

**Geld, Währung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjuncture**

**No. 4  
Dezember / décembre 1984**

**2. Jahrgang / 2eme année**

Inhalt / Table des matières	1
Übersicht	3
Sommaire / Sommario	4
Abstracts	6
Das Geldmengenziel für das Jahr 1985	7
Objectif monétaire pour l'année 1985	8
Wirtschafts- und Währungslage	9
Situation économique et monétaire	30
Fritz Leutwiler und Pascal Bridel: Towards a Solution of the International Debt Problem: a Pragmatic Approach	51
Markus Lusser: Die Grenzen der Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft	59
Ulrich Kohli: La demande de monnaie en Suisse	64
Geld- und währungspolitische Chronik	71
Chronique monétaire	73

---



## Übersicht

---

### Das Geldmengenziel für das Jahr 1985 (S. 7)

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank beschloss im Einvernehmen mit dem Bundesrat, die bereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1985 um durchschnittlich 3% auszuweiten.

### Wirtschafts- und Währungslage (S. 9–29)

Nach anderthalb Jahren kräftigen Wirtschaftswachstums hat sich der Aufschwung in den Vereinigten Staaten im dritten Quartal markant verlangsamt. Eine leichte Abschwächung des Produktionswachstums zeichnete sich auch in Japan ab, während die konjunkturelle Erholung in den europäischen Industrieländern wieder in Schwung kam. Infolge der schwächeren Kreditnachfrage begannen die Zinssätze in den USA gegen Ende des Sommerquartals zu sinken.

In der Schweiz belebte sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, wobei die stärksten Impulse vom Export ausgingen. Auch die Investitionstätigkeit zog an. Bei praktisch unveränderter Beschäftigung nahm die Zahl der Arbeitslosen und der Kurzarbeiter ab.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im Durchschnitt der vier Monate Juli bis Oktober um 2,9% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Geldmarktsätze stiegen, und am Devisenmarkt wertete sich der Dollar gegenüber dem Schweizerfranken weiter auf. Der reale exportgewichtete Aussenwert des Frankens lag im dritten Quartal um rund 6% tiefer als ein Jahr zuvor.

### Internationale Verschuldung (S. 51–58)

Nach einem Überblick über die längerfristigen Wachstumsaussichten der verschuldeten Schwellen- und Entwicklungsländer werden mit Hilfe einfacher theoretischer Überlegungen zwei spezielle Gesichtspunkte des internationalen Schuldenproblems näher beleuchtet. Einerseits geht es um die Folgen des sich in den Industrieländern ausbreitenden Protektionismus und andererseits um die Auswirkungen bestimmter, in

jüngster Zeit zur Lösung der Schuldenkrise getroffenen Massnahmen auf die Stabilität und Effizienz des Weltwährungssystems. Zu beiden Problemkreisen werden Vorschläge unterbreitet, die – in die Praxis umgesetzt – unmittelbar die Funktionsweise des internationalen Handels- und Währungssystems verbessern würden.

### Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft (S. 59–63)

Wechselkurse können über längere Zeit hinweg von ihrem Trend abweichen, so dass die SNB immer wieder unter Druck gerät, korrigierend am Devisenmarkt einzugreifen. Dies erfordert klare Vorstellungen über den «richtigen» Wechselkurs. Die in diesem Zusammenhang häufig erwähnte Kaufkraftparitätentheorie eignet sich nicht als Richtschnur für die kurze Frist. Da sich Devisenmarktinterventionen nur bei einer gleichzeitigen dauerhaften Änderung der Geldmenge auf die Wechselkurse auswirken, gerät die Interventionspolitik meistens in Widerspruch zur Geldmengenpolitik und zur Preisniveaustabilität. Es zeigt sich, dass Wechselkurs- und Preisstabilität gleichzeitig nur erreicht werden können, wenn in allen wichtigen Industrieländern eine stetige, auf inflationsfreies Wachstum ausgerichtete Wirtschaftspolitik verfolgt wird.

### Zur Geldnachfrage in der Schweiz (S. 64–70)

Anhand von Daten für die Jahre 1959–1983 wurden für die wichtigsten Geldaggregate Nachfragegleichungen geschätzt. Die langfristige Einkommenselastizität der Notenbankgeldmenge und der Geldmenge  $M_1$  liegt annähernd bei eins. Die Einkommenselastizität ist um so höher, je geringer der Liquiditätsgrad der betreffenden Geldaggregate ist. Wichtige Bestimmungsgründe für die gewünschte Kassahaltung sind ferner die Zinssätze sowie in einigen Fällen die Inflationsrate. Die Geldnachfrage passt sich nur langsam den Veränderungen des Einkommens und der Zinssätze an.

## Sommaire

---

### Objectif monétaire pour l'année 1985 (p. 8)

En accord avec le Conseil fédéral, la Direction générale de la Banque nationale suisse a décidé, pour l'année 1985, d'augmenter de 3% en moyenne la monnaie centrale ajustée.

### Situation économique et monétaire (p. 30–50)

Après une année et demie de vigoureuse croissance économique, l'essor s'est nettement ralenti aux Etats-Unis au troisième trimestre. Un léger affaiblissement du rythme d'expansion de la production industrielle a été également observé au Japon. En revanche, l'amélioration de la conjoncture a progressé de nouveau dans les pays industrialisés européens. Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt ont amorcé un mouvement de repli vers la fin du trimestre d'été, la demande de crédits ayant faibli.

En Suisse, la demande globale s'est accrue, et les impulsions les plus fortes sont venues des exportations. Les investissements ont eux aussi progressé. L'emploi est resté pratiquement inchangé, mais le nombre des chômeurs et celui des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ont diminué.

Durant les mois de juillet à octobre, la monnaie centrale ajustée dépassait de 2,9% en moyenne son niveau de la période correspondante de 1983. Les taux d'intérêt ont augmenté sur le marché monétaire et, sur le marché des changes, le dollar a continué son mouvement de hausse face au franc suisse. Au troisième trimestre, le cours du franc, pondéré par les exportations, était d'environ 6% inférieur au niveau observé un an auparavant.

### La dette internationale (p. 51–68)

Après un bref examen des possibilités de croissance des pays endettés, deux aspects de la dette internationale sont examinés plus en détail à l'aide de quelques notions élémentaires de théorie économique. Il est question d'une part des conséquences de la montée du protection-

nisme dans les pays industrialisés, et d'autre part des conséquences de certaines solutions à court terme récemment adoptées sur la stabilité et l'efficacité du système financier international. Dans les deux cas, il est suggéré quelques solutions pratiques qui pourraient faciliter presque immédiatement le fonctionnement des échanges internationaux.

### La politique monétaire dans une économie ouverte (p. 59–63)

Comme les cours de change peuvent s'écarter pendant des périodes assez longues de leur tendance à long terme, des appels sont souvent lancés pour que la BNS intervienne sur le marché des changes en vue de corriger la situation. La théorie de la parité des pouvoirs d'achat, souvent invoquée dans ces circonstances, ne peut servir de ligne directrice à court terme. Attendu que les interventions sur le marché des changes ont un effet sur les cours uniquement si elles sont accompagnées d'une modification durable de la masse monétaire, la politique d'interventions est généralement incompatible avec une politique de la masse monétaire et avec la stabilité du niveau des prix. Pour que la stabilité des cours de change et celle des prix puissent être atteintes simultanément, il faut que tous les principaux pays industrialisés suivent une politique économique constante, axée sur une croissance sans inflation.

### La demande de monnaie en Suisse (p. 64–70)

Des fonctions de demande pour les principaux agrégats monétaires sont estimées à l'aide de données annuelles couvrant la période 1959–1983. L'élasticité à long terme par rapport au revenu est proche de un pour la base et  $M_1$ , et elle tend à augmenter avec le degré d'illiquidité de la monnaie. Les taux d'intérêt et, dans certains cas, le taux d'inflation jouent aussi un rôle important dans la détermination des encaisses désirées. La demande de monnaie ne s'ajuste cependant que lentement aux variations du revenu et des taux de rendement.

## Sommario

---

### **Obiiettivo monetario per il 1985 (pag. 7)**

La direzione generale della Banca nazionale svizzera, d'intesa con il Consiglio federale, ha deciso di aumentare mediamente del 3% la base monetaria epurata nel 1985.

### **Situazione economica e monetaria (pag. 9-50)**

Negli Stati Uniti, dopo 18 mesi di elevata crescita economica, il vigore della ripresa si è attenuato. Il ritmo di espansione della produzione industriale ha subito un leggero rallentamento anche in Giappone. Nello stesso periodo, nei paesi industrializzati europei il miglioramento della congiuntura si è riavviato. Negli Stati Uniti i tassi d'interesse hanno mostrato segni di flessione verso la fine del trimestre estivo, a dipendenza della debole domanda di crediti.

In Svizzera la domanda globale, principalmente stimolata dalle esportazioni, si è accresciuta. L'investimento ha pure registrato progressi. Benchè il livello occupazionale sia rimasto praticamente immutato, il numero dei disoccupati e quello degli occupati a orario ridotto è diminuito.

Da luglio a ottobre la base monetaria epurata ha superato mediamente del 2,9% il livello del terzo trimestre 1983. I tassi d'interesse sono aumentati sui mercati monetari e, sui mercati valutari, il dollaro si è ulteriormente rafforzato sul franco svizzero. Nel terzo trimestre l'indice reale del franco svizzero ponderato sulla base delle esportazioni era di circa il 6% inferiore a quello dello stesso periodo dello scorso anno.

### **L'indebitamento internazionale (pag. 51-58)**

Dopo un breve accenno alle possibilità di crescita economica dei paesi indebitati, con l'ausilio di un elementare quadro teorico vengono trattati più in particolare due aspetti dell'indebitamento internazionale. Sono così illustrate le conseguenze di un maggiore protezionismo dei paesi industrializzati e quelle di certe soluzioni a breve termine, recentemente adottate, sulla stabilità e

l'efficacia del sistema finanziario internazionale. Nell'ambito di questi due aspetti vengono proposte soluzioni che, se poste in pratica, potrebbero in breve tempo condurre a un migliore funzionamento degli scambi internazionali.

### **La politica monetaria in un'economia aperta (pag. 59-63)**

Considerato che i tassi di cambio possono deviare per periodi prolungati dalla loro tendenza di lungo termine, sulla Banca nazionale vengono spesso esercitate pressioni affinché effettui interventi correttivi sul mercato delle divise. La teoria della parità dei poteri d'acquisto, spesso invocata in tali circostanze, non può servire come criterio per il breve termine. Poichè gli interventi sul mercato delle divise hanno effetto sui cambi solo se accompagnati da una modifica durevole della massa monetaria, la politica d'intervento è spesso incompatibile con quella della massa monetaria e con la stabilità dei prezzi. La stabilità dei cambi e dei prezzi può essere raggiunta a condizione che tutti i principali paesi industrializzati perseguano una politica economica costante, rivolta a una crescita esente da inflazione.

### **La domanda di moneta in Svizzera (pag. 64-70)**

Con l'ausilio di dati annuali per il periodo 1959-1983 vengono stimate le funzioni di domanda per i principali aggregati monetari. Per la base monetaria e per  $M_1$  l'elasticità di lungo periodo rispetto al reddito risulta vicino a uno, tendendo a aumentare con il diminuire del grado di liquidità dell'aggregato. I tassi d'interesse e, in taluni casi, il tasso d'inflazione concorrono pure a determinare il livello desiderato delle giacenze di cassa. L'aggiustamento della domanda di moneta alle variazioni del reddito e dei tassi d'interesse è tuttavia lenta. Il passaggio ai cambi flessibili sembra aver condotto a una sensibile diminuzione della domanda di depositi a vista e di  $M_1$ .

## Abstracts

---

### **Money Supply Target for 1985 (p. 7)**

The Governing Board of the Swiss National Bank has decided, in conjunction with the Federal Government, to expand the adjusted monetary base by an average of 3% in 1985.

### **Economic and Monetary Developments (pp. 9–50)**

After a year and a half of vigorous economic growth, the upswing in the US slowed down markedly in the third quarter. A slight decline in production advances also became discernible in Japan while the economic recovery in the European industrialized countries gathered momentum once more. In the wake of the falling demand for credit, interest rates in the US began to decline towards the end of the summer quarter.

Overall economic demand has picked up in Switzerland, with the chief stimuli emanating from exports. Investment activity has also increased. Although employment level has remained practically unchanged, the number of jobless and short-time workers has receded.

During the four months from July through October the adjusted central bank money supply on average exceeded the corresponding year-back level by 2.9%. Money market rates rose and on the foreign exchange market the dollar continued to appreciate against the Swiss franc. In the third quarter the Swiss currency's real export-weighted value fell some 6% short of the previous year's level.

### **The International Debt Problem (pp. 51–58)**

After a brief discussion of the growth potential of indebted countries, with the help of very simple economics, two particular aspects of the debt problem are examined in greater detail: first, the consequences of mounting protectionism in industrialized countries; second, the consequences on the efficiency and stability of the international financial system of some of the short-term solutions embedded within this sys-

tem during the last few years. In both cases, some very practical suggestions are made; if carried out, they would almost immediately improve the working of international trade and finance.

### **Monetary Policy in an Open Economy (pp. 59–63)**

Exchange rates may deviate from their trend for protracted periods of time, resulting in repeated pressure on the Swiss National Bank to correct imbalances by intervening on the foreign exchange market. Such action requires clear notions as to the "correct" exchange rate. The theory of purchasing power parity frequently referred to in this connection is unsuitable as a guideline in the short term. Since interventions on the foreign exchange market do not have an effect on exchange unless they are accompanied by a permanent adjustment of money supply, intervention policy usually conflicts with monetary policy and price stability. It has become apparent that exchange rate and price stability can only be achieved simultaneously if all the major industrialized nations pursue steady economic policies oriented to inflation-free growth.

### **The Demand for Money in Switzerland (pp. 64–70)**

Money demand functions are estimated for the main monetary aggregates with the help of yearly data for the period 1959–1983. The long-run income elasticity is close to unity for the base and  $M_1$ , and it tends to be larger for less liquid assets. Also interest rates, and the rate of inflation in some cases, play an important role in determining desired cash balances. However, the demand for money adjusts only slowly to changes in income and rates of return. Furthermore, the switch to flexible exchange rates seems to have resulted in a significant decrease in desired holdings of demand deposits and  $M_1$ .

## Das Geldmengenziel für das Jahr 1985

---

Im Einvernehmen mit dem Bundesrat nimmt das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank für 1985 wiederum eine Ausweitung der bereinigten Notenbankgeldmenge von 3% in Aussicht. Das Geldmengenziel ist wie immer als Richtgrösse zu verstehen. Bei der Zielfestlegung ging die Nationalbank von der Annahme aus, dass sich der in der Schweiz seit Mitte 1983 beobachtete Konjunkturaufschwung im Laufe des Jahres 1985 abflachen wird. Sie rechnet mit einem Wachstum des realen Bruttosozialprodukts von knapp 2% und einer durchschnittlichen Jahreststeuerung von ungefähr 2,5%. Daraus ergibt sich im Jahre 1985 eine Zunahme des nominellen Bruttosozialprodukts von gut 4%.

Gemäss den Prognosen der Nationalbank dürfte der erwartete Anstieg des nominellen Bruttosozialprodukts die Nachfrage nach Notenbankgeld (Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank und Notenumlauf) um etwa 3% steigern. Die geplante Erhöhung der Notenbankgeldmenge entspricht damit ungefähr dem einkommensbedingten Wachstum der Geldnachfrage.

Das für 1985 festgelegte Ziel liegt immer noch leicht über dem von der Nationalbank längerfristig angestrebten Geldmengenwachstum von 2 bis 2,5%. Die vorgesehene Ausdehnung der bereinigten Notenbankgeldmenge lässt der konjunkturellen Erholung genügend Spielraum und steht in Einklang mit dem erklärten Ziel der Nationalbank, die Teuerung graduell zu verringern. Wie in früheren Jahren hält sich das Direktorium

die Möglichkeit offen, bei unvorhergesehenen Entwicklungen – insbesondere bei schweren Störungen am Devisenmarkt – vom angekündigten Geldmengenziel abzuweichen.

Im Jahre 1984 lag der Geldmengenzuwachs mit rund 2,5% im Rahmen der Zielvorstellung. Da das Wachstum des realen Bruttosozialprodukts mit knapp 3% wesentlich über der von der Nationalbank Ende 1983 prognostizierten Rate von 1 bis 2% lag, stieg die Nachfrage nach Notenbankgeld stärker als erwartet.<sup>1</sup> Die Nationalbank war jedoch nicht bereit, die Geschäftsbanken über den Zielrahmen hinaus mit Liquidität zu versorgen. Die kräftige Zunahme der Geldnachfrage schlug sich daher in einer Steigerung der inländischen Geld- und teilweise auch der Kapitalmarktsätze nieder.

Im Hinblick auf die Inflationsbekämpfung ist die leichte Erhöhung der Zinssätze angebracht. Steigende Zinssätze wirken einer allzu raschen Zunahme der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen entgegen. Dies mindert die Gefahr, dass die Nachfrage im Konjunkturaufschwung schneller als das gesamtwirtschaftliche Angebot wächst und dadurch ein Teuerungsschub ausgelöst wird. Der Anstieg des Zinsniveaus trägt damit zu einer weiteren Dämpfung der Teuerungsimpulse bei.

---

<sup>1</sup> Siehe Schweizerische Nationalbank, Geld, Währung und Konjunktur. Quartalsheft 1983/5, S. 6.

## Objectif monétaire pour l'année 1985

---

En accord avec le Conseil fédéral, la Direction générale de la Banque nationale suisse envisage, pour l'année 1985 également, d'augmenter de 3% la monnaie centrale ajustée. Comme précédemment, l'objectif monétaire a le caractère d'une ligne directrice. La Banque nationale a fixé son objectif en se basant sur l'hypothèse selon laquelle la reprise de la conjoncture, observée depuis le milieu de 1983, perdra de sa vigueur au cours de l'année prochaine. Elle s'attend à une croissance réelle du produit national brut de près de 2% et à un taux annuel moyen de renchérissement d'environ 2½%. L'augmentation nominale du produit national brut sera par conséquent légèrement supérieure à 4%.

Selon les prévisions de la Banque nationale, la croissance attendue du produit national brut nominal relèvera probablement de quelque 3% la demande de monnaie centrale (avoirs que l'économie détient en comptes de virements à l'institut d'émission et billets en circulation). Ainsi, l'expansion prévue de la monnaie centrale correspondra approximativement à l'augmentation que la demande de monnaie enregistrera du fait de l'évolution du revenu national.

L'objectif fixé pour l'année 1985 est encore légèrement supérieur au rythme de 2 à 2½% auquel la Banque nationale souhaite accroître à moyen terme la masse monétaire. L'expansion prévue de la monnaie centrale ajustée assurera une marge suffisante pour l'amélioration de la conjoncture et sera compatible avec une diminution graduelle du renchérissement, qui est l'objectif de la Banque nationale. Comme les années pré-

cédentes, la Direction générale se réserve, en cas d'évolution imprévue – graves perturbations sur le marché des changes par exemple –, de s'écarter de son objectif monétaire.

En 1984, l'augmentation de la monnaie centrale s'est inscrite dans le cadre prévu puisqu'elle a été d'environ 2,5%. Comme la croissance réelle du produit national brut a été de près de 3% – un taux sensiblement supérieur à celui de 1 à 2% sur lequel la Banque nationale avait tablé –, la demande de monnaie centrale s'est élevée plus fortement que prévu<sup>1</sup>. La Banque nationale n'a toutefois pas voulu porter la dotation des banques en liquidités au delà du cadre fixé. Aussi la vigoureuse augmentation de la demande de monnaie s'est-elle traduite par une hausse des taux d'intérêt sur les marchés suisses de l'argent et, en partie, des capitaux.

Un léger relèvement des taux d'intérêt est opportun eu égard à la lutte contre l'inflation. Des taux d'intérêt en hausse freinent une progression par trop rapide de la demande de biens et de services. Le risque que la croissance de la demande, en période de reprise de la conjoncture, soit plus rapide que celle de l'offre globale et, partant, que des poussées inflationnistes apparaissent est ainsi réduit. Une hausse du niveau des taux d'intérêt contribue de la sorte à modérer les pressions inflationnistes.

