine gewisse Signalwirkung zukommen.

– Die Einstellung der deutschen Währungsbehörden zu Interventionen dürfte auch durch die Zugehörigkeit der Bundesrepublik zum Europäischen Währungssystem beeinflusst sein. Das EWS sieht feste Wechselkurse vor. Schwankungen sind nur innerhalb enger Bandbreiten erlaubt. Devisenmarktinterventionen sind deshalb an der Tagesordnung. Die Erfahrung zeigt, dass die D-Mark auf Dollarbewegungen stärker reagiert als die übrigen Währungen des EWS. Sie neigt bei einem starken Dollar innerhalb des Währungssystems zur Schwäche, bei einem sinkenden Dollarkurs dagegen zur Stärke. Die Bundesbank muss bei der Beurteilung der Dollarkursentwicklung immer auch die Situation im EWS berücksichtigen.

– Eine gewisse Verwirrung stiftet schliesslich die Vermengung des kommerziellen Devisengeschäfts von Notenbanken mit eigentlichen Devisenmarktinterventionen. Kommerzielle Devisengeschäfte tätigen Notenbanken in der Regel als Bankiers ihrer Regierungen. Beim Kauf von Waf-

fensystemen im Ausland sind beispielsweise in-nerter kurzer Zeit grosse Devisenzahlungen fällig. Um Turbulenzen an den Devisenmärkten zu verhindern, greift die Nationalbank in solchen Fällen auf ihre eigenen Devisenreserven zurück. Vorher oder nachher müssen diese Abgänge am Markt zurückgedeckt werden. Ein gleiches Vorgehen wählt die Nationalbank, wenn internationale Organisationen in der Schweiz Anleihen auflegen und den Anleihebetrag in eine Fremdwährung konvertieren wollen. Da dies recht häufig vorkommt – die Weltbank beschafft sich etwa einen Viertel ihrer Kredite in Schweizerfranken – tritt die Nationalbank als Nettokäuferin von Dollars auf. Deckt sie sich im Zusammenhang mit einer solchen Transaktion wieder mit Devisen ein, erscheint dies am Markt leicht als eine Intervention, die unter Umständen sogar in die falsche Richtung weist. Dieser Eindruck ist irreführend. Die Nationalbank tritt in diesem Fall nur als Agent ihres Kunden am Devisenmarkt auf.

Die Bundesbank ist gerade in der umgekehrten Situation. Der Bundesrepublik fließen – zusätzlich zu den Zinseinnahmen und dem Wechsel- und Scheckinkasso – aus den üblichen Umtauschgeschäften mit den hier stationierten amerikanischen Streitkräften Dollars in beträchtlichem Umfang zu. Im kommerziellen Geschäft bietet die Bundesbank somit per Saldo Dollars an. Bei ihren Dollarabgaben versuchte sie in den vergangenen Jahren immer wieder, Einfluss auf die Kursentwicklung zu nehmen, wenn ihr die Dollarnachfrage als überhitzt erschien. Im Grunde handelte es sich dabei aber lediglich um das währungspolitisch motivierte «timing» eines kommerziellen Geschäfts.

## **7. Unterschiedliche Ausgangspunkte in bezug auf die Förderung der Finanzplätze**

Die Erfolge in der Stabilisierungspolitik liessen die D-Mark und den Schweizerfranken in den Status international gesuchter Währungen hineinwachsen. Die Währungsbehörden beider Länder taten sich anfangs mit dieser neuen Rolle ihrer Währungen schwer. Sie befürchteten, durch diese Entwicklung würden ihnen die Hände geldpolitisch zu stark gebunden. Deshalb ver-

suchten sie, die Geldpolitik durch direkte Eingriffe in den Kapitalverkehr gegen Störungen aus dem Ausland abzuschirmen. Diese Bemühungen zeigten aber wenig Erfolg, wie beide Länder erfahren mussten. Die Regulierungen schufen mehr neue Probleme, als sie alte lösten. Die Einsicht, dass direkten Eingriffen in den Markt wenig Erfolg beschieden ist, bewog beide Notenbanken, die Regulierungen sukzessive abzubauen.