<sup>1</sup> Voir Banque nationale suisse, Monnaie et conjoncture, bulletin trimestriel 5/1983, page 7



# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung  
des Bankrats vom 14. Dezember 1984\*

## A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

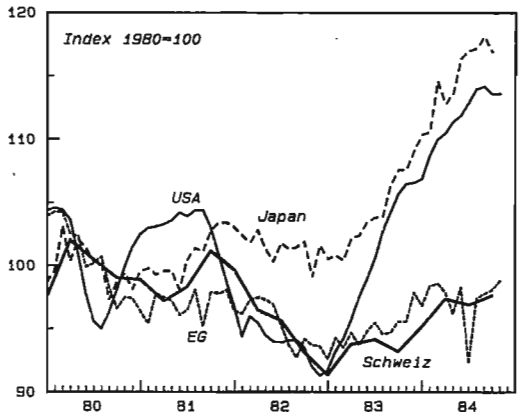
### 1. Überblick

#### Konjunkturentwicklung

Um die Jahresmitte prägte die markante Abschwächung des Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten das Konjunkturbild im OECD-Raum. Die Jahreswachstumsrate des amerikanischen Bruttosozialprodukts fiel im dritten Quartal auf knapp 2%, und eine Reihe vorlaufender Indikatoren deutete auf eine gemächlichere Entwicklung der amerikanischen Konjunktur in den kommenden Monaten hin. Auch in Japan verlangsamte sich das Wachstum leicht, während die Konjunktur in Europa wieder etwas in Schwung kam. Die deutsche Wirtschaft holte in den Sommermonaten die streikbedingten Produktionseinbussen auf, und die konjunkturelle Lage in Italien verbesserte sich deutlich. In Frankreich wurden die wirtschaftlichen Aussichten optimistischer eingeschätzt; dagegen schwächte sich das Wirtschaftswachstum in Grossbritannien nicht zuletzt infolge des anhaltenden Arbeitskonflikts im Kohlebergbau etwas ab. Insgesamt lag die Industrieproduktion in den grossen Industrieländern im dritten Quartal um rund 7% über dem entsprechenden Vorjahreswert.

Die OECD revidierte die Wachstumsprognose für das Jahr 1984 um einen Prozentpunkt nach oben und rechnet nun mit einem Anstieg des realen Bruttosozialprodukts um durchschnittlich 5% im OECD-Raum. Dabei stehen Wachstumsraten von 7% bzw. 5,7% in den Vereinigten Staaten und Japan einem Anstieg von etwas über 2% in Europa gegenüber. Dieses ausge-

Grafik 1: Industrieproduktion



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

prägte Wachstumsgefälle zwischen den USA und Europa dürfte sich indessen im Jahre 1985 verkleinern. Während sich gemäss OECD der Anstieg des amerikanischen Bruttosozialprodukts auf rund 3% vermindern dürfte, prognostiziert sie für die vier grossen europäischen Industrieländer ein etwas stärkeres Wachstum (2,5%). Die namentlich aus den Vereinigten Staaten schwächere Nachfrage nach europäischen Exportprodukten soll dabei vor allem durch eine konjunkturelle Belebung der Investitionen in Europa ausgeglichen werden.

Die Beschäftigung stagnierte im dritten Quartal sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Europa und Japan, und der Anteil der Arbeitslosen an der Erwerbsbevölkerung blieb im OECD-Raum unverändert bei rund 8%. Der OECD-Prognose zufolge ist im Jahre 1985 trotz anhaltendem Wirtschaftswachstum nochmals mit einer leicht höheren Arbeitslosigkeit zu rechnen. In den Vereinigten Staaten dürfte die Arbeitslosenrate infolge des langsameren Beschäftigungswachstums auf dem gegenwärtigen

\* Der Bericht wurde Mitte November abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im August, September und Oktober 1984 bekannt wurden.

Stand von rund 7,5% verharren. Für Europa erwartet die OECD eine weitere Zunahme der Zahl der Arbeitslosen auf rund 20,5 Mio. bzw. 11,5% der aktiven Bevölkerung, da die neugeschaffenen Arbeitsplätze nicht ausreichen werden, um das Wachstum der Erwerbsbevölkerung aufzufangen.

Der Anstieg der Konsumentenpreise verlangsamte sich im dritten Quartal in den grossen Industrieländern, und die durchschnittliche Jahresteuersatzrate nahm im OECD-Raum weiter ab. Im September betrug sie 5%. Nachdem die Preise an den Rohstoffmärkten bereits seit Jahresbeginn tendenziell sanken, kamen in den Sommermonaten vor allem die Erdölpreise unter starken Druck. Für 1985 prognostiziert die OECD einen Rückgang der durchschnittlichen Teuerungsrate auf 4,5%, wobei das Inflationsgefälle zwischen den Industrieländern abnehmen wird.

### Devisenmarkt

Die Lage an den Devisenmärkten war in den Sommermonaten durch eine weitere Aufwertung des Dollars gegenüber allen anderen wichtigen Währungen geprägt. Bei teilweise ausgeprägten Schwankungen setzte sie sich bis Anfang Oktober fort. Von Mitte Oktober an begann sich der Dollar abzuschwächen. Am stärksten, zum Teil auch bedingt durch die Devisenverkäufe der Deutschen Bundesbank, war die Kurskorrektur

gegenüber der D-Mark. Das englische Pfund verlor dagegen nicht zuletzt infolge des sich verschärfenden Arbeitskonflikts im Kohlebergbau und der Unsicherheit bezüglich der Preisentwicklung am Erdölmarkt gegenüber den meisten Währungen an Wert.

Innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) blieb die Lage entspannt. Im September wurde die griechische Drachme neu in den Währungskorb aufgenommen. Gleichzeitig erfolgte eine Änderung in der Zusammensetzung des ECU, indem das Gewicht der D-Mark vor allem zugunsten des französischen Frankens und der italienischen Lira von 37% auf 32% gesenkt wurde.

### Wirtschaftspolitik

Die Geldaggregate bewegten sich in den grossen Industrieländern im dritten Quartal innerhalb der Zielbereiche, wobei sich insbesondere das Geldmengenwachstum in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien abschwächte. In beiden Ländern ging das Zinsniveau nach dem Anstieg im Frühsommer zurück. Während sich der Rückgang der Geldmarktzinsen in Frankreich weiter fortsetzte, begannen die Zinssätze in der Bundesrepublik Deutschland vor allem im langfristigen Bereich zu sinken. In den übrigen grossen Industrieländern blieben sie weitgehend unverändert.

**Tabelle 1: Wechselkursveränderungen ausgewählter Währungen**

	Juli 1984 – Oktober 1984 <sup>1</sup>		3. Quartal 1983 – 3. Quartal 1984 <sup>2</sup>		
	nominal		nominal		real
	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gewichteter Durchschnitt
US-\$	–	+1,2	–	+7,9	+8,6
Yen	–0,6	+0,4	– 0,3	+5,2	+3,3
D-Mark	–2,5	–0,7	–10,3	–1,1	–4,0
fFr.	–2,5	–0,5	–12,4	–2,7	+0,4
Lit.	–2,8	–0,9	–14,1	–4,4	+1,5
£	–2,6	–1,2	–14,1	–7,3	–6,1
sFr.	–1,6	+0,5	–13,7	–4,6	–5,5

<sup>1</sup> Durchschnitt der monatlichen Veränderungsrate in Prozent (+ = Aufwertung; – = Abwertung)

<sup>2</sup> Durchschnitt der jährlichen Veränderungsrate in Prozent (+ = Aufwertung; – = Abwertung)

Quelle: OECD

Die für das Jahr 1985 vorliegenden Budgetentwürfe deuten auf eine nach wie vor restriktive, d.h. auf eine Reduktion der öffentlichen Defizite und auf eine Verminderung des Staatsanteils ausgerichtete Fiskalpolitik in den grossen europäischen Ländern und Japan hin. Dagegen herrscht bezüglich des fiskalpolitischen Kurses in den Vereinigten Staaten Unsicherheit. Zwar wurde im Sommer ein Gesetz zur Reduktion des Staatsdefizits verabschiedet. Die beschlossenen Massnahmen genügen indessen nicht, um die Fehlbeträge in den kommenden Jahren nennenswert zu senken.

### **Internationale Verschuldung**

Nach wie vor beherrschen die Zahlungsbilanzprobleme lateinamerikanischer Länder die Diskussion über die internationale Verschuldung. Anfang September schloss Mexiko mit seinen Gläubigerbanken ein Umschuldungsabkommen über einen Betrag von 49 Mrd. Dollar ab. Dies entspricht rund zwei Drittel der öffentlichen Schuld Mexikos und etwa der Hälfte der gesamten Aussenverschuldung. Entscheidend für den Abschluss war nicht zuletzt die sich abzeichnende Besserung der wirtschaftlichen Lage Mexikos. Die optimistischere Einschätzung der wirtschaftlichen Aussichten Mexikos spiegelt sich auch in den gegenüber früheren Umschuldungsabkommen und Krediten wesentlich erleichterten Kreditbedingungen wider. Die Laufzeit der Kredite wurde auf maximal 14 Jahre erhöht, und die Verzinsung liegt um durchschnittlich 1,11 Prozentpunkte über dem Interbankensatz in London (LIBOR). Eine wesentliche Erleichterung ist zudem der Verzicht der Banken auf eine Kreditgebühr. Neu ist, dass sich die Banken eine gewisse Aufsichtsfunktion über die wirtschaftlichen Anpassungsbemühungen ausgehandelt haben, eine Rolle, die bis anhin ausschliesslich vom Internationalen Währungsfonds (IWF) wahrgenommen wurde. Wie weit das Abkommen Mexikos wegweisend für die Umschuldung anderer Länder sein kann, wird sich zeigen.

Gewisse Parallelen zur mexikanischen Lösung weist das im Herbst zwischen Venezuela und den Gläubigerbanken abgeschlossene Abkommen auf. Der umgeschuldete Betrag beläuft sich

auf rund 21 Mrd. Dollar, bei einer Aussenverschuldung des Staates von schätzungsweise 27 Mrd. und privaten Verpflichtungen gegenüber dem Ausland in der Höhe von 8–10 Mrd. Dollar. Die neu ausgehandelten Laufzeiten der Kredite betragen maximal 12,5 Jahre, und der Zinssatz wurde auf  $1\frac{1}{8}$  Prozentpunkte über LIBOR festgelegt. Auch im Falle Venezuelas gelang es, ohne direkte Mitwirkung des IWF eine Einigung mit den Banken zu erzielen.

Nach langwierigen Verhandlungen kam Ende September zwischen Argentinien und dem IWF ein Abkommen über ein Wirtschaftssanierungsprogramm und die Gewährung eines Bereitschaftskredits von 1,4 Mrd. Dollar durch den IWF zustande. Voraussetzung für die Freigabe des Kredits ist, dass Argentinien bei den Geschäftsbanken zusätzliche Mittel aufnimmt.

Anlässlich der Jahresversammlung des IWF wurde unter anderem die Frage der Neuschaffung von Sonderziehungsrechten (SZR) diskutiert. Im Gegensatz zu den Entwicklungsländern und einigen kleineren Industriestaaten erachteten die meisten wichtigen Industrieländer die Voraussetzungen für eine Ausweitung der internationalen Liquidität als nicht gegeben. Die Neuzuteilung von SZR wurde daher abgelehnt.

## **2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern**

### **Vereinigte Staaten**

In den Vereinigten Staaten hat sich der Aufschwung im dritten Quartal stärker als erwartet abgeschwächt. Die auf Jahresbasis umgerechnete Wachstumsrate des *realen Bruttosozialprodukts* fiel von 7% im zweiten Vierteljahr auf 1,9%, und der Zuwachs gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert verringerte sich auf 6,2%. Der private Konsum stagnierte, und das Investitionstempo verlangsamte sich. Zum Anstieg des Bruttosozialprodukts trugen die Staatsausgaben sowie der Lageraufbau bei.

Die Industrieproduktion wuchs in den Sommermonaten deutlich langsamer, und der Ausla-

stungsgrad der Kapazitäten nahm leicht ab. Zwar wurde der Produktionsrückgang im September teilweise durch die streikbedingten Produktionsausfälle in der Automobilindustrie verursacht. Die markante Verminderung der Auftrags-eingänge im September und Oktober deutet in-dessen auf eine weitere Abschwächung des Pro-duk-tionswachstums in den kommenden Mona-ten hin.

Bei einer geringen Zunahme der Exporte stiegen die Importe im dritten Quartal sprunghaft an, so dass sich das Defizit der Handelsbilanz auf 33 Mrd. Dollar ausweitete. Rund zwei Drittel dieses Fehlbetrags sind auf den Einfuhrüberschuss bei Industrieprodukten, namentlich Maschinen und Ausrüstungsgütern, zurückzuführen. Infolge des hohen Passivsaldo der Handelsbilanz – in den ersten neun Monaten belief er sich auf 85 Mrd. Dollar – und des sinkenden Überschusses in der Dienstleistungsbilanz wird mit einem Ertrags-bilanzdefizit von annähernd 100 Mrd. Dollar im Jahre 1984 gerechnet.

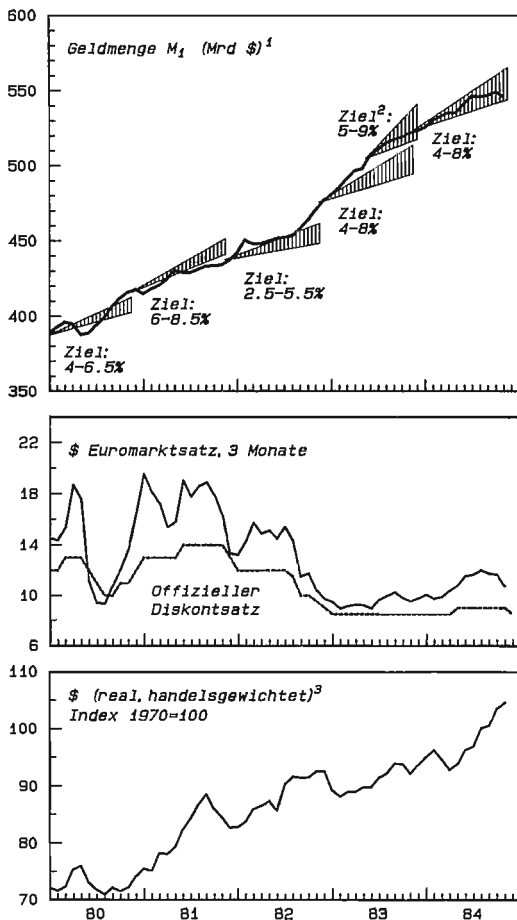
Die seit Beginn des Aufschwungs markante Aus-dehnung der Beschäftigung kam im dritten Quar-tal zum Stillstand. In der Industrie wurden ge-samthaft sogar Stellen abgebaut, was jedoch durch die steigende Zahl von Arbeitsplätzen im Dienstleistungssektor ausgeglichen wurde. Mit 7,5% war die Arbeitslosenrate gleich hoch wie in der Vorperiode.

Die Jahresteuierung belief sich im Sommerquar-tal unverändert auf durchschnittlich 4,2%.

Das Defizit des *Staatshaushalts* betrug im ver-gangenen Fiskaljahr 1983/84 175 Mrd. Dollar; dies entspricht 4,5% des Bruttonsozialprodukts. Aufgrund etwas tieferer Ausgaben blieb es ge-ringfügig unter dem budgetierten Betrag. Im Bud-get für das laufende Jahr wurde ein Fehlbetrag von 181 Mrd. Dollar ausgewiesen. Bereits zum gegenwärtigen Zeitpunkt wird jedoch mit einem Defizit von rund 200 Mrd. Dollar gerechnet.

Das Geldmengenwachstum verlangsamte sich im dritten Quartal merklich. Die Aggregate  $M_1$  und  $M_2$  befanden sich im unteren Bereich des Ziels, und  $M_3$  fiel zum ersten Mal seit Februar wieder in den Zielkorridor. Infolge des schwäche-

**Grafik 2: 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

<sup>3</sup> Quelle: OECD

ren Wirtschaftswachstums stieg die Geldnachfrage weniger stark. Dies führte trotz der geringen Zunahme des Geldangebots zu einem Rückgang der Zinssätze. Mitte November senkte das *Federal Reserve Board* den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 8½%, und Ende November lag der Zinssatz für dreimonatige Euro-dollardepots bei rund 9%, gegenüber beinahe 12% Ende August.

## Bundesrepublik Deutschland

Das konjunkturelle Klima hat sich in der Bundesrepublik im zweiten Halbjahr spürbar verbessert. Nach dem vorwiegend streikbedingten Rückgang im zweiten Quartal stieg das *reale Brutto-sozialprodukt* kräftig an und übertraf im dritten Quartal den entsprechenden Vorjahreswert um rund 3%. In der Industrie wurden die Geschäftslage und die weiteren Produktionsaussichten wieder optimistischer eingeschätzt, da sich die Nachfrage sowohl aus dem Inland als auch dem Ausland belebte. Vom regen Bestellungseingang profitierte vor allem die stark auslandorientierte Investitionsgüterindustrie, die im dritten Quartal rund 14% mehr Aufträge erhielt als in der gleichen Vorjahresperiode. Dagegen belief sich die Auftragszunahme in der Konsumgüterindustrie lediglich auf knapp 3%.

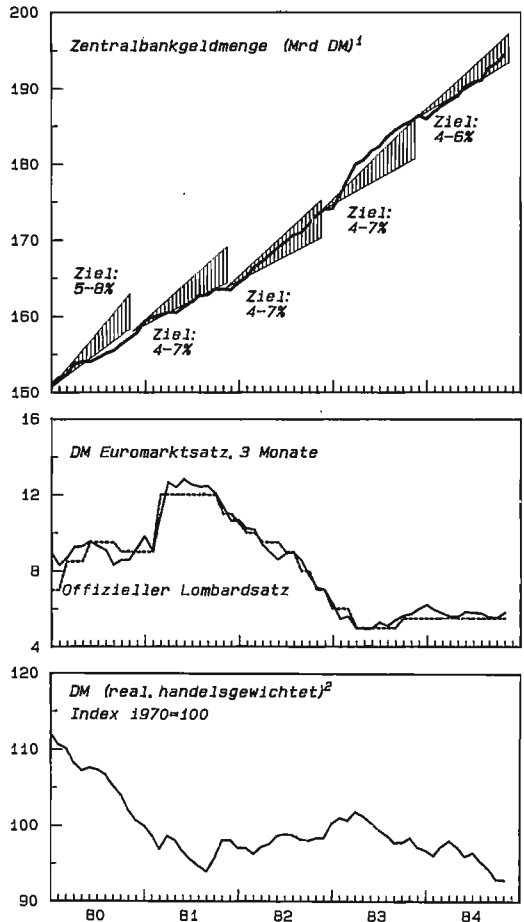
Gemäss der im Sommer durchgeführten Halbjahresumfrage des IFO-Instituts dürfte die Industrieproduktion bei etwas geringeren Wachstumsraten bis Ende 1985 steigen. Da das Produktionswachstum im Vergleich zu den Produktivitätsfortschritten jedoch gering ist, muss auch im nächsten Jahr mit einem Personalabbau in der Industrie gerechnet werden.

Am Arbeitsmarkt hellte sich die Lage im dritten Quartal etwas auf. Die Gesamtbeschäftigung dürfte nicht mehr weiter gesunken sein, und die Zahl der offenen Stellen vergrösserte sich. Nach dem Anstieg im ersten Halbjahr nahm die Zahl der Arbeitslosen im September und Oktober geringfügig ab, während diejenige der Kurzarbeiter stark zurückging.

Die Lebenshaltungskosten stiegen auch im dritten Quartal nur geringfügig, so dass die Jahresteuersatzrate im September auf 1,5% fiel. Im Oktober erhöhte sie sich wieder auf 2,1%.

Nach dem markanten Rückgang im zweiten Quartal zogen die Exporte in den Sommermonaten kräftig an und übertrafen den Vorjahreswert um 11%. Dabei stiegen vor allem die Ausfuhren von Investitionsgütern. Nach Ländern aufgegliedert, wiesen wiederum die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten ein hohes Wachstum auf. Da auch die Importe deutlich zunahmen, fiel der

## Grafik 3: Bundesrepublik Deutschland



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Überschuss in der Handelsbilanz im dritten Quartal nur geringfügig höher als in der Vorperiode. Der Ertragsbilanzüberschuss belief sich auf 4,7 Mrd. D-Mark.

Die *Zentralbankgeldmenge* lag im September um 4¾% (Jahreswachstumsrate) über ihrem Stand vom vierten Quartal des vergangenen Jahres und bewegte sich damit in der Mitte des Zielpfades. Bei den weiter definierten Aggregaten  $M_2$  und  $M_3$  war eine leichte Wachstumsbeschleunigung festzustellen; das Kreditwachstum

blieb kräftig. Die Geldmarktzinsen pendelten unverändert zwischen 5 und 6%; dagegen bildeten sich die Kapitalmarktsätze zurück und lagen mit rund 7% Ende Oktober auf dem tiefsten Stand seit 1978.

**Grossbritannien**

Das *reale Bruttoinlandprodukt* lag im zweiten Quartal um 2,6% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Gegenüber der Vorperiode schwächte sich das Wachstum deutlich ab, was in erster Linie auf den seit März anhaltenden Bergarbeiterstreik zurückgeführt werden dürfte. Die Lager wurden erneut abgebaut, und die Investitionstätigkeit verlor nach der kräftigen Zunahme im ersten Vierteljahr vor allem in der verarbeitenden Industrie wieder an Schwung. Dagegen nahm der private Verbrauch nach einem Rückgang zu Beginn des Jahres wieder zu. Die hohen Detailhandelsumsätze in den Sommermonaten deuten ferner auf eine kräftige Konsumnachfrage auch im dritten Quartal hin.

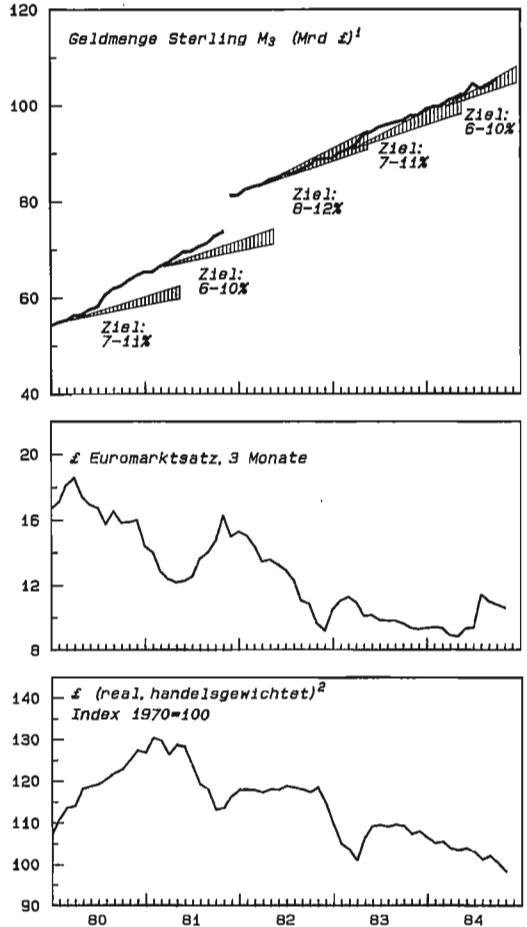
Trotz steigender Beschäftigung stieg die Zahl der Arbeitslosen im dritten Quartal. Im Oktober lag der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung bei 12,9%, gegenüber 12,5% im Januar.

Die Jahresteuersatzrate bildete sich nach dem Anstieg im August wieder zurück und lag im September bei 4,7%.

Teilweise durch Sondereinflüsse bedingt – Streik der Hafentarbeiter im Juni, Unterstellung der Einfuhren unter die Mehrwertsteuer auf Anfang November – stiegen die Importe auch im dritten Quartal stark an. Gleichzeitig führte der Arbeitskonflikt im Kohlebergbau zu einem Rückgang der Kohle- und Stahlimporte. Infolge des gestiegenen Handelsbilanzdefizits wies die Ertragsbilanz im dritten Quartal erneut einen Fehlbetrag auf. In den ersten neun Monaten belief er sich insgesamt auf 0,5 Mrd. Pfund gegenüber einem Überschuss von 3,7 Mrd. Pfund in der gleichen Vorjahresperiode.

Das Wachstum der *Geldmenge Sterling-M<sub>3</sub>* verlangsamte sich im dritten Quartal, und das Geld-

**Grafik 4: Grossbritannien**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

aggregat fiel wieder in den Zielbereich zurück. Die monetäre Basis (M<sub>0</sub>) entwickelte sich weiter zielkonform. Nach dem raschen Anstieg des Zinsniveaus im Juli fielen die Zinssätze am Euromarkt bis Ende Oktober wieder auf rund 10,5%.

**Frankreich**

Nachdem sich die Konjunktur in Frankreich um die Jahreswende belebt hatte, schwächte sie

sich im zweiten Quartal etwas ab. Das *reale Bruttoinlandprodukt* sank gegenüber der Vorperiode um 0,4%. Die Investitionstätigkeit nahm leicht zu, während der private Konsum zurückging.

Aufgrund der für das dritte Quartal verfügbaren Produktionsziffern dürfte das reale Bruttoinlandprodukt im dritten Quartal wiederum angestiegen sein. Auf eine weitere Besserung des Geschäftsklimas deuten zudem die Ergebnisse der im Herbst durchgeführten Umfrage in der Industrie hin. Günstige Produktionsaussichten wurden vor allem seitens der Investitionsgüterindustrie gemeldet.

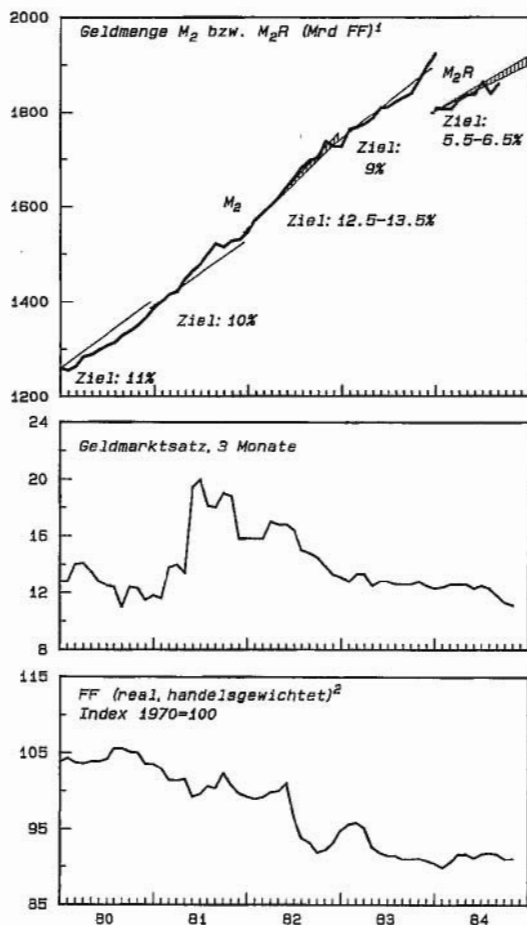
Trotz einer im Vergleich zum Vorjahr besseren Konjunkturlage hat sich die Situation am Arbeitsmarkt innert Jahresfrist verschlechtert. Infolge zunehmender Rationalisierung wurde vor allem in der Industrie die Beschäftigung abgebaut. Im dritten Quartal lag die Arbeitslosenrate bei 10,4%, gegenüber 8,9% in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die französische Regierung traf erneut eine Reihe von Arbeitsbeschaffungsmassnahmen, um insbesondere die Beschäftigungsaussichten der jugendlichen Arbeitslosen zu verbessern. Das erste, Ende 1982 in Kraft getretene Programm zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit war im Herbst 1983 nicht mehr erneuert worden, da die französische Regierung den Schwerpunkt auf die Inflationsbekämpfung setzte.

Die Jahresteuersatzrate schwächte sich in den Sommermonaten weiter ab; im September belief sie sich auf 7,1% (September 1983: 10,1%).

Das Defizit der Ertragsbilanz betrug in den ersten neun Monaten 1984 rund 5 Mrd. FF (nicht saisonbereinigt), nachdem es im entsprechenden Vorjahreszeitraum 37 Mrd. FF betragen hatte. Die Verbesserung geht in erster Linie auf den Rückgang des Handelsbilanzdefizits von 41 Mrd. FF in den ersten drei Quartalen 1983 auf 19 Mrd. FF zwischen Januar und September 1984 zurück.

Das Budget für das Jahr 1985 enthält ein *Haushaltdefizit* von 140 Mrd. FF, was rund 3% des Bruttoinlandprodukts entspricht. Während die

Grafik 5: 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

wirtschaftspolitischen Ziele – Verminderung des Defizits, weitere Reduktion der Teuerungsrate sowie ausgeglichener Aussenhandel – unverändert blieben, wurde der Charakter der Austeritätspolitik leicht modifiziert. Einerseits wurde die Sparpolitik des Staates verschärft – das Wachstum der Staatsausgaben liegt mit 6% unter dem prognostizierten Wachstum des nominellen Bruttoinlandprodukts – und andererseits eine Sen-

kung der Steuerbelastung beschlossen. So soll die Einkommenssteuer um 5% gekürzt, die einprozentige Sonderabgabe zur Sanierung der Sozialversicherung aufgehoben und die Gewerbesteuer gesenkt werden.

Der geldpolitische Kurs der *Banque de France* blieb auch in den Sommermonaten restriktiv. Im dritten Quartal bewegte sich die Geldmenge  $M_2R$  (Noten plus Sicht- und Terminguthaben der inländischen Nichtbanken) unterhalb des Zielpfades. Auf Jahresbasis hochgerechnet betrug das Geldmengenwachstum in den ersten acht Monaten rund 5%. Die markante Abschwächung des Geldmengenwachstums ergab sich in erster Linie aus der geringen Ausdehnung der inländischen Kreditnachfrage. Die Zinssätze bildeten sich sowohl im kurzfristigen als auch im langfristigen Bereich zurück. Ende Oktober lag das Zinsniveau am Interbankenmarkt bei 11,1%.

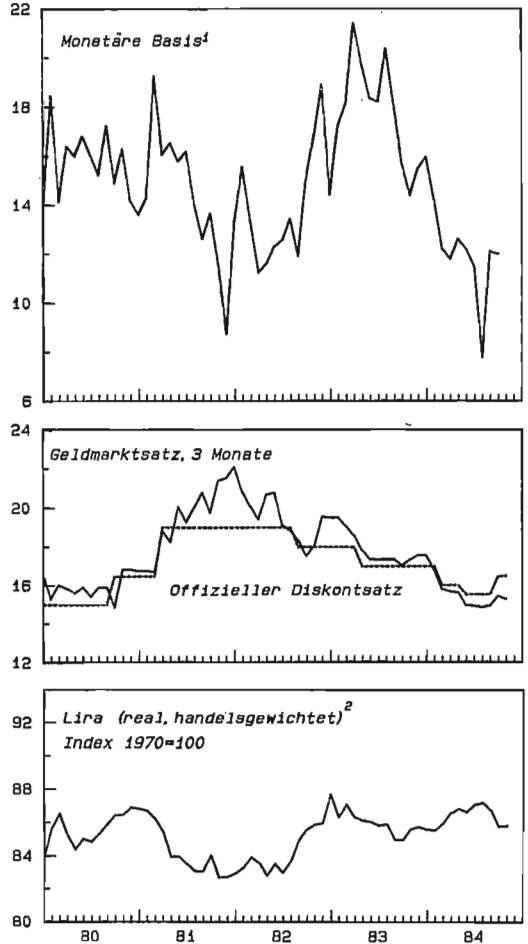
Gemäss Entscheidung des Finanzministeriums soll die Kreditrationierung auf den 1. Januar 1985 nach zwölfjähriger Dauer aufgehoben und durch ein flexibleres System ersetzt werden. Nach der neuen Regelung richtet sich die zulässige Kreditausdehnung nach dem Wachstum des Eigenkapitals und den langfristigen fremden Mitteln der Banken. Ein System von Mindestreserven mit abgestuften Sätzen soll dafür sorgen, dass sich die Kreditausweitung im Rahmen des geplanten Geldmengenwachstums bewegen wird. Wie bereits bei der Kreditbegrenzung wurden wiederum einzelne Kreditarten von der quantitativen Beschränkung ausgenommen.

Für das Jahr 1985 legten die französischen Währungsbehörden ein Geldmengenziel von 4 bis 6% für das Wachstum von  $M_2R$  fest. Die geplante Ausdehnung der Geldmenge liegt dabei unter dem prognostizierten Anstieg des nominellen Bruttoinlandsprodukts von etwas über 7%.

**Italien**

Die Lage der Wirtschaft hat sich in Italien im Laufe des Jahres 1984 verbessert. Im zweiten Quartal lag das *reale Bruttoinlandsprodukt* um 3,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert.

**Grafik 6: Italien**



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Banca d'Italia)  
<sup>2</sup> Quelle: OECD

Die konjunkturellen Impulse kamen in erster Linie von den Exporten, während der private Konsum nur wenig zunahm, und die Investitionen stagnierten. In den ersten neun Monaten lag die Industrieproduktion um 3,8% über dem entsprechenden Vorjahreswert, und die Auslastung der Kapazitäten verbesserte sich.

Infolge der stark gestiegenen Exporte sowie des etwas geringeren Importwachstums bildete sich das Handelsbilanzdefizit im dritten Quartal zurück. In den ersten neun Monaten lag es mit rund



13 000 Mrd. Lire jedoch etwas höher als im gleichen Vorjahreszeitraum.

Die Jahresteuerrate schwächte sich weiter ab und betrug im Oktober noch 9,1%.

Die konjunkturelle Erholung führte im ersten Halbjahr zu einer leichten Abnahme der Zahl der Arbeitslosen, und der Anteil der Arbeitslosen an der Erwerbsbevölkerung sank auf 10,4% im Juli.

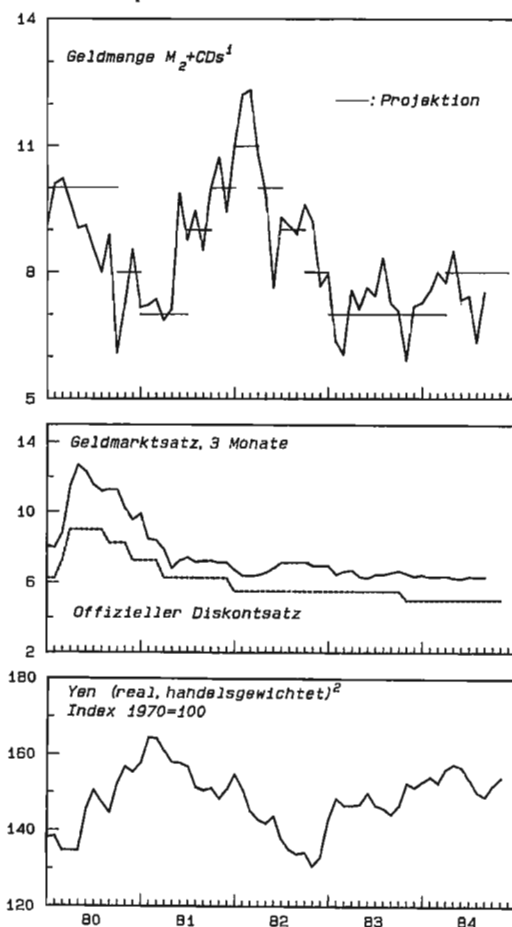
Im *Haushaltentwurf* für das Jahr 1985 sieht die italienische Regierung ein Defizit in der Höhe von 96 400 Mrd. Lire vor; dies entspricht annähernd dem für das Jahr 1984 geschätzten Staatsdefizit. Der Anteil des Fehlbetrags am Bruttoinlandprodukt dürfte sich 1985 leicht auf 15% verringern. Das Budget enthält eine Reihe von Massnahmen zur Erhöhung der Einnahmen. Ferner werden eine Stabilisierung der Löhne und Gehälter der Staatsangestellten sowie Einsparungen bei den Sozialausgaben angestrebt.

Die monetäre Basis lag im dritten Quartal um durchschnittlich 10,7% über dem entsprechenden Vorjahreswert, womit sich das Geldmengenwachstum weiter abgeschwächt hat. Angesichts des unerwartet hohen Kreditwachstums verschärfte die *Banca d'Italia* den geldpolitischen Kurs, indem sie Anfang September den Diskontsatz um einen Prozentpunkt auf 16,5% erhöhte. Die Rendite der Dreimonats-Schatzwechsel erhöhte sich in der Folge von 14,9% im August auf 15,6% Mitte September, bildete sich aber bis Mitte Oktober wieder geringfügig zurück.

## Japan

Der vorwiegend vom Export getragene Aufschwung setzte sich im Sommerhalbjahr fort. Im zweiten Quartal stieg das *reale Bruttosozialprodukt* mit einer Jahresrate von 6,7% und übertraf damit das entsprechende Vorjahresniveau um 5,8%. In den Sommermonaten verlangsamte sich das Wachstum der Industrieproduktion, was zusammen mit dem flacheren Verlauf der vorlaufenden Indikatoren auf eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums in der zweiten Jahreshälfte hindeutet.

**Grafik 7: Japan**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Die konjunkturelle Erholung griff im zweiten Quartal auch auf die Binnennachfrage über, wobei die Impulse weniger vom privaten Konsum als vielmehr von den kräftigen Ausrüstungsinvestitionen ausgingen. Ferner zeichnete sich im ersten Halbjahr eine gesteigerte Wohnbautätigkeit ab.

Die kräftigere Binnennachfrage widerspiegelte sich im dritten Quartal in einem hohen Importwachstum. Da jedoch gleichzeitig auch die Aus-

führen stark zunahm, wies die japanische Ertragsbilanz erneut einen hohen Überschuss auf. Er belief sich auf 8,9 Mrd. Dollar, gegenüber 6,3 Mrd. Dollar im entsprechenden Vorjahreszeitraum.

Der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung stieg im dritten Quartal leicht auf 2,8%. Die Jahresteuerrate blieb mit 2,3% unverändert.

Die Geldmenge  $M_2$  lag im Juli und August um 7,7% über dem entsprechenden Vorjahreswert; das Wachstum entsprach damit annähernd dem von der *Bank of Japan* für das dritte Quartal festgelegten Ziel von 8%. Die Geldmarktsätze bewegten sich unverändert bei knapp 6%.

## Tabellen 2.1–2.4: Internationale Konjunkturentwicklung

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

	1981	1982	1983a)	1983a)			1984a)			
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	1,9	-1,9	3,8	0,3	2,4	4,4	6,2	8,1	7,6	6,2
BRD	-0,2	-1,1	1,3	-0,3	1,1	1,3	2,8	3,9	0,5	3,0
Grossbritannien b)	-1,3	2,1	3,3	2,8	2,3	3,8	4,1	3,5	2,6	-
Frankreich b)	0,4	2,1	0,9	0,8	0,6	0,9	0,6	1,9	1,2	-
Italien b)	0,1	-0,3	-1,4	-3,4	-3,7	-0,4	1,1	1,4	3,5	-
Japan	3,8	2,9	3,0	2,9	2,6	3,2	3,6	5,3	5,5	-
Schweiz b)	1,9	-1,7	1,0	-1,4	-0,7	0,3	1,4	2,8	1,5	-

a) provisorisch b) BIP

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

	1981	1982	1983	1984						
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	10,4	6,2	3,2	4,5	4,2	4,2	4,1	4,2	4,2	4,1
BRD	5,9	5,3	3,0	3,1	2,9	1,8	2,2	1,7	1,5	2,1
Grossbritannien	11,9	8,6	4,6	5,2	5,1	4,8	4,5	5,0	4,7	5,0
Frankreich	13,4	11,8	9,6	8,8	7,8	7,3	7,5	7,4	7,1	6,9
Italien	18,7	16,3	15,0	12,2	11,1	10,3	10,5	10,5	9,8	9,1
Japan	4,9	2,7	1,9	2,4	2,1	2,3	2,6	1,9	2,3	2,2
Schweiz	6,5	5,6	2,9	3,0	3,0	2,8	2,8	2,9	2,7	3,1

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

	1981	1982	1983	1984						
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.a)
USA	8,1	9,7	9,6	7,9	7,5	7,5	7,5	7,5	7,4	7,4
BRD	5,2	7,7	9,2	9,0	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3	9,2
Grossbritannien b)	9,9	11,5	12,3	12,5	12,6	12,9	12,9	12,8	12,9	12,9
Frankreich b, d)	7,9	8,9	8,9	9,6	10,1	10,4	10,3	10,4	10,4	10,4
Italien b)	8,4	9,1	9,9	11,0c)	11,0c)	10,4c)	-	-	-	-
Japan	2,2	2,4	2,7	2,7	2,7	2,3	2,8	2,8	2,8	-
Schweiz	0,2	0,4	0,9	0,9	1,1	1,1	1,2	1,3	1,2	1,1

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

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

	1981	1982	1983a)	1983a)			1984a)			
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	4,6	-11,2	-41,6	-2,9	-9,7	-12,0	-17,2	-19,7	-24,4	-
BRD	-7,4	3,3	3,3	2,3	0,7	0,0	0,7	0,8	-0,2	1,6
Grossbritannien	11,7	8,3	4,4	2,4	-0,1	1,4	0,7	0,7	-0,4	-0,8
Frankreich	-4,5	-11,6	-3,5	-3,4	-1,0	0,3	0,3	-1,3b)	0,1b)	0,5b)
Italien	-7,7	-5,5	0	-	-	-	-	-	-	-
Japan	4,7	6,8	21,0	1,4	6,3	6,9	6,2	4,8	9,8	8,9
Schweiz	2,8	3,7	2,8	0,9b)	0,5b)	0,6b)	0,9b)	0,9b)	0,9b)	0,7b)

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

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

### 1. Überblick

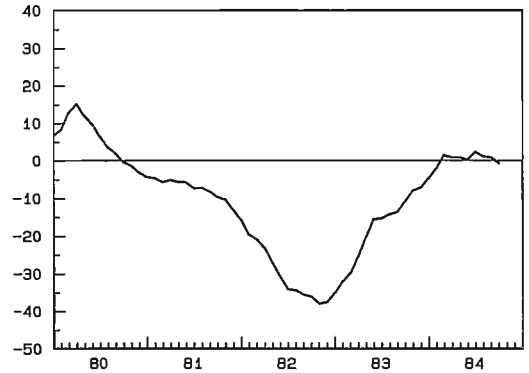
Die Schweiz erfreut sich, ähnlich wie die anderen westeuropäischen OECD-Staaten, eines mässigen Wirtschaftswachstums. Aufgrund des Anstiegs der vorlaufenden Konjunkturindikatoren ist zu erwarten, dass diese Entwicklung auch in den kommenden Monaten anhalten wird. Nach Meinung der meisten Konjunkturbeobachter ist für das Jahr 1984 mit einem Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts von rund 2½% zu rechnen. Auf das beschleunigte Wachstum zu Beginn des Jahres folgte eine Stagnation im zweiten Vierteljahr, die im Sommer wieder in ein mässiges Wachstum überging. Im dritten Quartal dürfte das reale Bruttoinlandprodukt saisonbereinigt wieder zugenommen haben. Der Konjunkturverlauf widerspiegelt im grossen und ganzen die Entwicklung der Exporte, die im zweiten Quartal unverändert blieben, hernach jedoch wieder deutlich anstiegen. Die Investitionstätigkeit belebte sich im dritten Quartal nach einer Abschwächung in der Vorperiode ebenfalls wieder. Vom Konsum gingen in den ersten neun Monaten mehr oder weniger kontinuierliche, aber mässige Wachstumsimpulse aus.