In der Bundesrepublik sind die Vorteile einer Internationalisierung der Währung inzwischen immer mehr ins Zentrum der Diskussion gerückt. Das Interesse an einer Förderung des Finanzplatzes Deutschland, der lange nicht die ihm vom wirtschaftlichen Gewicht der Bundesrepublik her eigentlich zufallende Rolle spielte, ist gewachsen. Die Kuponsteuer wurde im letzten Jahr aus diesem Grund abgeschafft. Die Konsortialführung bei Anleihen wurde im vergangenen Frühjahr liberalisiert.

In der Schweiz steht dagegen eher eine Konsolidierung als ein weiterer Ausbau des Finanzplatzes zur Diskussion. Die unterschiedliche Optik bezüglich der Rolle des Finanzplatzes hängt stark mit der bisherigen Entwicklung zusammen.

Die Schweiz wuchs viel schneller als die Bundesrepublik zu einem im Vergleich zur Grösse des Landes sehr bedeutenden Finanzplatz heran. Heute scheint es vielen Beobachtern, dass dieser Finanzplatz langsam an seine Grenzen stösst. Wesentlich zu diesem Wachstum beigetragen haben die geringe Regulierungsdichte sowie die politische und wirtschaftliche Stabilität, die die Schweiz im internationalen Vergleich auszeichnen. Die Verhältnisse in der Bundesrepublik sind hier allerdings recht ähnlich. Wo können die Gründe für die schnellere Entwicklung in der Schweiz sonst liegen? In der unterschiedlichen Regelung des Bankgeheimnisses? Meines Erachtens spielen handfeste ökonomische Gründe die entscheidende Rolle. Als kleines Land ohne nennenswerte Rohstoffe ist die Schweiz auf den internationalen Handel angewiesen. Die Spezialisierung auf international handelbare Dienste wie Bank- und Versicherungsleistungen entspricht daher ökonomischer Rationalität. Sie ist die konsequente Weiterentwicklung der Spe-

zialisierung auf die Produktion von arbeits- und kapitalintensiven Gütern mit geringem Rohstoffanteil. Unsere Ertragsbilanz zeigt ein eindrückliches Abbild dieser Situation: seit Jahren wird das grosse Handelsbilanzpassivum durch die aktive Dienstleistungsbilanz mehr als aufgewogen.

In der an Rohstoffen viel reicheren Bundesrepublik herrschte demgegenüber ein geringerer ökonomischer Zwang zur Spezialisierung auf international handelbare Dienstleistungen. In der Ertragsbilanz steht einem hohen Handelsbilanzüberschuss stets ein negativer Saldo der Dienstleistungsbilanz gegenüber.

Nachdem in den letzten Jahren eine eigentliche Deregulierungswelle über die internationalen Finanzmärkte hinweggerollt ist, hat ein wichtiger Standortvorteil des Finanzplatzes Schweiz – die traditionell geringe Regulierungsdichte – an Bedeutung eingebüsst. Standortnachteile wie die Stempelsteuer auf Kapitalumsätzen lasten unter den neuen Bedingungen schwerer als bisher auf der Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Banken und Finanzgesellschaften. Die Kartellisierung des schweizerischen Bankgewerbes ist der Anpassungsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz ebenfalls nicht besonders förderlich. Die Schweiz wird realistischere ihre Anstrengungen auf Erhaltung der Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes – und nicht auf einen weiteren Ausbau seiner internationalen Stellung – zu richten haben.

## 8. Abschliessende Folgerungen

Ich habe meine Ausführungen mit der Feststellung eingeleitet, dass eine gleichläufige Wirtschaftspolitik das beste Mittel zur Vermeidung grosser und unerwünschter Wechselkurschwankungen sei. Am Beispiel der Bundesrepublik und der Schweiz versuchte ich aufzuzeigen, dass eine solche Wirtschaftspolitik durchaus Raum für Unterschiede im wirtschaftspolitischen Stil, die den Eigenheiten eines Landes und seiner Institutionen Rechnung tragen, lässt.