Die Beschäftigung, die um die Jahresmitte den unteren Wendepunkt erreicht haben dürfte, stabilisierte sich im dritten Quartal saisonbereinigt, lag aber noch leicht unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Zahl der Arbeitslosen bildete sich nach dem Anstieg im ersten Halbjahr zurück. Weit stärker noch verminderte sich die Zahl der Kurzarbeiter, die im dritten Quartal auf den tiefsten Stand seit Mitte 1981 fiel.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge bewegte sich im dritten Quartal entlang dem vorgesehenen Zielpfad. Im Durchschnitt der vier Monate Juli bis Oktober lag sie um 2,9% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Geldmarktsätze stiegen im dritten Quartal an und entsprachen Anfang Oktober ungefähr den Zinssätzen am Kapitalmarkt.

Die Teuerung hat sich nicht wesentlich beschleunigt. In den Monaten Mai bis September bewegte

Grafik 8: Geschäftsgang in der Industrie<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Geglättet

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

sich die Jahresteuersatzrate unter 3%, im Oktober etwas darüber. Der hohe Dollarkurs wirkte sich im dritten Quartal kaum auf die Konsumentenpreise aus.

Der Schweizerfranken wurde im dritten Quartal gegenüber den meisten wichtigen Währungen mit Ausnahme des Dollars zu steigenden Kursen gehandelt. Sein exportgewichteter Aussenwert lag jedoch sowohl real als auch nominal unter dem entsprechenden Vorjahresstand.

### 2. Der realwirtschaftliche Bereich

#### **Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion**

In der Schweiz hat die Konjunkturerholung im dritten Quartal nach einer vorübergehenden Verlangsamung wieder an Schwung gewonnen. Zu dieser Entwicklung trugen vor allem die Exporte bei, die im zweiten Quartal nahezu stagniert hatten, danach jedoch erneut spürbar anstiegen. Im Vergleich zu früheren Konjunkturaufschwüngen dürfte das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts mit rund 2½% im laufenden Jahr mässig ausfallen.

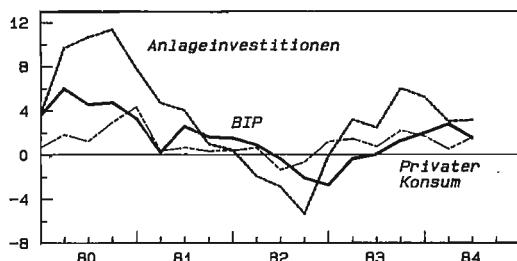
Das Wachstumstempo wird auch weiterhin gemächlich sein. Daraufhin weisen sowohl die Verflachungstendenz beim Indikator «Geschäftsgang in der Industrie» als auch die nur noch

geringe Steigerung der Bestellungen in der Industrie im dritten Quartal. Vor allem die auf den Binnenmarkt ausgerichteten Unternehmungen rechnen nur vereinzelt mit einem kräftiger werdenden Aufschwung. Die Exportindustrie, die im zweiten Quartal vorübergehend eine deutliche Verschlechterung des Geschäftsgangs erfahren hatte, gab im dritten Quartal wieder bessere Resultate bekannt. Die günstigsten Meldungen kamen aus der Chemie, der Metall-, Papier- sowie aus der Kunststoff- und Gummiindustrie. Trotz deutlicher Verbesserung verzeichneten immer noch einige Bereiche der Maschinenindustrie einen unbefriedigenden Geschäftsgang. In der Bekleidungs- und Uhrenindustrie hat er sich in den letzten Monaten eher verschlechtert.

Der Bestellungseingang in der Industrie nahm im dritten Quartal verlangsamt zu. Dies gilt vor allem für die Exportindustrie, deren Auftragseingang allerdings im Oktober stark anzog. Die Industrie rechnet mit einem höheren Auftragseingang in den nächsten drei Monaten.

Die Industrieproduktion wurde im dritten Quartal ausgeweitet, wenn auch nicht mehr so stark wie zu Beginn des Jahres. Die Auslastung der technischen Kapazitäten stieg auf rund 84% und erreichte damit wieder das Niveau von Ende 1981. Für die kommenden Monate plant die Mehrheit der Unternehmer eine weitere Steigerung des Ausstosses. Der Auftragsbestand verbesserte sich insgesamt kaum mehr; in den stark exportorientierten Unternehmungen bildete er sich jüngst sogar etwas zurück.

**Grafik 9: Reales Bruttoinlandprodukt<sup>1</sup>**



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

Quelle: Bundesamt für Statistik

Die Ertragslage in der Industrie hat sich laut Umfrage der Konjunkturforschungsstelle (KOF) an der ETH insgesamt noch nicht namhaft gebessert. Den mehrheitlich günstigen Meldungen vom zweiten Quartal folgte im dritten Quartal wieder eine leichte Verschlechterung der Ertragslage. Die personellen und technischen Kapazitäten werden insgesamt immer noch als zu hoch erachtet.

### **Privater Konsum**

Der private Konsum von Gütern und Dienstleistungen hat auch im dritten Quartal weiter zugenommen. Gemäss Testergebnis des KOF bezeichnete die Mehrheit der befragten Detailhändler die Umsatzentwicklung als gut. Besonders rege war die Nachfrage nach Nahrungs- und Genussmitteln, während die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter gering blieben. Allerdings erwarten die an der Umfrage beteiligten Unternehmer in den nächsten Monaten auch in diesem Bereich höhere Umsätze. Darauf deutet nicht zuletzt auch der kräftige Anstieg des Imports von dauerhaften Konsumgütern in den letzten Monaten hin.

Die Zahl der Logiernächte in den Hotelbetrieben war in der Periode Mai bis August gleich hoch wie im Vorjahr. Als Folge der verbesserten Konjunkturlage im Ausland sowie des insbesondere gegenüber dem Dollar tieferen Frankenkurses nahmen die Hotelübernachtungen ausländischer Gäste leicht zu. Die Frequenz inländischer Touristen lag etwas unter dem entsprechenden Vorjahresniveau.

### **Investitionen**

Gemäss Nationaler Buchhaltung entwickelte sich die Investitionstätigkeit im zweiten Quartal 1984 preisbereinigt uneinheitlich. Während sich das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen beschleunigte, ging die Bautätigkeit saisonbereinigt nochmals zurück.

Der Grund für den Rückgang der Bautätigkeit im ersten Halbjahr 1984 liegt in den geschrumpften Bauinvestitionen von Industrie und Gewerbe. Der Wohnungsbau dagegen zog bereits im An-

**Tabelle 3: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)**

	1980	1981	1982	1983	1983			1984			
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	
Import von Investitionsgütern, real	19,0	0,2	- 5,8	7,0	7,0	6,3	10,2	8,1	- 1,9	2,9	2.
Baubewilligte Wohnungen In 96 Städten	1,7	- 5,9	- 3,6	10,8	5,8	23,0	- 2,4	2)	2)	2)	
Neuerstellte Wohnungen In 96 Städten	- 1,3	6,3	6,7	- 4,1	- 16,7	16,6	- 3,2	2)	2)	2)	
Geplante Industrielle Bauten (Raumvolumen) <sup>1</sup>	67,1	- 29,6	- 22,5	23,6	- 10,5	44,1	58,5	- 4,7	- 20,9	- 3,8	
Neubewilligte Baukredite (71 Banken)	23,0	- 5,3	- 6,5	19,4	14,9	24,0	22,1	3,6	9,8	3,9	

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

<sup>2</sup> Nicht verfügbar

Quellen: Die Volkswirtschaft; Monatsbericht SNB

fangsstadium des Konjunkturaufschwungs an und steigt zur Zeit weiter. Die Nachfrage nach Bauleistungen insgesamt dürfte im dritten Quartal zugenommen haben. Aufgrund der Entwicklung der neubeanspruchten Baukredite und der hohen Importe von Ausrüstungsgütern darf mit einer gewissen Belebung bei den industriellen Bauten gerechnet werden. Gemäss der Entwicklung bei den neubeanspruchten Baukrediten – ein mitlaufender Indikator für die Produktion im Baugewerbe – lagen die Wohnbauinvestitionen im dritten Quartal nominell um 10% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Für das ganze Jahr ist gemäss einer Umfrage des Bundesamtes für Konjunkturfragen mit einer nominellen Steigerung des Wohnbaus um ebenfalls 10% zu rechnen.

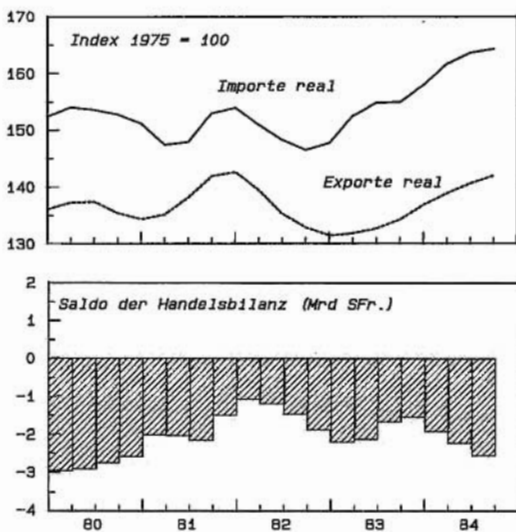
Zieht man die Investitionsgütereinfuhren als Indikator für die Investitionstätigkeit heran, so nahmen die Ausrüstungsinvestitionen im dritten Quartal weiter zu. Im Vordergrund stehen vor allem weitere Rationalisierungs- und Ersatzinvestitionen, während Kapazitätsausweitungen die Ausnahme bilden.

Erwartungsgemäss wurden die Lager an Fertigprodukten im dritten Quartal nochmals abgebaut, da die Nachfrage wesentlich stärker stieg als die Produktion. Hingegen wurden die Lager an Rohstoffen und Halbfabrikaten etwas aufgestockt, weil die Unternehmer eine weitere Zunahme des Bestellungseingangs erwarteten.

### **Aussenhandel**

Die *Exporte*, die in der Vorperiode praktisch stagniert hatten, nahmen im dritten Quartal stark zu. Sowohl die nominellen wie auch die realen saisonbereinigten Ausfuhren verzeichneten gegenüber dem Vorquartal Zuwachsraten, wie sie seit längerer Zeit nicht mehr erreicht worden waren. Der anhaltende wirtschaftliche Aufschwung in den OECD-Ländern und die tendenzielle Tieferbewertung des Schweizerfrankens trugen zur günstigen Entwicklung bei. Dabei stiegen vor allem die Ausfuhren nach den ausser-europäischen OECD-Ländern. In den ersten neun Monaten lagen sie nominell um 30% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Vereinigten Staaten, Japan und Australien erhöhten in der Vergleichsperiode ihre Einfuhren aus der Schweiz um beinahe einen Drittel. Die schweizerischen Exporte nach den Entwicklungsländern veränderten sich dagegen kaum (+1%), während die Lieferungen in die OPEC-Länder sogar abnahmen (- 6%).

Die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten stiegen in den ersten neun Monaten gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode nominell und real um rund 17% bzw. 10%. Zu diesem überdurchschnittlich hohen Wachstum trugen fast alle Produktgruppen bei. Der reale Anstieg der Konsumgüterexporte fiel mit 6% etwas geringer aus, während die Lieferungen von Investitionsgütern ins Ausland lediglich um et-

**Grafik 10: Aussenhandel<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

was über 2% zunahm. Innerhalb dieses Sektors verlief die Entwicklung unterschiedlich. Nach Branchen aufgliedert konnten alle Hauptindustrien in den ersten neun Monaten ihre Ausfuhren sowohl nominell wie auch real erhöhen. Das Exportvolumen der Textil- und Bekleidungsindustrie vergrösserte sich gegenüber der Vorjahresperiode mit 8% am stärksten, während die Metallindustrie nur eine Zunahme von knapp 3% verzeichnete.

Das *Importvolumen* nahm im dritten Quartal saisonbereinigt weniger stark zu als das Exportvolumen. Da die Importpreise jedoch deutlich stärker stiegen als die Exportpreise, lag das Defizit der Handelsbilanz mit 2,4 Mrd. Franken über dem entsprechenden Vorjahreswert.

Infolge der Höherbewertung des Dollars änderte sich die Struktur der Importe nach Herkunftsländern. In den ersten neun Monaten nahmen die Einfuhren aus den OECD-Ländern Europas gegenüber der Vorjahresperiode nominell um 16% zu. Demgegenüber wurde aus den aussereuropäischen Industrieländern um 2% weniger importiert: Die Lieferungen aus Kanada gingen

wertmässig um 11% und diejenigen aus den Vereinigten Staaten um 7% zurück. Die Importe aus den Entwicklungs- und Schwellenländern nahmen in der gleichen Periode (ohne OPEC-Staaten) wertmässig um einen Viertel zu.

Die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Konsumgütern wiesen in den ersten neun Monaten im Vorjahresvergleich ein überdurchschnittlich hohes Wachstum auf. Besonders stark stiegen die Einfuhren von dauerhaften Konsumgütern.

Der Überschuss der *Ertragsbilanz* schwächte sich im dritten Quartal von 2,2 Mrd. Franken im Vorquartal auf 1,7 Mrd. Franken ab. Dabei wurden das grössere Defizit im Warenverkehr, die Verringerung des Dienstleistungsbilanzüberschusses sowie die höheren Überweisungen ins Ausland teilweise durch die gestiegenen Kapitalerträge kompensiert.

### **Beschäftigung und Arbeitsmarkt**

Im dritten Quartal 1984 blieb der Index der Beschäftigung gegenüber dem Vorquartal (saisonbereinigt) praktisch unverändert, während er sich gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode nochmals geringfügig zurückbildete. In der Industrie lag er um 0,5% und in der Bauindustrie um 1,4% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Im Dienstleistungssektor dagegen übertraf er den Vorjahresstand um 0,4%. Eine Verbesserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt widerspiegelte sich in der Zunahme der offenen Vollzeitstellen und im Rückgang der Zahl der Arbeitslosen. Im Quartalsdurchschnitt lag die Arbeitslosenzahl dennoch um rund 2000 über dem Mittel des Jahres 1983. Der Anteil der Arbeitslosen an der Erwerbsbevölkerung fiel im September zum ersten Mal in diesem Jahr unter die Ein-Prozent-Grenze.

Der gleichzeitig mit der Einführung des Bundesgesetzes über die obligatorische Arbeitslosenversicherung und die Insolvenz-Entsündigung (AVIG) zu Beginn des Jahres 1984 eingeleitete Trend zur Reduktion der Kurzarbeit setzte sich in den Sommermonaten fort. Die Zahl der Kurz-

**Tabelle 4: Beschäftigung und Arbeitsmarkt**  
(Nicht saisonbereinigt)

	1980	1981	1982	1983	1984						
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
Index der Beschäftigten <sup>1</sup>	2,0	1,0	- 1,1 <sup>2</sup>	- 1,3	- 1,0	- 0,5	- 0,1	-	-	-	-
Arbeitslosenquote <sup>3,4</sup>	0,2	0,2	0,4	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0
Ganzarbeitslose <sup>4</sup>	6 255	5 889	13 220	26 288	34 183	32 424	29 651	30 488	29 549	28 916	29 562
Kurzarbeiter <sup>4</sup>	2 128	5 704	36 611	48 930	23 061	14 067	2 723	2 370	2 198	3 591	5 396
Offene Vollzeitstellen <sup>4</sup>	12 312	11 876	6 352	5 591	5 470	6 462	6 829	6 574	6 894	7 018	6 468

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

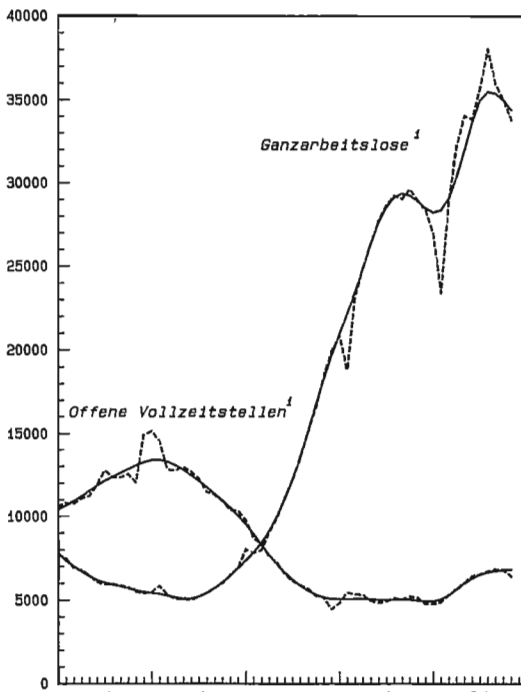
<sup>2</sup> Nach Korrektur der Verschiebung des Erhebungsmonats im Bauhauptgewerbe vom 2. auf den 3. Monat des Quartals

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

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

Quelle: Die Volkswirtschaft

**Grafik 11: Arbeitsmarkt**



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

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

arbeiter sank von rund 25 000 am Anfang des Jahres auf rund 2700 im Durchschnitt des dritten Quartals.

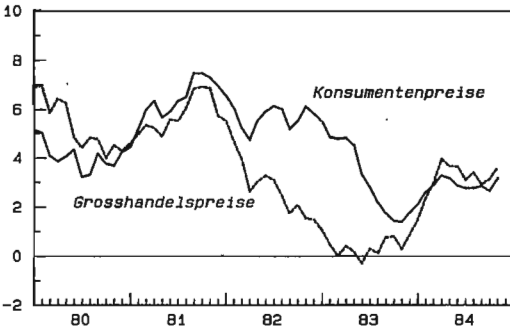
### Preise und Löhne

Im dritten Quartal 1984 lag die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahresteuierung mit durchschnittlich 2,8% leicht tiefer als in den beiden vorangegangenen Quartalen. Im Vorjahresvergleich fiel sie hingegen um einen Prozentpunkt höher aus, wobei zu berücksichtigen ist, dass die Teuerungsrate im dritten Quartal 1983 auf den tiefsten Stand seit 1978 gesunken war. Im Oktober und November belief sich die Teuerung auf 3,1 bzw. 3%.

Die Preiserhöhungen bei den im Inland produzierten Gütern und Dienstleistungen (+3,2%) übertrafen im dritten Quartal jene der importierten Güter (+1,8%) deutlich. Überdurchschnittliche Teuerungsrate wiesen die Bedarfsgruppen Bekleidung, Verkehr, Heizung und Beleuchtung sowie Nahrungsmittel auf, letztere Gruppe bereits seit Jahresbeginn. Die Teuerung bei den Dienstleistungen lag etwas über derjenigen der Waren.