Drei Schlussfolgerungen möchte ich aus dem Vergleich der Geld- und Währungspolitik in unseren Ländern ziehen:

– Eine gleichläufige Politik setzt – erste Folgerung – keine institutionalisierte Koordination voraus. Entscheidend für die Reduktion der Wechselkursschwankungen ist, dass die Wirtschaftspolitik in den einzelnen Ländern auf die gleichen Ziele hinarbeitet. Ohne eine solche gemeinsame Ausrichtung der Ziele müssen – dies hat die Erfahrung gezeigt – auch fixe Wechselkurse periodisch immer wieder Anpassungen unterworfen werden. Strebt die Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder dagegen ein gemeinsames Ziel an, so sind die Wechselkursschwankungen auch ohne Fixkurssystem vergleichsweise gering.

– Wichtig ist – zweite Folgerung –, dass nicht nur zwei oder einige wenige Länder ihre Politik auf ein gemeinsames Ziel ausrichten. Alle wichtigen Volkswirtschaften müssen sich beteiligen. Schert auch nur ein bedeutendes Land aus, so sind Anpassungen an den internationalen Devisenmärkten unausweichlich. Wirtschaftspolitische Schwenker eines grossen Landes führen nämlich nicht nur zu Kursschwankungen seiner eigenen gegenüber allen andern Währungen. Sie haben vielmehr auch Verschiebungen der Währungsparitäten zwischen Drittländern zur Folge. Ein naheliegendes Beispiel sind die Kursschwankungen, denen die D-Mark in Abhängigkeit von der Dollarentwicklung innerhalb des EWS unterliegt. Ein anderes Beispiel bilden die Kursverschiebungen, die sich bei starken Dollarbewegungen trotz der gleichgerichteten Politik von Bundesbank und Schweizerischer Nationalbank zwischen D-Mark und Franken ergeben.

– Entscheidend ist schliesslich – dritte Folgerung – die Konstanz der Politik. Wirtschaftspolitische Kehrtwendungen lösen – wie wir gelernt haben – besonders heftige Wechselkursschwankungen aus. Wechselkursanpassungen vollziehen sich nicht allmählich entlang einem geradlinigen Anpassungspfad. Die Wechselkurse tendieren vielmehr zum Überschreiten, und die Anpassung ist mit erratischen Schwankungen verbunden. Der Grund liegt darin, dass sich die Finanzmärkte viel schneller an eine neue Situation anpassen als der reale Teil der Volkswirtschaft, d.h. die Güterproduktion und vor allem die Preise. Die Finanzmärkte tragen daher in einer ersten Phase die ganze Last der Anpassung.

Diese Erkenntnisse sind nicht neu. Sie haben angesichts der enormen Wechselkursschwankungen der jüngsten Zeit jedoch breitere Zustimmung gewonnen. «Surveillance» – die internationale Beobachtung der nationalen Wirtschaftspolitiken – ist in aller Leute Mund. Vor Illusionen möchte ich warnen. Der Weg zum Ziel ist beschwerlich. Welche Regierung, welche Notenbank lässt sich schon ohne Not ihre Kompetenzen beschneiden? Jede Regierung gibt sich zwar kooperationswillig; aber eben nur so lange, als sich die Partner auf ihre eigene Zielvorstellung einschwören. Die Schweiz macht da keine Ausnahme. Die Mitwirkung in einem informellen Stabilitätsclub ist für uns eine denkbare Möglichkeit. Die Mitgliedschaft in einem Inflationsverein würden wir ausschlagen. Es ist kein Zufall, dass die Koordination der Wirtschaftspolitik auf die Dauer bisher noch nie gelang. Auch das System von Bretton Woods ist an diesem Mangel gescheitert. Jedes Land hängt an seiner Autonomie.