Auf der Grosshandelsstufe fiel die Preissteigerung von Juli bis September im Vorjahresvergleich mit durchschnittlich 3,1% etwas höher aus als auf Konsumentenstufe. Bei den landwirtschaftlichen Produkten waren auch im dritten Quartal wieder überdurchschnittliche Preissteigerungen zu verzeichnen. Der entsprechende Unterindex lag im Mittel um 5,5% über dem Vorjahresniveau. Während der Preisanstieg der Rohstoffe und Halbfabrikate 3,6% erreichte, stie-



**Grafik 12: Preisentwicklung<sup>1</sup>**

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

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

gen die Grosshandelspreise für Konsumgüter lediglich um 2,6%. Dabei waren im Engroshandel die Importwaren (+3,9%) im dritten Quartal einem stärkeren Preisauftrieb ausgesetzt als die Inlandprodukte (+2,9%).

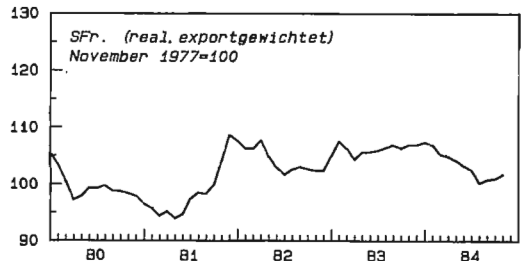
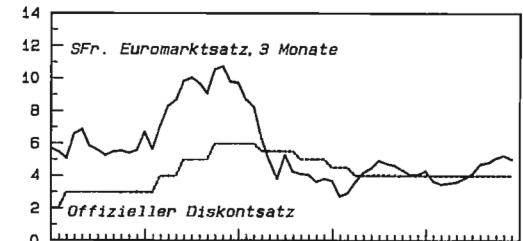
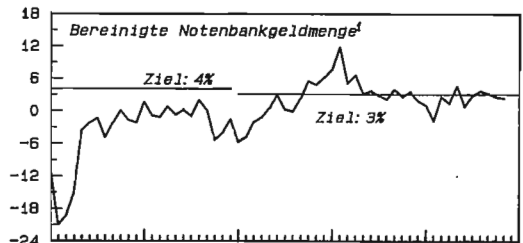
Für die Löhne des Betriebspersonals in Industrie, Handwerk und Baugewerbe berechnete das Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit im dritten Quartal einen Anstieg gegenüber dem Vorjahresquartal von 2,1%. Da in der gleichen Periode der Landesindex der Konsumentenpreise um 2,8% anstieg, ergab sich in dieser Zeitspanne eine Reallohneinbusse von 0,7%.

### 3. Der monetäre Bereich

#### Die Entwicklung der Geldaggregate

Die bereinigte Notenbankgeldmenge stieg in den Monaten Juli bis Oktober etwas langsamer, als ursprünglich vorgesehen war. Das Wachstum des saisonbereinigten Notenumlaufs entsprach im Durchschnitt der ersten neun Monate den Erwartungen der Nationalbank. Unter Berücksichtigung der bisherigen Entwicklung dürfte sich der Zuwachs der bereinigten Notenbankgeldmenge im Jahresmittel auf ungefähr 2,5% belaufen.

Die Geldmengenaggregate  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  lagen im dritten Quartal um 3,4%, 8,4% und 7,3% höher als im entsprechenden Vorjahreszeitraum und erreichten durchschnittliche Bestände von 61 Mrd., 129 Mrd. und 262 Mrd. Franken. Infolge der Zinserhöhung und des Dollarkursanstiegs nahmen die Termin- und Fremdwährungsguthaben der Inländer (Quasi-Geld) weiter zu. Im September lagen sie um 17% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Der Zuwachs erfolgte dabei zum Teil durch eine Umschichtung von Sicht- und Spareinlagen in Termindispositen, was sich in einer Abschwächung des Wachstums der Geldmenge  $M_1$  und der Spargeldeinlagen widerspiegelt.

**Grafik 13: Schweiz**

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

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

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Ultimo- kredite <sup>1</sup>	BNBGM <sup>1,3</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>
1980	21 740	3,3	7342	-22,3	933	28 149	- 7,0
1981	21 912	0,8	6742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	1,8	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,0	7549	6,5	593	29 730	3,6
1983 3. Q.	22 493	2,6	7321	3,8	510	29 305	2,6
1983 4. Q.	23 086	1,1	8006	5,5	710	30 382	2,0
1984 1. Q.	23 019	0,8	7829	2,6	464	30 384	1,1
1984 2. Q.	23 104	1,8	7468	5,9	512	30 060	3,0
1984 3. Q.	23 130	2,8	7632	4,3	614	30 148	2,9
1984 Juli	23 245	2,6	7521	7,2	716	30 050	3,3
1984 August	23 056	3,0	7624	3,9	595	30 085	2,6
1984 Sept.	23 088	2,8	7752	1,9	530	30 310	2,8
1984 Okt.	23 135	3,0	7852	0,7	525	30 462	2,7
1984 Nov.	23 236	2,9	8062	7,8	529	30 769	3,2

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

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

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

**Tabelle 6: Geldmengengagggregate<sup>1</sup>**

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1980	- 9,0	17,6	6,5
1981	- 3,6	13,1	5,3
1982	3,0	4,0	3,5
1983	7,5	- 3,4	6,7
1983 2. Q.	8,7	- 4,4	7,7
1983 3. Q.	5,4	- 1,5	7,7
1983 4. Q.	2,2	- 1,1	6,0
1984 1. Q.	1,5	4,8	7,0
1984 2. Q.	3,0	6,6	6,6
1984 3. Q.	3,4	8,4	7,3
1984 Juli	4,9	7,7	7,1
1984 Aug.	3,4	8,0	7,1
1984 Sept.	1,9	9,4	7,7
1984 Okt.	2,0	12,5	8,9

<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsdaten.

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

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + Quasi-Geld (Termineinlagen und inländische Sichteinlagen in fremder Währung)

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

## Finanzmärkte

### Geldmarkt

Gemessen an den Giroguthaben von Banken, Handel und Industrie betrug die Marktliquidität im Durchschnitt des dritten Quartals 1984 7,6 Mrd.

Franken und lag damit deutlich höher als vor Jahresfrist (+4,3%). An den Monatsenden übertrafen die Giroguthaben ihr entsprechendes Vorjahresniveau ebenfalls um etwa 4,5%. Die Nationalbank stellte die Ultimoliquiditat hauptsächlich über den traditionellen Notenbankkredit zur Verfügung und erneuerte auslaufende Swapkredite nur teilweise.

Trotz der höheren Marktliquidität stiegen die Geldmarktzinsen im dritten Quartal erneut an. Die teilweise sehr hohen Sätze für Ultimogeld beeinflussten auch die längerfristigen Geldmarktsätze. Der Anstieg des Zinsniveaus widerspiegelte vor allem den inländischen Konjunkturaufschwung.

Der Zinssatz für dreimonatige Eurofranken stieg zwischen August und Oktober von durchschnittlich 4¾% auf 5¼% und stabilisierte sich im November. Die Differenz zu den Dollarzinsen, die sich im Vorquartal ausgeweitet hatte, wurde damit tendenziell kleiner, während der Unterschied zu den D-Mark-Zinsen zeitweise ganz verschwand. In den Monaten Juli, September und November passten die Grossbanken ihre Vergütungen auf Festgeldern in vier Schritten an die Entwicklung am Eurofrankenmarkt an. Die Sätze wurden je nach Laufzeit um ¾ bis 1½ Prozentpunkte heraufgesetzt und dann einheitlich um ¼ Prozentpunkt reduziert, so dass der ab Anfang

**Tabelle 7: Veränderung von wichtigen Fremdwährungskursen des Schweizer Frankens<sup>1</sup>**

	August 1984 – November 1984 <sup>2</sup>		3. Quartal 1983 – 3. Quartal 1984 <sup>3</sup>	
	nominal	real	nominal	real
US-\$	- 0,6	- 1,0	-12,0	-13,2
Yen	- 0,4	- 1,2	-11,7	-11,6
D-Mark	+ 0,5	+ 0,6	- 2,9	- 3,1
fFr.	+ 0,5	+ 0,1	- 1,1	- 5,4
£	+ 1,2	+ 0,8	+ 2,4	+ 0,7
Lit.	+ 0,8	+ 0,2	+ 0,4	- 5,7

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

<sup>2</sup> Durchschnittliche monatliche Veränderung in Prozent

<sup>3</sup> Durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent

November für sämtliche Laufzeiten geltende Satz 4½% betrug. Die Rendite der Geldmarkt-Buchforderungen des Bundes lag in der Regel etwas unter den Festgeldsätzen.

### Devisenmarkt

Der Frankenkurs des amerikanischen Dollars setzte im Laufe der Monate Juli bis Oktober seinen Aufwärtstrend fort und erreichte Mitte Oktober die höchste Notierung seit Mitte März 1976. Danach bildete er sich leicht zurück. Die D-Mark schwankte gegenüber dem Schweizerfranken zwischen 81 und 85 Rappen.

Im dritten Quartal stieg der reale Wechselkurs des Schweizer Frankens gegenüber den meisten wichtigen Währungen; eine Ausnahme bildeten der Dollar und der japanische Yen. Der mit den Ausfuhranteilen in die 15 wichtigsten Handelsländer gewichtete Index des realen Wechselkurses des Schweizer Frankens lag im dritten Quartal nominell um 4,8% und real um 5,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand.

### Kapitalmarkt

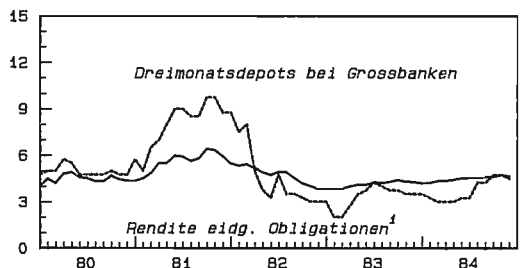
Die Obligationenrenditen am Sekundärmarkt zogen zwischen Juli und Oktober an. Wie üblich in einem Konjunkturaufschwung fiel der Anstieg allerdings weniger ausgeprägt als bei den Geld-

marktzinsen aus, so dass die Zinsdifferenz zwischen lang- und kurzfristigen Anlagen weitgehend verschwand. Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen (unter Berücksichtigung der Kündbarkeit berechnet) schwankte im dritten Quartal zwischen 4,5% und 4,7% und lag damit um durchschnittlich 1/10 Prozentpunkt über dem Niveau des Vorquartals. Im Oktober stieg sie erneut an und erreichte vorübergehend 4,8%.

Nachdem die Grossbanken Mitte September erneut ihre Festgeldsätze erhöht hatten, setzten die meisten Banken im Laufe des Monats Oktober ihre Zinssätze auf Kassenobligationen um 1/4 bis 1/2 Prozentpunkt herauf. Nur einen Monat später wurde diese Satzerhöhung zum Teil wieder rückgängig gemacht. Die Banken reagierten damit auf den seit Mitte Oktober anhaltenden Rückgang der Renditen am Obligationenmarkt. Einige Institute haben das Laufzeitenspektrum erweitert, indem sie neben den 3- bis 8jährigen Titeln nun auch 2jährige ausgeben (vgl. geld- und währungspolitische Chronik).

Die Neubeanspruchung des Kapitalmarkts durch Anleihen inländischer Schuldner betrug im dritten Quartal 1,9 Mrd. Franken (1.–3. Quartal 1984: 5,4 Mrd.). Sie erreichte damit nicht ganz das Niveau des Vorjahresquartals, als sich die Neubeanspruchung auf 2,1 Mrd. Franken belief (1.–3. Quartal 1983: 7,0 Mrd.). Auch im letzten Quartal des Jahres ist, nimmt man die Ankündigungen zum Nennwert, mit einer im Vergleich

**Grafik 14: Zinsentwicklung in der Schweiz**



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

zum Vorjahr niedrigeren Neubeanspruchung zu rechnen.

Die aufgelegten Anleihen inländischer Schuldner wurden im allgemeinen gut gezeichnet, doch lagen die ersten vorbörslichen Kurse, ausser bei den Optionsanleihen, in der Regel etwas unter den Emissionspreisen. Im Zeitraum von August bis Oktober emitierte der Bund eine einzige Anleihe, die auf einen Betrag von 230 Mio. Franken lautete und mit einem Coupon von 4¾% ausgestattet war. Aufgrund der eingegangenen Offerten wurde ein Ausgabepreis von 99,8% festgelegt, was bei einer Laufzeit von 12 Jahren eine Rendite von 4,77% ergab. Eine zweite Anleihe, deren Emission ursprünglich für den Monat Oktober vorgesehen war, wurde zurückgezogen.

### Kapitalexport

Im dritten Quartal 1984 bewilligte die Nationalbank Kapitalexportgeschäfte im Gesamtbetrag von 7,9 Mrd. Franken gegenüber 11,3 Mrd. im zweiten und 12,3 Mrd. im ersten Quartal 1984. Das Volumen ist im dritten Quartal regelmässig geringer als in den übrigen Quartalen. Das Saisonmuster erklärt aber das vergleichsweise geringe Kapitalexportvolumen im dritten Quartal dieses Jahres nur teilweise, denn nach Zuwachsraten von 13% im ersten und 23% im zweiten Quartal war im dritten Quartal 1984 eine Abnahme um 11% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode zu verzeichnen. Diese Verminderung hängt vermutlich mit den jüngsten Entwicklungen der amerikanischen Währung

einerseits und der Kurse an den japanischen Börsen andererseits zusammen. Die Stärke des amerikanischen Dollars dürfte manchen Schuldner veranlasst haben, mit einer Geldaufnahme in Schweizerfranken zuzuwarten, und der vorübergehende Rückgang der japanischen Börsenkurse hat die Attraktivität von Wandelnotes vermindert.

Das Notes-Emissionsvolumen von 3,6 Mrd. Franken im dritten Quartal 1984 (3. Quartal 1983: 4,8 Mrd.) stammt zwar wiederum zu mehr als 50% von japanischen Schuldnern, doch sind die Wandelnotes gegenüber dem ersten und zweiten Quartal 1984 sowohl betrags- als auch anteilmässig deutlich zurückgegangen.

Das Volumen der Anleihsenemissionen lag im dritten Quartal mit 2,0 Mrd. Franken um 5% unter, die direkte Kreditgewährung der Banken mit 2,3 Mrd. Franken hingegen um 12% über dem entsprechenden Vorjahresquartal.

Die länderweise Gliederung der Kapitalexporte zeigt im dritten Quartal eine um 25% geringere Geldaufnahme der Industrieländer als im entsprechenden Vorjahreszeitraum, während die Entwicklungsländer 57% und die Entwicklungsorganisationen 60% mehr Geld aufgenommen haben. Die starke Zunahme bei den Entwicklungsorganisationen erklärt sich vor allem aus der von Jahr zu Jahr sehr unterschiedlichen zeitlichen Verteilung der Geldaufnahme. Der Anteil dieser Organisationen lag in den ersten neun Monaten des laufenden Jahres leicht höher als in der entsprechenden Vorjahresperiode (10%).

**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
1983 3. Q.	2 120,0	4 755,6	1 741,4	285,6	8 902,6
4. Q.	3 229,1	5 044,0	2 385,3	531,1	11 189,5
1984 1. Q.	3 221,5	5 682,3	2 488,4	1 010,4	12 402,6
2. Q.	2 947,9	6 134,2	2 184,7	235,6	11 502,4
3. Q. <sup>2</sup>	2 022,7	3 747,0	2 035,4	241,5	8 046,6

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

<sup>2</sup> provisorisch

Der Anteil der Industrieländer betrug 75%, derjenige der Entwicklungsländer 11%.

### **Bankbilanzen und Kredite**

Die Entwicklung der Bankbilanzen war im dritten Quartal 1984 stark durch den höheren Umrechnungskurs des Dollars beeinflusst. Vor allem wechselkursbedingt beschleunigte sich die Jahreswachstumsrate der *Bilanzsumme* (71 Banken) von 8,1% (Juni) auf 10,4%. Sie lag damit wieder leicht über dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre von rund 9%. Eine kräftige Ausweitung erfuhr das *Treuhandgeschäft*: Die ausstehenden Guthaben und Verbindlichkeiten lagen Ende September 23,5% höher als vor Jahresfrist.

Auf der Aktivseite stiegen im dritten Quartal die *Netto-Finanzanlagen* stark an. Die Höherbewertung der vornehmlich auf Dollars lautenden Geldmarktanlagen spielte dabei weniger eine Rolle als die markante Ausweitung der Nettoguthaben im Interbankgeschäft. Hier bauten die Banken ihre im Vorquartal stark erhöhten Verpflichtungen zum Teil wieder ab, währenddem sie ihre entsprechenden Guthaben ausweiteten.

Die *Kredite*, als zweiter grosser Aktivposten, nahmen ebenfalls deutlich zu, wenn auch nicht mehr ganz so stark wie im Vorquartal. Die Wachstumsraten im Kreditgeschäft, die seit eineinhalb Jahren fast kontinuierlich steigen, standen Ende September auf 10,7% (total) bzw. 8,3% (Inland) und 7,4% (Franken), d.h. auf Werten, die ungefähr den längerfristigen Durchschnitt entsprechen. Am raschesten wuchsen in jüngster Zeit, wie immer im Konjunkturaufschwung, die Debitoren (Sept.: 14,3%), währenddem die Wachstumsrate der Hypotheken seit längerer Zeit um 8% pendelt. Schwächer nehmen nach wie vor die Kredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften zu, im Ausland bedingt durch die erhöhte Vorsicht der Banken, im Inland durch den mässigen Finanzbedarf der öffentlichen Hand.

Die *Kreditzusagen*, die der Beanspruchung um rund ein halbes Jahr vorauslaufen, lagen im dritten Quartal erneut über dem Vorjahreswert, was

auf ein weiterhin lebhaftes Kreditgeschäft hindeutet. Eine Abflachung ist allerdings seit Anfang Jahr im Bereich «Baukredite» – mit Ausnahme des Sektors «Einfamilienhäuser und Villen» – zu beobachten. Die Neuzusagen übertrafen im dritten Quartal den Betrag des Vorjahresquartals nur noch knapp, und auch ihre Beanspruchung erfolgte in den letzten Monaten immer zögernder. Auffällig ist auch, dass seit Anfang 1984 überdurchschnittlich viele offene Baukreditlimiten ungenutzt verfielen.

Auf der Passivseite resultierte im dritten Quartal ein verhältnismässig hoher Zustrom an *Publikumsgeldern*. Der Löwenanteil entfiel auf Zeitkreditoren, wobei die Ausweitung je hälftig auf eine blosser Höherbewertung von Dollarpositionen und auf «echte» Neuzufüsse entfiel. Anders als im Vorquartal stiegen auch wieder die auf Franken lautenden Zeitkreditoren, da die Verzinsung dieser Anlagen im Laufe des Quartals schrittweise von 3¼% auf 4¾% (3-Monats-Sätze bei Grossbanken) angehoben wurde. Die Differenz zwischen Kassenobligationen- und Festgeldsatz, die im längerfristigen Durchschnitt 1 bis 1½ Prozentpunkte beträgt, schrumpfte damit auf Null. Die Banken konnten deshalb im Laufe des dritten Quartals immer weniger Kassenobligationen plazieren. Die Spargelder nahmen infolge der ebenfalls unattraktiv gewordenen Verzinsung sogar leicht ab.

## Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 14 décembre 1984\*

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

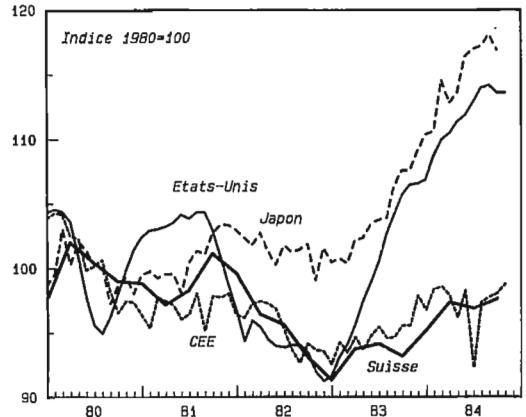
#### 1. Aperçu

##### *Evolution conjoncturelle*

Dans la zone de l'OCDE, la conjoncture a été marquée, à partir du milieu de l'année, par le net ralentissement de la croissance économique aux Etats-Unis. Au troisième trimestre, le taux annualisé d'expansion du produit national brut américain a diminué à environ 2% et, selon plusieurs indicateurs avancés, la progression de l'économie américaine pourrait être plus lente au cours des prochains mois. Au Japon également, la croissance a légèrement marqué le pas. En Europe cependant, la conjoncture s'est accélérée un peu. Durant l'été, l'économie allemande a rattrapé les baisses de production dues aux grèves, et le climat conjoncturel s'est amélioré fortement en Italie. Les perspectives de l'économie française sont apparues plus favorables; au Royaume-Uni par contre, le rythme d'expansion économique a fléchi, en raison surtout du conflit du travail dans les charbonnages. Au troisième trimestre, la production industrielle des grands pays industrialisés dépassait de 7%, dans l'ensemble, le niveau observé un an auparavant.

L'OCDE a révisé à la hausse ses perspectives de croissance pour 1984; pour l'ensemble de la zone, elle prévoit une croissance de 5% en moyenne – 4% auparavant – du produit national brut réel. Les taux d'expansion estimés sont de 7% pour les Etats-Unis et de 5,7% pour le Japon, mais d'un peu plus de 2% seulement pour les pays d'Europe. L'écart très prononcé entre les Etats-Unis et l'Europe devrait se rétrécir en 1985. Selon l'OCDE, l'expansion du produit na-

**Graphique 1: Production industrielle**



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

tional brut devrait diminuer à environ 3% aux Etats-Unis et augmenter à 2,5% dans les quatre grands pays industrialisés européens. La demande plus faible pour les produits d'exportation européens – à la suite surtout de l'évolution aux Etats-Unis – sera compensée notamment par une reprise des investissements en Europe.

Au troisième trimestre, l'emploi a stagné tant aux Etats-Unis qu'en Europe et au Japon, de sorte que le taux de chômage est resté inchangé à environ 8% dans l'ensemble de l'OCDE. L'Organisation prévoit une nouvelle hausse légère du chômage en 1985, malgré la poursuite de la croissance économique. Aux Etats-Unis, le taux de chômage devrait rester à son niveau actuel de 7,5% environ, en raison d'une progression plus faible de l'emploi. En Europe, l'OCDE s'attend à un nouvel accroissement du nombre des chômeurs, qui devrait atteindre quelque 20,5 millions, soit 11,5% de la population active. En effet, les emplois nouvellement créés ne seront pas suffisants pour absorber l'augmentation de la population active.

\* Le rapport, achevé à la mi-novembre, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois d'août et d'octobre 1984

Au troisième trimestre, la hausse des prix à la consommation a ralenti dans les grands pays industrialisés; le taux annuel moyen de renchérissement a de nouveau fléchi, dans la zone de l'OCDE, pour s'inscrire à 5% au mois de septembre. Après les prix des matières premières, qui avaient commencé à reculer au début de l'année déjà, les prix pétroliers notamment ont subi de fortes pressions à la baisse au cours des mois d'été. Pour 1985, l'OCDE prévoit une diminution à 4,5% du taux moyen de renchérissement et un nouveau recul de l'écart entre les taux d'inflation des pays industrialisés.

### Marchés des changes

Cet été, l'évolution sur les marchés des changes a été marquée par une nouvelle revalorisation du dollar vis-à-vis de toutes les autres principales monnaies. Ce mouvement a continué jusqu'au début du mois d'octobre, et de fortes fluctuations de cours ont été observées par moments. A partir de la mi-octobre, la monnaie américaine a faibli. La plus forte correction de cours a eu lieu face au mark allemand, en partie à la suite de cessions de devises de la Banque fédérale d'Allemagne. Quant à la livre sterling, elle s'est dépréciée par rapport à la plupart des monnaies; ce repli était dû notamment au durcissement du conflit du travail dans l'industrie minière et à l'incertitude à propos de l'évolution des prix pétroliers.

Le calme a continué à régner au sein du Sys-

tème monétaire européen (SME). En septembre, la drachme a été introduite dans le panier des monnaies et, simultanément, on a modifié la composition de l'ECU, le poids du mark ayant été réduit de 37% à 32%, au profit principalement du franc français et de la lire italienne.

### Politique économique

Au troisième trimestre, les agrégats monétaires ont évolué conformément aux objectifs dans les grands pays industrialisés. Leur croissance a ralenti, en particulier aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Après une hausse au début de l'été, les taux d'intérêt ont diminué de nouveau dans ces deux pays. En France, ils ont continué leur léger mouvement de repli et, en République fédérale d'Allemagne, un recul a pu être observé, principalement dans les taux à long terme. Dans les autres grands pays industrialisés, les taux d'intérêt sont restés largement inchangés.

Les projets de budget pour 1985, présentés jusqu'ici dans les grands pays européens et au Japon, traduisent la poursuite d'une politique restrictive, visant à réduire les déficits budgétaires et la part des dépenses publiques au produit intérieur brut. L'incertitude règne par contre au sujet du cours qui sera donné à la politique budgétaire américaine. Une loi a bien été adoptée au cours de l'été en vue de comprimer le déficit budgétaire, mais les mesures prises ne permettront pas de réduire sensiblement les déficits au cours des prochaines années.

Tableau 1: Evolution des cours de quelques monnaies

	Juillet 1984 – octobre 1984 <sup>1</sup>		3e trimestre 1983 – 3e trimestre 1984 <sup>2</sup>		
	Nominal		Nominal		Réel
	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Moyenne pondérée
Dollar USA	-	+1,2	-	+7,9	+8,6
Yen	-0,6	+0,4	- 0,3	+5,2	+3,3
Mark allemand	-2,5	-0,7	-10,3	-1,1	-4,0
Franc français	-2,5	-0,5	-12,4	-2,7	+0,4
Lire	-2,8	-0,9	-14,1	-4,4	+1,5
Livre sterling	-2,6	-1,2	-14,1	-7,3	-6,1
Franc suisse	-1,6	+0,5	-13,7	-4,6	-5,5

<sup>1</sup> Moyenne des variations mensuelles en pour-cent (+ = revalorisation; - = dépréciation)

<sup>2</sup> Moyenne des variations annuelles en pour-cent (+ = revalorisation; - = dépréciation)

Source: OCDE

### **Endettement international**

Les problèmes de balances des paiements des pays latino-américains ont été encore au cœur de la discussion sur l'endettement international. Au début du mois de septembre, le Mexique a conclu, avec ses banques créancières, un accord portant sur le rééchelonnement de 49 milliards de dollars. Ce montant représente environ les deux tiers de sa dette publique et la moitié de sa dette extérieure totale. La conclusion de l'accord a été grandement facilitée par l'amélioration économique au Mexique. L'estimation plus optimiste des perspectives de l'économie mexicaine s'est traduite aussi par des conditions de crédit sensiblement plus favorables que celles de précédents accords de rééchelonnement et de crédit. Le délai de remboursement des crédits a été étendu jusqu'à un maximum de 14 ans et le taux d'intérêt fixé à 1,11 point en moyenne au-dessus du taux interbancaire sur le marché de Londres (LIBOR). En outre, les banques ont renoncé à demander une commission de crédit, ce qui constitue un allègement appréciable pour le Mexique. Enfin, une nouveauté a été introduite puisque les banques exerceront une certaine surveillance sur les efforts d'ajustement économique au Mexique; jusqu'ici, ce rôle a été assumé exclusivement par le Fonds monétaire international (FMI). Il reste à voir dans quelle mesure cet accord servira de modèle lors de la renégociation de dettes d'autres pays.

L'accord conclu en automne entre le Venezuela et ses banques créancières présente certaines similitudes avec la solution adoptée pour le Mexique. Le montant rééchelonné porte sur quelque 21 milliards de dollars, la dette extérieure publique étant d'environ 27 milliards et les engagements du secteur privé envers l'étranger, de 8 à 10 milliards de dollars. Les nouveaux délais de remboursement des crédits vont jusqu'à 12,5 ans au maximum et le taux d'intérêt est de 1½ point supérieur au LIBOR. Le Venezuela est parvenu lui aussi à conclure un accord de principe avec les banques, sans la participation directe du FMI.

Après de longues négociations, l'Argentine et le FMI ont passé un accord à la fin du mois de septembre; cet accord porte sur un programme

d'assainissement économique et sur l'octroi, par le FMI, d'un crédit stand-by de 1,4 milliard de dollars. Ce crédit sera versé à la condition que l'Argentine recueille d'autres fonds auprès de banques commerciales.

A l'occasion de l'assemblée annuelle du FMI, les discussions ont porté notamment sur la question d'une nouvelle allocation de droits de tirages spéciaux (DTS). Contrairement aux pays en développement et à quelques petites nations industrielles, la plupart des principaux pays industrialisés ont estimé que la nécessité d'accroître les liquidités internationales n'était pas démontrée. Aussi une nouvelle allocation de DTS a-t-elle été rejetée.

## **2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés**

### **Etats-Unis**

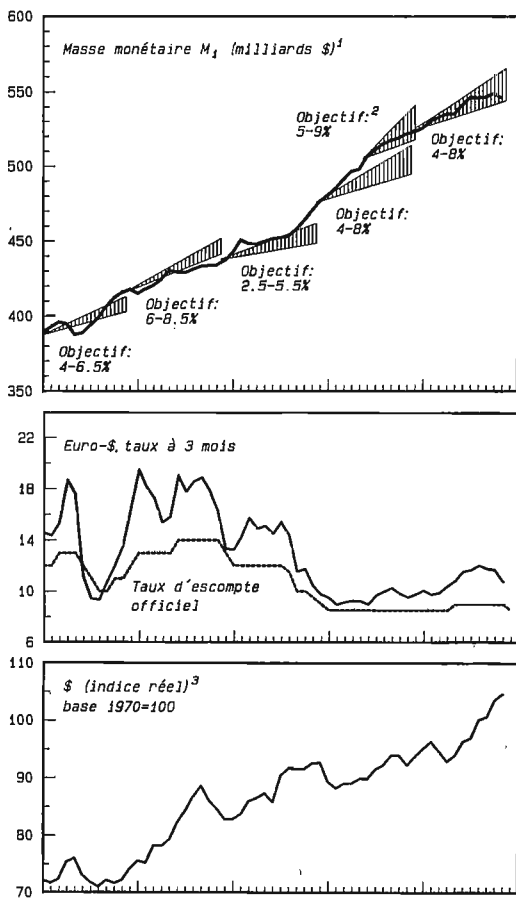
Au troisième trimestre, l'essor de l'économie américaine s'est affaibli davantage que prévu. La croissance du *produit national brut réel*, exprimée en taux annualisé, a passé en effet de 7% au deuxième trimestre à 1,9% au trimestre suivant; par rapport à la période correspondante de 1983, l'expansion a diminué également, pour s'inscrire à 6,2%. La consommation privée a stagné et la cadence des investissements a ralenti. Les dépenses publiques et la reconstitution des stocks ont contribué à l'augmentation du produit national brut.

Au cours de l'été, la production industrielle a crû à un rythme nettement plus lent qu'auparavant. La baisse de production, en septembre, était due en partie à des grèves dans la construction automobile; la forte contraction des entrées de commandes, en septembre et en octobre, annonce toutefois un nouveau ralentissement de la progression ces prochains mois.

Si les exportations se sont accrues moins vite, les importations ont augmenté encore très vigoureusement au troisième trimestre, de sorte que le déficit de la balance commerciale a passé à 33 milliards de dollars. Les deux tiers de ce déficit



Graphique 2: Etats-Unis



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

<sup>2</sup> Du 2<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre 1983

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

s'expliquent par des importations nettes de produits industriels, notamment de machines et de biens d'équipement. En raison de l'important solde passif de la balance commerciale - 85 milliards de dollars pour les neuf premiers mois de l'année - et de l'excédent en baisse de la balance des services, on s'attend à un déficit de la balance des revenus de près de 100 milliards de dollars en 1984.

L'augmentation de l'emploi, très nette depuis le début de l'essor conjoncturel, a marqué le pas au

troisième trimestre. Globalement, l'emploi a même fléchi dans l'industrie; ce mouvement a été compensé toutefois par un accroissement dans le secteur des services. S'inscrivant à 7,5%, le taux de chômage est resté à son niveau du deuxième trimestre.

Du deuxième au troisième trimestre, le taux annuel de renchérissement est resté inchangé à 4,2% en moyenne.

Pour l'exercice 1983/84, les *comptes de l'Etat* se sont soldés par un déficit de 175 milliards de dollars, ce qui représente 4,5% du produit national brut. Grâce à une modération des dépenses, ce déficit a été légèrement inférieur au montant prévu. Le budget pour l'exercice en cours se solde par un excédent de dépenses de 181 milliards de dollars; aujourd'hui déjà, on estime toutefois que le déficit atteindra environ 200 milliards de dollars.

Au troisième trimestre, la croissance de la masse monétaire a considérablement ralenti. Les agrégats  $M_1$  et  $M_2$  ont fluctué à la limite inférieure des fourchettes fixées et, pour la première fois depuis le mois de février,  $M_3$  a évolué de nouveau conformément à son objectif. L'essor conjoncturel ayant perdu de sa vigueur, la demande de monnaie a augmenté à un rythme plus lent et les taux d'intérêt ont diminué, bien que la croissance de l'offre de monnaie ait été elle aussi plus modérée. A la mi-novembre, la *Réserve Fédérale* a ramené le taux de l'escompte de 9% à 8½%. Sur le marché des euro-dollars, le taux des dépôts à trois mois était de 9% environ à la fin du mois de novembre, contre près de 12% à la fin du mois d'août.

### République fédérale d'Allemagne

Au second semestre, le climat conjoncturel s'est sensiblement amélioré en République fédérale d'Allemagne. Après avoir reculé au deuxième trimestre, par suite de grèves principalement, le *produit national brut réel* a progressé fortement au troisième trimestre; il dépassait de quelque 3% le niveau de la période correspondante de 1983. Dans l'industrie, la situation et les perspectives de production ont été jugées de nouveau de

manière plus optimiste, car la demande, tant intérieure qu'étrangère, s'est raffermie. L'industrie des biens d'investissement, à vocation fortement exportatrice, a été la principale bénéficiaire de la progression des entrées de commandes; au troisième trimestre, elle a reçu 14% de commandes de plus que pendant la même période de l'année dernière. Par contre, la hausse a atteint à peine 3% dans l'industrie des biens de consommation.

Selon l'enquête semestrielle que l'institut de recherches économiques IFO a effectuée, la production industrielle devrait augmenter jusqu'à la fin de 1985, mais à une cadence un peu plus lente. Toutefois, comme cette progression sera faible comparée aux gains de productivité, il faut s'attendre, en 1985, à une nouvelle réduction de l'emploi dans l'industrie.

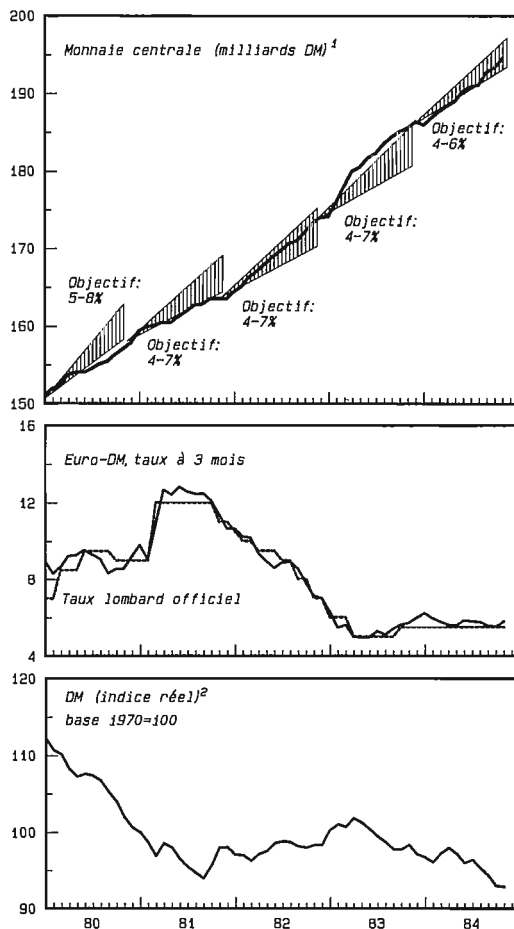
Au troisième trimestre, la situation s'est un peu améliorée sur le marché du travail. L'emploi global n'a probablement plus diminué et le nombre des places vacantes s'est élevé. Après une hausse au premier semestre, le nombre des chômeurs a fléchi légèrement en septembre et en octobre; quant à celui des chômeurs partiels, il a reculé sensiblement.

Le coût de la vie a augmenté faiblement, au troisième trimestre également, de sorte que le taux annuel de renchérissement a baissé à 1,5% en septembre. En octobre, il a passé à 2,1%.

Après un net recul au deuxième trimestre, les exportations se sont accrues de nouveau vigoureusement pendant les mois d'été pour atteindre un niveau supérieur de 11% à celui de la même période de 1983. Ce sont surtout les exportations de biens d'investissement qui ont augmenté. Si l'on considère la répartition par pays, on peut observer une fois encore une croissance élevée des ventes vers les Etats-Unis. Comme les importations ont elles aussi augmenté rapidement, l'excédent de la balance commerciale, au troisième trimestre, n'a été que de peu supérieur à celui du deuxième trimestre. La balance des revenus s'est soldée par un excédent de 4,7 milliards de marks.

En septembre, la *monnaie centrale* dépassait de

**Graphique 3: 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)

4,75% (en taux annuel de croissance) son niveau du quatrième trimestre de 1983; elle était donc au centre de la fourchette choisie comme objectif. Le rythme de croissance des agrégats  $M_2$  et  $M_3$  s'est accéléré légèrement, et la demande de crédit est restée vive. Les taux à court terme ont fluctué entre 5 et 6%, comme précédemment; les taux à long terme ont diminué et, à la fin du mois d'octobre, ils se situaient à quelque 7%, enregistrant ainsi leur niveau le plus bas depuis 1978.

## Royaume-Uni

Au deuxième trimestre, le *produit intérieur brut réel* était de 2,6% supérieur au niveau observé un an auparavant. D'un trimestre à l'autre, sa croissance a ralenti fortement; la grève des mineurs, qui dure depuis le mois de mars, en est vraisemblablement la cause principale. Les stocks ont reculé encore, et les investissements ont perdu de leur élan, après le vigoureux redressement du premier trimestre, dans l'industrie manufacturière surtout. En revanche, la consommation privée, qui s'était contractée au début de l'année, a retrouvé un nouvel essor. Le chiffre d'affaires élevé que le commerce de détail a enregistré au cours de l'été traduit une demande de consommation très ferme, au troisième trimestre également;

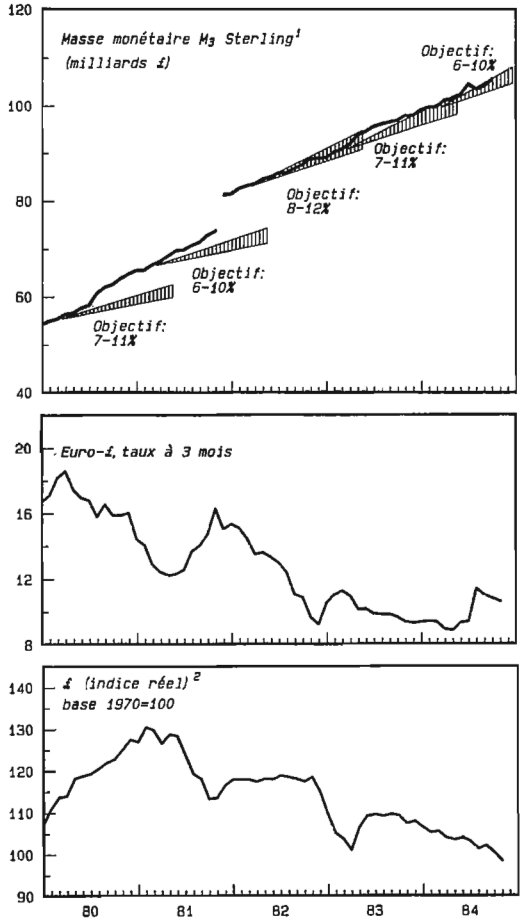
Bien que l'emploi ait progressé, le nombre de chômeurs s'est accru au troisième trimestre. Le taux de chômage atteignait 12,9% au mois d'octobre, contre 12,5% en janvier.

Après avoir augmenté au mois d'août, le taux annuel de renchérissement a fléchi de nouveau pour s'inscrire à 4,7% en septembre.