Aber – so stellt sich sofort die Frage – ist dieser wirtschaftspolitische Entscheidungsspielraum wirklich so weit, wie wir immer wieder glauben? Hat es eine Regierung oder eine Notenbank in der Hand, zwischen mehr oder weniger Wachstum, zwischen höherer Inflation bei geringerer Arbeitslosigkeit oder geringerer Inflation bei höherer Arbeitslosigkeit zu wählen? Die Erfahrungen der siebziger Jahre wirken ernüchternd. Die damaligen Versuche, die Konjunkturzyklen durch eine antizyklische Politik zu dämpfen, sind gescheitert. Sie endeten in einer «Stop-and-go»-Politik, die die Konjunkturschwankungen eher verschärfte als abschwächte. Der Preis, den die westlichen Industriestaaten für dieses Experiment in der Form von Inflation, Rezession und Arbeitslosigkeit zahlten, war hoch. Es wäre verhängnisvoll, wenn wir daraus nicht die richtige Lehre zögen. Sie lautet: Wir müssen uns darauf konzentrieren, die Rahmenbedingungen für das Wirtschaftswachstum durch eine Verstetigung der Politik zu verbessern.

Die Ausgangslage hierzu scheint mir heute besser zu sein als irgendwann in den letzten zehn Jahren. Die Teuerungsraten sind überall stark gefallen. Mindestens ein Teil der westeuropäischen Industriestaaten hat – so scheint es – die Budgetprobleme einigermaßen im Griff. Die Ar-

beitslosigkeit ist freilich zu hoch, doch kann sie mit expansiven Massnahmen auf die Dauer nicht gesenkt werden. Das Problem ist auf der strukturellen Ebene anzugehen. Das Wirtschaftswachstum bleibt zwar hinter den Erwartungen zurück. Es hat sich in den letzten Jahren aber gefestigt. Heute gilt es, die Erfolge zu konsolidieren und die gute Ausgangslage zu nützen. Nur auf diesem Wege lassen sich die anstehenden Probleme – etwa die internationale Verschuldung oder der um sich greifende Protektionismus – einer Lösung entgegenführen.

Ich stehe mit dieser Einsicht nicht allein. Die Verbesserung und grössere Stabilität der Rahmenbedingungen sind Forderungen, die weitherum unüberhörbar artikuliert werden. Trotzdem besteht Anlass zur Sorge. Die Gefahr, dass sich die Regierungen einzelner wichtiger Länder wieder den alten Rezepten aus den siebziger Jahren zuwenden, ist nicht gebannt. In den Vereinigten Staaten scheint sich die Geldpolitik wieder dem gefährlichen Pfad der «Stop-and-go»-Politik zu nähern. Freilich, der Spielraum, den ihr das enorme Ungleichgewicht im öffentlichen Haushalt belässt, ist minim. Ohne Unterstützung seitens der

Finanzpolitik – ohne gesundes «Policy-mix» – lässt sich auf die Dauer keine erfolgreiche Wirtschaftspolitik betreiben. Auch in einigen europäischen OECD-Ländern sind die öffentlichen Haushalte von einer Gesundung noch weit entfernt. Dies erschwert eine vernünftige Geldpolitik. Unter dem Druck der hohen Arbeitslosenraten könnte die eine oder andere Regierung wieder zu einer Neuauflage der keynesianischen Stimulierungspolitik Zuflucht suchen.

Wir täten gut daran, uns nicht noch einmal in die Sackgasse des «Stop-and-go» zu verirren. Aus dieser Entwicklung könnte sich ein einzelnes Land – auch wenn es dies wollte – auf die Dauer kaum heraushalten. Die Ungleichgewichte breiten sich über die internationalen Finanzmärkte aus. Für die Wirtschaftspolitik in der Schweiz bedeutet es eine grosse Erleichterung, dass die Bundesrepublik Deutschland – unser wichtigster Handelspartner – in der Stabilisierung des Preisniveaus nach wie vor ein wirtschaftspolitisches Hauptziel sieht und durch die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte zu einem gesunden «Policy-mix» gefunden hat.

## Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

---

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

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