Des facteurs particuliers, tels la grève des dockers en juin et l'assujettissement des importations à la taxe à la valeur ajoutée dès novembre, expliquent en partie le fort accroissement que les importations ont enregistré au troisième trimestre également. Le conflit du travail dans les charbonnages a entraîné une diminution des exportations de charbon et d'acier. Avec l'alourdissement du passif de la balance commerciale, la balance des revenus a été de nouveau déficitaire au troisième trimestre. Pour les neuf premiers mois, son déficit s'est élevé à 0,5 milliard de livres sterling; un solde actif de 3,7 milliards de livres avait été enregistré pour la même période de 1983.

La croissance de  $M_3$  sterling ayant été plus lente au troisième trimestre, cet agrégat est revenu dans les limites que se sont fixées les autorités monétaires. L'évolution de  $M_0$ , la base monétaire, est restée conforme à l'objectif. Après une rapide escalade au mois de juillet, les taux d'intérêt ont fléchi de nouveau; sur l'euro-marché, ils

Graphique 4: Royaume-Uni



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

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

s'inscrivaient à quelque 10,5% à la fin du mois d'octobre.

## France

En France, la conjoncture a faibli au deuxième trimestre, après la phase de reprise observée au début de l'année. En termes réels, le *produit intérieur brut* a fléchi de 0,4% par rapport au premier trimestre. Les investissements ont aug-

menté légèrement, mais la consommation privée a diminué. Les données disponibles concernant la production indiquent une progression du produit intérieur brut réel au troisième trimestre. En outre, l'enquête effectuée cet automne dans l'industrie montre une amélioration du climat des affaires. C'est surtout dans l'industrie des biens d'équipement que les perspectives de production sont favorables.

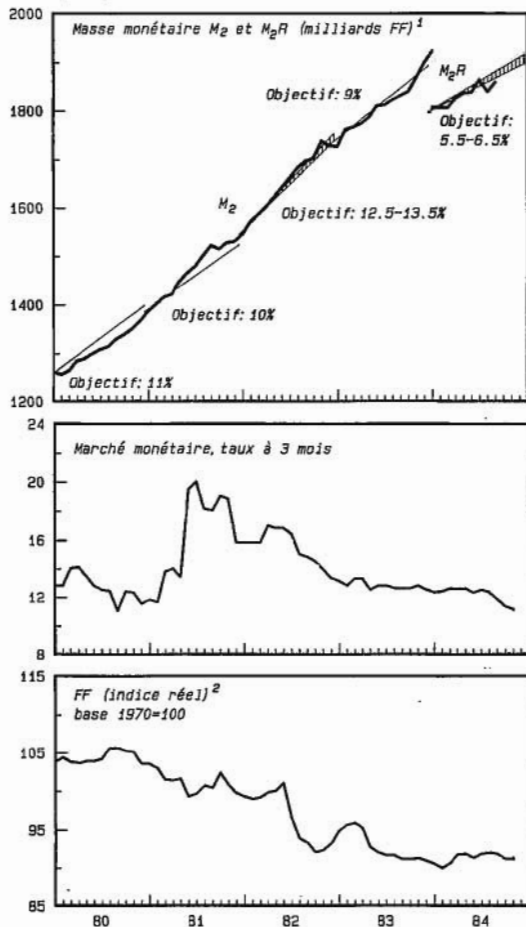
En un an, la situation s'est détériorée sur le marché du travail, bien qu'une amélioration de la conjoncture ait été observée. Les mesures de rationalisation ont entraîné un recul de l'emploi, dans l'industrie notamment. Le taux de chômage atteignait 10,4% au troisième trimestre, contre 8,9% un an auparavant. Le gouvernement français a pris une nouvelle série de mesures en vue de créer des emplois et, surtout, d'améliorer les perspectives d'emploi des jeunes. Le programme de lutte contre le chômage, mis en place à la fin de 1982, n'avait pas été renouvelé en automne 1983, le gouvernement français voulant porter davantage ses efforts sur la modération de l'inflation.

Le taux annuel de renchérissement a faibli au cours de l'été; il s'inscrivait à 7,1% au mois de septembre, contre 10,1% un an auparavant.

Pour les neuf premiers mois de 1984, le déficit de la balance des revenus s'est chiffré à quelque 5 milliards de francs français, en données non corrigées des variations saisonnières, alors qu'il avait atteint 37 milliards de francs français pendant la même période de l'année précédente. Cette amélioration s'explique en premier lieu par l'évolution de la balance commerciale; le déficit de cette balance a passé de 41 milliards de francs français durant les trois premiers trimestres de 1983 à 19 milliards un an plus tard.

Le budget pour 1985 prévoit un déficit de 140 milliards de francs français, soit environ 3% du produit intérieur brut. Bien que les objectifs de la politique économique soient restés inchangés – compression du déficit, nouvel abaissement du taux de renchérissement et meilleur équilibre du commerce extérieur –, la nature de la politique de rigueur a été modifiée légèrement, puisque l'expansion des dépenses publiques sera encore

Graphique 5: 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)

freinée – avec 6%, elle sera inférieure au taux de croissance prévu pour le produit intérieur brut nominal – et que la charge fiscale sera allégée. L'impôt sur le revenu sera abaissé de 5%, le prélèvement exceptionnel d'un pour-cent, introduit pour renflouer la Sécurité sociale, sera supprimé et la taxe professionnelle sera réduite.

Durant l'été, la *Banque de France* a maintenu le caractère restrictif de sa politique monétaire. Au troisième trimestre, l'agrégat  $M_2R$  (billets ainsi que dépôts à vue et à terme des résidents du secteur non bancaire) a évolué au-dessous du sentier de croissance choisi comme objectif. Il a augmenté, au cours des huit premiers mois de l'année, à un taux annualisé d'environ 5%. Ce net ralentissement de la croissance s'explique surtout par la faible progression de la demande intérieure de crédit. Les taux d'intérêt, tant à court qu'à long terme, ont diminué. A la fin du mois d'octobre, le taux s'inscrivait à 11,1% sur le marché interbancaire.

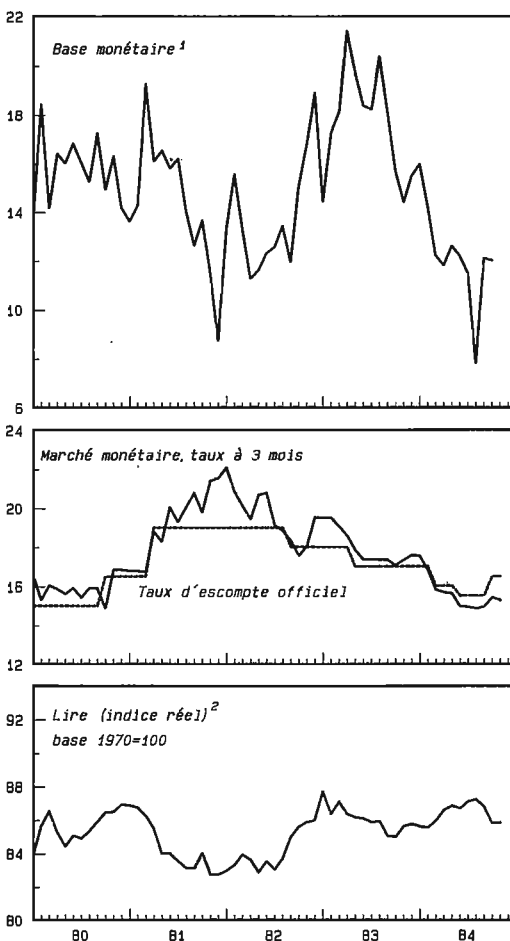
L'encadrement du crédit, en vigueur depuis douze ans, sera supprimé au 1er janvier 1985, selon une décision du Ministère des finances. Un système plus souple le remplacera. La croissance autorisée des crédits dépendra de l'évolution des fonds propres et des fonds de tiers à long terme des banques. Un système de réserves obligatoires, à taux gradués, veillera à ce que l'accroissement du crédit reste dans le cadre de l'objectif de croissance monétaire. Comme sous le régime de l'encadrement, certaines formes de prêts échapperont à cette limitation quantitative.

Pour 1985, les autorités monétaires françaises se proposent d'augmenter entre 4 et 6% la masse monétaire  $M_2R$ . Le rythme choisi comme objectif est inférieur à la croissance attendue du produit intérieur brut nominal, qui est de plus de 7%.

## Italie

Au cours de l'année, la situation de l'économie italienne s'est améliorée. Au deuxième trimestre, le *produit intérieur brut réel* dépassait de 3,5% le niveau observé un an auparavant. La conjoncture a été stimulée surtout par les exportations; la consommation privée ne s'est accrue que légèrement, et les investissements ont stagné. La production industrielle des neuf premiers mois a progressé de 3,8% par rapport à la période correspondante de 1983, et l'utilisation des capacités techniques a augmenté.

Graphique 6: 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)

La forte hausse des exportations et la croissance un peu plus faible des importations ont comprimé le déficit de la balance commerciale au troisième trimestre. S'inscrivant à 13 000 milliards de lires pour les neuf premiers mois, le solde passif était toutefois un peu plus élevé que celui des trois premiers trimestres de 1983.

Le taux annuel de renchérissement a continué de reculer, passant à 9,1% au mois d'octobre.

L'amélioration de la conjoncture a entraîné une légère réduction du nombre des chômeurs au premier semestre. En juillet, le taux de chômage a fléchi à 10,4%.

Le *projet de budget* que le gouvernement italien a établi pour 1985 se solde par un excédent de dépenses de 96 400 milliards de liras, soit un montant correspondant approximativement au déficit prévu pour l'exercice 1984. En 1985, la part du déficit au produit intérieur brut devrait reculer quelque peu, passant à 15%. Le gouvernement envisage l'adoption de plusieurs mesures en vue d'augmenter les recettes fiscales. Il veut en outre stabiliser les salaires et les traitements des fonctionnaires et réduire les dépenses sociales.

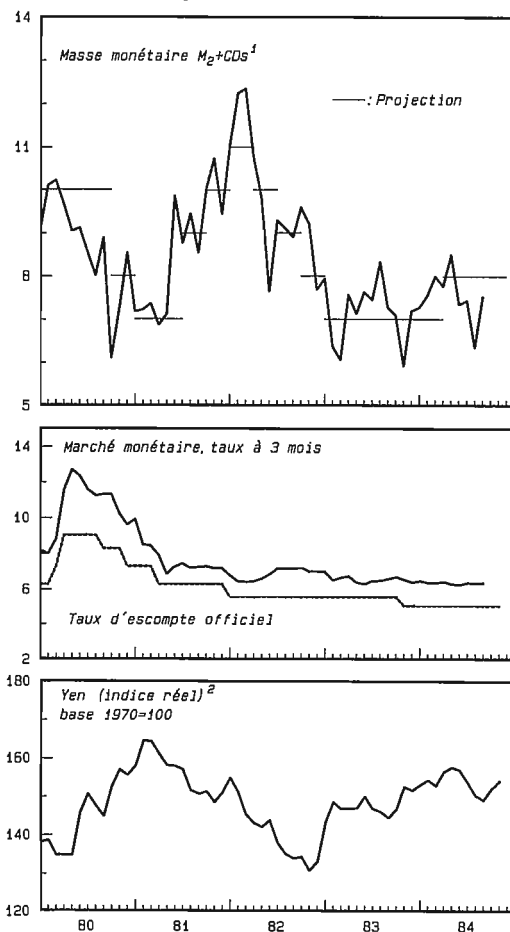
Au troisième trimestre, la base monétaire dépassait de 10,7% en moyenne le niveau observé un an auparavant; ainsi, la croissance de cet agrégat a continué son mouvement de repli. L'expansion des crédits, d'une ampleur inattendue, a incité la *Banque d'Italie* à resserrer sa politique monétaire; au début de septembre, elle a porté de 15,5% à 16,5% le taux officiel de l'escompte. Le rendement des bons du Trésor à trois mois a passé de 14,9% en août à 15,6% à la mi-septembre, puis a fléchi légèrement jusqu'à la mi-octobre.

## Japon

L'essor économique, soutenu principalement par les exportations, a continué aux deuxième et troisième trimestres. Au deuxième trimestre, le *produit national brut réel* s'est accru à un rythme annualisé de 6,7%; il dépassait de 5,8% la valeur observée un an auparavant. La croissance de la production industrielle a ralenti pendant l'été; comme les indicateurs avancés ont progressé dans une mesure nettement moindre, un fléchissement de l'expansion économique pourrait se produire au second semestre.

Au deuxième trimestre, la reprise conjoncturelle s'est étendue à la demande intérieure, les impulsions venant toutefois davantage des investissements en biens d'équipement que de la consommation privée. Au premier semestre, on a ob-

## Graphique 7: 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)

servé également un réveil de l'activité dans la construction de logements.

La demande intérieure plus soutenue s'est traduite, au troisième trimestre, par un fort accroissement des importations. Les exportations ayant elles aussi augmenté vigoureusement, la balance japonaise des revenus a dégagé un nouvel excédent important; le solde actif s'est élevé à 8,9 milliards de dollars, contre 6,3 milliards au troisième trimestre de 1983.

La part des chômeurs à la population active a marqué une légère hausse au troisième trimestre puisqu'elle a passé à 2,8%. En revanche, le taux annuel de renchérissement est resté inchangé à 2,3%.

Aux mois de juillet et d'août, la masse monétaire  $M_2$  dépassait de 7,7% le niveau enregistré un an auparavant; sa croissance était donc très proche de l'objectif de 8%, fixé par la *Banque du Japon* pour le troisième trimestre. Les taux d'intérêt à court terme ont fluctué à près de 6%.

## Tableaux 2.1–2.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1981	1982	1983a)	1983a)				1984a)		
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Etats-Unis Rép. féd.	1,9	- 1,9	3,8	0,3	2,4	4,4	6,2	8,1	7,6	6,2
d'Allemagne	- 0,2	- 1,1	1,3	- 0,3	1,1	1,3	2,8	3,9	0,5	3,0
Royaume-Uni b)	- 1,3	2,1	3,3	2,8	2,3	3,8	4,1	3,5	2,6	-
France b)	0,4	2,1	0,9	0,8	0,6	0,9	0,6	1,9	1,2	-
Italie b)	0,1	- 0,3	- 1,4	- 3,4	- 3,7	- 0,4	1,1	1,4	3,5	-
Japon	3,8	2,9	3,0	2,9	2,6	3,2	3,6	5,3	5,5	-
Suisse b)	1,9	- 1,7	1,0	- 1,4	- 0,7	0,3	1,4	2,8	1,5	-

a) Chiffre provisoire    b) PIB

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

	1981	1982	1983	1984						
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis Rép. féd.	10,4	6,2	3,2	4,5	4,2	4,2	4,1	4,2	4,2	4,1
d'Allemagne	5,9	5,3	3,0	3,1	2,9	1,8	2,2	1,7	1,5	2,1
Royaume-Uni	11,9	8,6	4,6	5,2	5,1	4,8	4,5	5,0	4,7	5,0
France	13,4	11,8	9,6	8,8	7,8	7,3	7,5	7,4	7,1	6,9
Italie	18,7	16,3	15,0	12,2	11,1	10,3	10,5	10,5	9,8	9,1
Japon	4,9	2,7	1,9	2,4	2,1	2,3	2,6	1,9	2,3	2,2
Suisse	6,5	5,6	2,9	3,0	3,0	2,8	2,8	2,9	2,7	3,1

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

	1981	1982	1983	1984						
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	juillet	août	sept.	oct.a)
Etats-Unis Rép. féd.	8,1	9,7	9,6	7,9	7,5	7,5	7,5	7,5	7,4	7,4
d'Allemagne	5,2	7,7	9,2	9,0	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3	9,2
Royaume-Uni b)	9,9	11,5	12,3	12,5	12,6	12,9	12,9	12,8	12,9	12,9
France b, d)	7,9	8,9	8,9	9,6	10,1	10,4	10,3	10,4	10,4	10,4
Italie b)	8,4	9,1	9,9	11,0c)	11,0c)	10,4c)	-	-	-	-
Japon	2,2	2,4	2,7	2,7	2,7	2,3	2,8	2,8	2,8	-
Suisse	0,2	0,4	0,9	0,9	1,1	1,1	1,2	1,3	1,2	1,1

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

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

	1981	1982	1983a)	1983a)				1984a)		
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Etats-Unis Rép. féd.	4,6	- 11,2	- 41,6	- 2,9	- 9,7	- 12,0	- 17,2	- 19,7	- 24,4	-
d'Allemagne	- 7,4	3,3	3,3	2,3	0,7	- 0,0	0,7	0,8	- 0,2	1,6
Royaume-Uni	11,7	8,3	4,4	2,4	- 0,1	1,4	0,7	0,7	- 0,4	- 0,8
France	- 4,5	- 11,6	- 3,5	- 3,4	- 1,0	0,3	0,3	- 1,3b)	0,1b)	0,5b)
Italie	- 7,7	- 5,5	0	-	-	-	-	-	-	-
Japon	4,7	6,8	21,0	1,4	6,3	6,9	6,2	4,8	9,8	8,9
Suisse	2,8	3,7	2,8	0,9b)	0,5b)	0,6b)	0,9b)	0,9b)	0,9b)	0,7b)

a) Chiffre provisoire    b) Variations saisonnières non déduites



## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

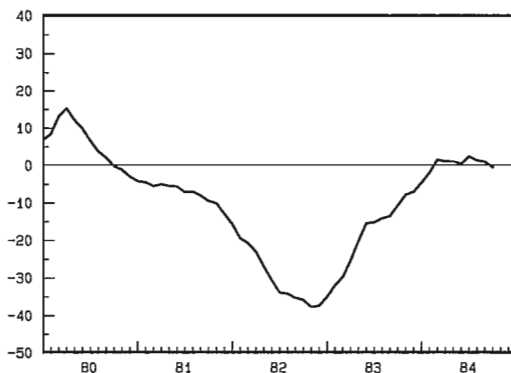
### 1. Aperçu

Comme les autres Etats européens membres de l'OCDE, la Suisse a bénéficié d'une croissance économique modérée. La hausse des indicateurs conjoncturels avancés incite à penser que cette évolution se poursuivra durant les mois prochains. La plupart des observateurs estiment que le produit intérieur brut réel augmentera d'environ 2½% en 1984. Après une accélération de la croissance au début de l'année, l'économie est entrée dans une phase de stagnation au deuxième trimestre, puis une progression modérée a eu lieu cet été. En données corrigées des variations saisonnières, le produit intérieur brut réel semble avoir augmenté au troisième trimestre. Dans l'ensemble, l'évolution de la conjoncture a correspondu à celle des exportations; ces dernières se sont stabilisées au deuxième trimestre, puis ont progressé sensiblement. De même, les investissements se sont accélérés au troisième trimestre, après avoir faibli dans la période précédente. En revanche, la consommation privée a stimulé la croissance, durant les neuf premiers mois de l'année, de manière relativement continue, mais modérée.

L'emploi, qui semble être arrivé à un tournant au milieu de l'année, s'est stabilisé au troisième trimestre, en données corrigées des variations saisonnières; il était toutefois encore inférieur au niveau observé un an auparavant. Le nombre des chômeurs complets a diminué, après avoir augmenté au premier semestre. Quant au nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail, il a reculé plus nettement, passant ainsi à son point le plus bas depuis le milieu de 1981.

Au troisième trimestre, la monnaie centrale ajustée a évolué à un niveau très proche du sentier de croissance prévu. Durant les mois de juillet à octobre, cet agrégat dépassait en moyenne de 2,9% son volume de la période correspondante de l'année précédente. Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt sont montés au cours du troisième trimestre; aux mois d'octobre et de novembre, ils étaient approximativement au même niveau que les taux du marché des capitaux.

## Graphique 8: Marche des affaires dans l'industrie<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Série lissée

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

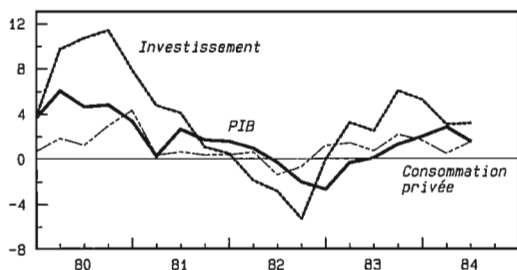
Le renchérissement ne s'est pas accéléré notablement. Son taux annuel est resté inférieur à 3%, du mois de mai à celui de septembre, puis il a passé un peu au-dessus de ce niveau au mois d'octobre. Durant le troisième trimestre, le cours élevé du dollar n'a guère influé sur les prix à la consommation.

Pendant le troisième trimestre, le franc s'est inscrit en hausse face à la plupart des principales monnaies, à l'exception du dollar. En un an, son cours moyen, pondéré en fonction des exportations, a toutefois fléchi en termes nominaux et réels.

### 2. Evolution de l'économie

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

Après un ralentissement, la reprise conjoncturelle s'est accélérée au troisième trimestre, grâce surtout aux exportations qui sont sorties de leur quasi-stagnation du deuxième trimestre pour augmenter de nouveau notablement. Par rapport aux phases précédentes de reprise conjoncturelle, la croissance du produit intérieur brut réel apparaît modeste cette année, puisqu'elle semble s'inscrire à environ 2½%.

**Graphique 9: Produit intérieur brut réel<sup>1</sup>**

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

Le rythme de croissance continuera d'être lent. Cette prévision est étayée par la tendance à l'aplatissement que marque la courbe de l'indice relatif à la marche des affaires dans l'industrie, ainsi que par la faiblesse de l'augmentation des commandes passées à l'industrie au troisième trimestre. Peu d'entreprises dont la production est destinée à la demande intérieure s'attendent à une accélération de la conjoncture. En revanche, l'industrie d'exportation, dont les affaires s'étaient détériorées sensiblement au deuxième trimestre, a annoncé de meilleurs résultats au troisième trimestre. Les nouvelles les plus favorables sont venues de l'industrie chimique, de la métallurgie, du secteur du papier, ainsi que de l'industrie des matières plastiques et du caoutchouc. Bien qu'une amélioration sensible se soit produite, la marche des affaires est restée insatisfaisante dans quelques branches de l'industrie des machines. La situation s'est plutôt détériorée dans l'industrie de l'habillement et dans l'horlogerie.

Au troisième trimestre, les entrées de commandes ont augmenté à un rythme plus lent dans l'industrie, en particulier dans les entreprises axées sur l'exportation. Ces entreprises ont enregistré toutefois une vigoureuse progression au mois d'octobre. L'industrie s'attend à des entrées de commandes un peu plus élevées au cours des prochains mois.

La production industrielle s'est accrue, mais à un rythme inférieur à celui du début de l'année. L'utilisation des capacités techniques a passé à 84% en chiffre rond, soit au niveau observé à la fin de 1981. La majorité des entreprises entendent continuer à accroître leur production ces pro-

chains mois. Les carnets de commandes n'ont plus guère augmenté; dans l'industrie d'exportation, les commandes en portefeuille ont même diminué quelque peu récemment.

Selon l'enquête périodique du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les profits ne se sont pas encore accrus sensiblement dans l'industrie; si une amélioration ressortait de la majorité des questionnaires au deuxième trimestre, une légère détérioration a été enregistrée au trimestre suivant. Pour les entreprises, l'effectif du personnel et les capacités techniques sont encore trop élevés.

### **Consommation privée**

Au troisième trimestre, la consommation privée de biens et de services a continué sa progression. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles, la majorité des détaillants interrogés considéraient l'évolution de leur chiffre d'affaires comme bonne. La demande de produits alimentaires, de boissons et de tabacs a été particulièrement forte, tandis que les achats de biens durables de consommation restaient faibles. Dans ce dernier secteur également, les entreprises interrogées s'attendent toutefois à une augmentation. L'accroissement vigoureux des importations de biens durables de consommation au cours des derniers mois confirme cette prévision.

Durant les mois de mai à août, le nombre de nuitées dans les hôtels s'est inscrit à son niveau de la période correspondante de 1983. Avec l'amélioration de la conjoncture à l'étranger et la baisse du cours du franc, en particulier par rapport au dollar, le nombre de nuitées de la clientèle étrangère a augmenté légèrement. Par contre, celui de la clientèle suisse a diminué quelque peu.

### **Investissements**

Selon la comptabilité nationale, la croissance des investissements en biens d'équipement s'est accélérée au deuxième trimestre, alors que l'activité diminuait encore dans la construction, en données corrigées des variations saisonnières.

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

	1980	1981	1982	1983	1983			1984		
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	19,0	0,2	- 5,8	7,0	7,0	6,3	10,2	8,1	- 1,9	2,9
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	1,7	- 5,9	- 3,6	10,8	5,8	23,0	- 2,4	<sup>2)</sup>	<sup>2)</sup>	<sup>2)</sup>
Logements construits, dans 96 villes	- 1,3	6,3	6,7	- 4,1	- 16,7	16,6	- 3,2	<sup>2)</sup>	<sup>2)</sup>	<sup>2)</sup>
Projets de constructions industrielles (volume) <sup>1</sup>	67,1	- 29,6	- 22,5	23,6	- 10,5	44,1	58,5	- 4,7	- 20,9	- 3,8
Promesses de crédit de construction (71 banques)	23,0	- 5,3	- 6,5	19,4	14,9	24,0	22,1	3,6	9,8	3,9

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

<sup>2</sup> Non disponible

Sources: La Vie économique; Bulletin mensuel BNS

Le fléchissement de la construction au premier semestre était dû au secteur de l'industrie et de l'artisanat. La construction de logements, qui s'était accrue dès le début de la reprise économique, a continué en revanche sa progression. Au troisième trimestre, la demande de construction semble avoir augmenté dans l'ensemble. L'évolution des crédits de construction et les importations élevées de biens d'équipement incitent à penser que les constructions destinées à l'industrie s'accéléreront dans une certaine mesure. Selon les crédits de construction utilisés – un indicateur concomitant de la production dans ce secteur –, la valeur nominale des investissements dans le domaine du logement dépassait de 10%, au troisième trimestre, le montant enregistré un an auparavant. Une enquête faite par l'Office fédéral des questions conjoncturelles indique que l'augmentation nominale, pour l'ensemble de l'année, sera probablement de 10% aussi.

En prenant l'évolution des importations comme indicateur, on constate que les investissements en biens d'équipement ont augmenté encore au troisième trimestre. Il s'agit surtout de rationalisations et de remplacements, les agrandissements étant plutôt rares.

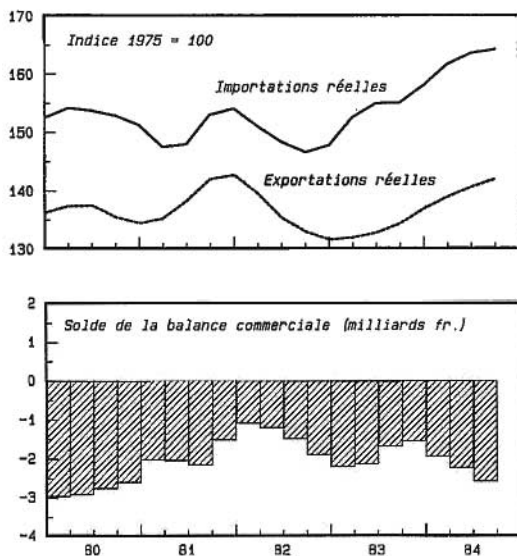
Comme prévu, les stocks de produits finis ont continué de diminuer au troisième trimestre, la demande ayant progressé davantage que la production. En revanche, les entreprises ont accru légèrement leurs stocks de matières premières et

produits semi-ouvrés, car elles s'attendaient à une nouvelle hausse des entrées de commandes.

### **Commerce extérieur**

Les *exportations*, qui avaient stagné durant le deuxième trimestre, se sont accrues sensiblement pendant les trois mois suivants. Après correction des variations saisonnières, l'augmentation d'un trimestre à l'autre a atteint, aussi bien en valeur nominale qu'en termes réels, des taux que l'on n'avait plus observés depuis longtemps. La reprise économique persistante, dans la zone de l'OCDE, et la légère baisse du cours du franc ont contribué à cette évolution favorable. Les ventes dans les pays non européens membres de l'OCDE ont augmenté tout particulièrement. Des neuf premiers mois de 1983 à la période correspondante de l'année en cours, elles se sont accrues de 30%. Les livraisons aux Etats-Unis, au Japon et en Australie ont progressé de près d'un tiers. Par contre, les exportations dans les pays en développement n'ont augmenté que de 1% et les ventes dans les pays membres de l'OPEP ont même diminué de 6%.

Par rapport aux neuf premiers mois de l'an dernier, les exportations de matières premières et produits semi-ouvrés se sont accrues d'environ 17%, en valeur, et de 10%, en volume. Presque toutes les catégories de produits ont contribué à cette croissance supérieure à la moyenne. En

**Graphique 10: Commerce extérieur<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> Données cvs et lissées  
Source: Direction générale des douanes fédérales

volume, les exportations de biens de consommation ont augmenté de 6%, alors que celles de biens d'équipement s'élevaient d'un peu plus de 2% seulement. L'évolution, dans le domaine des biens d'équipement, a varié sensiblement d'une catégorie de produits à l'autre. Une subdivision par branches permet de constater que toutes les principales industries ont augmenté leurs livraisons à l'étranger, aussi bien en valeur qu'en volume. L'industrie des textiles et de l'habillement a enregistré la progression la plus forte, soit 8%, tandis que l'augmentation était d'à peine 3% dans la métallurgie.

Au troisième trimestre, le volume des importations a moins augmenté que celui des exportations, en données corrigées des variations saisonnières. Comme les valeurs à l'importation se sont accrues beaucoup plus que les valeurs à l'exportation, le déficit de la balance commerciale a atteint 2,4 milliards de francs, soit un niveau supérieur à celui du trimestre correspondant de 1983.

La structure par pays des importations suisses s'est modifiée à la suite de la hausse du cours du

dollar. Des neuf premiers mois de 1983 à la période correspondante de cette année, les importations venant des pays d'Europe membres de l'OCDE ont progressé de 16% en valeur. Par contre, les achats dans les pays industrialisés situés hors d'Europe ont diminué de 2%: les livraisons du Canada se sont réduites de 11%, et celles des Etats-Unis, de 7%. Les importations venant de pays en développement et de pays nouvellement industrialisés (sans l'OPEP) ont augmenté d'un quart.

Par rapport aux neuf premiers mois de l'année précédente, les importations de matières premières et produits semi-ouvrés, ainsi que de biens de consommation ont augmenté davantage que la moyenne. La croissance a été particulièrement vigoureuse dans le domaine des biens durables de consommation.

### **Balance des revenus**

Le solde actif de la balance des revenus s'est inscrit à 1,7 milliard de francs au troisième trimestre, contre 2,2 milliards au trimestre précédent. L'augmentation du déficit dans le trafic de marchandises, la diminution de l'excédent de la balance des services et l'accroissement des transferts unilatéraux à l'étranger n'ont été que partiellement compensés par des revenus de capitaux plus élevés.

### **Emploi et marché du travail**

Après correction des variations saisonnières, l'indice de l'emploi est resté presque inchangé du deuxième au troisième trimestre. Toutefois, il a fléchi légèrement par rapport à son niveau de la période correspondante de 1983. La diminution s'est chiffrée à 0,5% dans l'industrie et à 1,4% dans la construction. En revanche, une hausse de 0,4% a pu être observée dans le secteur des services. L'augmentation des offres d'emploi à plein temps et le recul du nombre des chômeurs traduisent une amélioration de la situation sur le marché du travail. En moyenne, le nombre des chômeurs dépassait toutefois au troisième trimestre de 2000 en chiffre rond le niveau de l'année passée. Pour la première fois en 1984, la part des

**Tableau 4: Emploi et marché du travail**  
(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1980	1981	1982	1983	1984						
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	2,0	1,0	-1,1 <sup>2</sup>	-1,3	-1,0	-0,5	-0,1	-	-	-	-
Taux de chômage <sup>3, 4</sup>	0,2	0,2	0,4	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0
Chômeurs <sup>4</sup>	6 255	5 889	13 220	26 288	34 183	32 424	29 651	30 488	29 549	28 916	29 562
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>4</sup>	2 128	5 704	36 611	48 930	23 061	14 067	2 723	2 370	2 198	3 591	5 396
Offres d'emploi à plein temps <sup>4</sup>	12 312	11 876	6 352	5 591	5 470	6 462	6 829	6 574	6 894	7 018	6 468

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

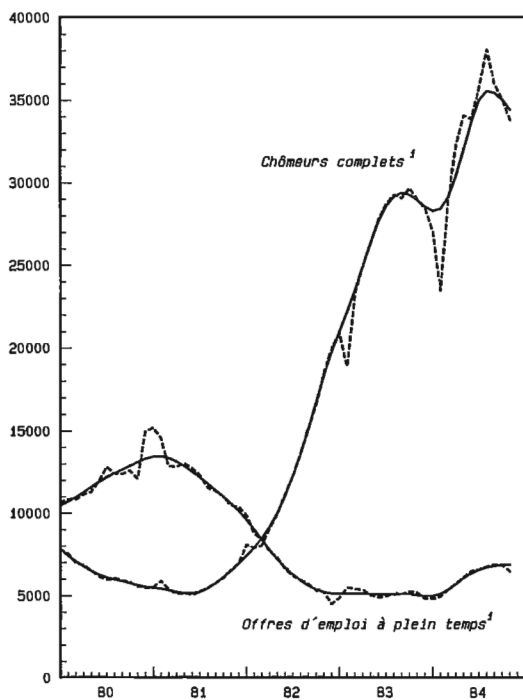
<sup>2</sup> Après correction du fait que le mois de relevé dans le secteur principal de la construction a été déplacé du 2e au 3e mois du trimestre

<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

Source: La Vie économique

**Graphique 11: Marché du travail**



<sup>1</sup> Données cvs avec composante lissée

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

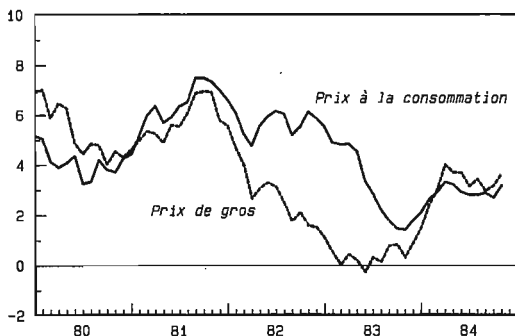
chômeurs à la population active est descendue, au mois de septembre, au-dessous de 1%.

Depuis l'entrée en vigueur, au début de l'année, de la loi fédérale sur l'assurance chômage et l'indemnité en cas d'insolvabilité (LACI), le nombre des travailleurs touchés par des réductions d'heures marque une nette tendance à diminuer. Ce mouvement s'est poursuivi durant l'été. Le nombre des personnes devant travailler à un horaire réduit a passé de 25 000 en chiffre rond, au début de l'année, à 2700 en moyenne, au troisième trimestre.

### Prix et salaires

Au troisième trimestre, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 2,8% en moyenne; il était donc inférieur à sa moyenne de chacun des deux trimestres précédents, mais supérieur d'un point au niveau observé un an auparavant, niveau qui, il faut le souligner, constitue le meilleur résultat obtenu depuis 1978. Le taux annuel de renchérissement a passé à 3,1% au mois d'octobre et à 3% le mois suivant.

La hausse en un an des prix des biens et services suisses a été nettement supérieure à celle des marchandises étrangères, puisque la première atteignait 3,2% au troisième trimestre, et la seconde, 1,8% seulement. L'habillement, les transports, le chauffage et l'éclairage, ainsi que l'alimentation ont renchéri davantage que la moyenne; pour l'alimentation, cette caractéristique est observée depuis le début de l'année déjà.

**Graphique 12: 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

Le renchérissement des services a été légèrement supérieur à celui des marchandises.

Au troisième trimestre, la hausse annuelle des prix de gros atteignait 3,1% en moyenne, soit un peu plus que celle des prix à la consommation. Le renchérissement des produits agricoles au cours de ces trois mois a été de nouveau supérieur à la moyenne; en un an, l'indice partiel correspondant s'est élevé de 5,5%. Les prix des matières premières et produits semi-ouvrés ont augmenté de 3,6%, et ceux des biens de consommation, de 2,6%. Les marchandises importées ont renchéri de 3,9%, et les produits suisses, de 2,9%.

Selon les calculs de l'OFIAMT, les gains du personnel d'exploitation dans l'industrie et les arts et métiers dépassaient de 2,1%, au troisième trimestre, le montant enregistré un an auparavant. Comme l'indice des prix à la consommation est monté de 2,8%, les salaires ont baissé de 0,7% en termes réels.

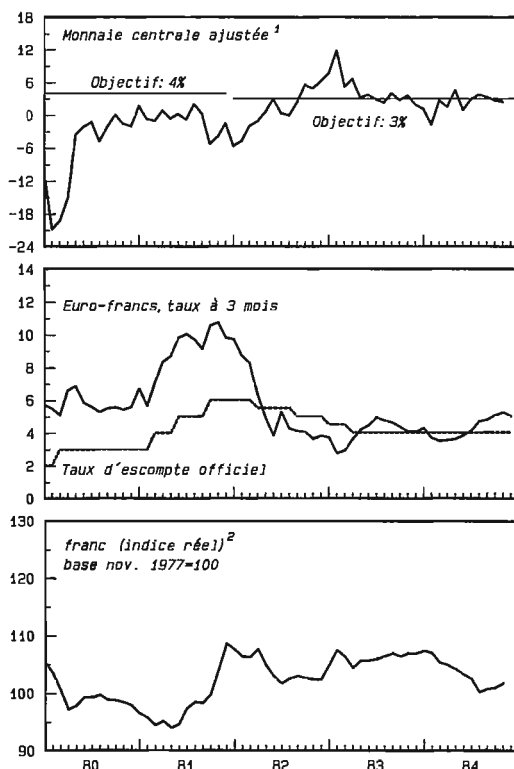
### 3. Evolution monétaire

#### Agrégats monétaires

Durant les mois de juillet à octobre, la monnaie centrale ajustée a augmenté à un rythme un peu plus lent que prévu. En données corrigées des variations saisonnières, la croissance des billets en circulation au cours des neuf premiers mois de

l'année a correspondu, en moyenne, aux prévisions de la Banque nationale. Etant donné l'évolution observée jusqu'à maintenant, le taux annuel moyen d'expansion de la monnaie centrale ajustée se chiffrera probablement à environ 2,5% en 1984.

Au troisième trimestre, les masses monétaires  $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$  s'inscrivaient en moyenne à 61 milliards, 129 milliards et 262 milliards de francs. Par rapport au trimestre correspondant de 1983, elles ont augmenté de 3,4, 8,4 et 7,3%. A la suite de la hausse des taux d'intérêt et du raffermissement du dollar, les dépôts à terme et les dépôts à vue en monnaies étrangères de la clientèle suisse ont continué leur progression. Au mois de septembre, ils dépassaient de 17% le

**Graphique 13: 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

**Tableau 5: 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>
1980	21 740	3,3	7342	-22,3	933	28 149	- 7,0
1981	21 912	0,8	6742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	1,8	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,0	7549	6,5	593	29 730	3,6
1983 3e trim.	22 493	2,6	7321	3,8	510	29 305	2,6
1983 4e trim.	23 086	1,1	8006	5,5	710	30 382	2,0
1984 1er trim.	23 019	0,8	7829	2,6	464	30 384	1,1
1984 2e trim.	23 104	1,8	7468	5,9	512	30 060	3,0
1984 3e trim.	23 130	2,8	7632	4,3	614	30 148	2,9
1984 juillet	23 245	2,6	7521	7,2	716	30 050	3,3
1984 août	23 056	3,0	7624	3,9	595	30 085	2,6
1984 sept.	23 088	2,8	7752	1,9	530	30 310	2,8
1984 oct.	23 135	3,0	7852	0,7	525	30 462	2,7
1984 nov.	23 236	2,9	8062	7,8	529	30 769	3,2

<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 6: Agrégats monétaires<sup>1</sup>**

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1980	- 9,0	17,6	6,5
1981	- 3,6	13,1	5,3
1982	3,0	4,0	3,5
1983	7,5	- 3,4	6,7
1983 2e trim.	8,7	- 4,4	7,7
1983 3e trim.	5,4	- 1,5	7,7
1983 4e trim.	2,2	- 1,1	6,0
1984 1er trim.	1,5	4,8	7,0
1984 2e trim.	3,0	6,6	6,6
1984 3e trim.	3,4	8,4	7,3
1984 juillet	4,9	7,7	7,1
1984 août	3,4	8,0	7,1
1984 sept.	1,9	9,4	7,7
1984 oct.	2,0	12,5	8,9

<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente, calculée sur la base des données de fin de mois; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes

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 + dépôts à vue, en monnaie étrangère, détenus par des résidents)

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

niveau observé un an auparavant. L'accroissement était dû en partie à la transformation de fonds à vue et d'épargne en dépôts à terme, de sorte que l'expansion de la masse monétaire M<sub>1</sub> et celle des dépôts d'épargne ont faibli.

## Marchés monétaire et financier

### Marché monétaire

Reflétant la dotation du marché monétaire en liquidités, les avoirs que les banques, le commerce et l'industrie entretiennent en comptes de virements à l'institut d'émission s'inscrivaient à 7,6 milliards de francs en moyenne au troisième trimestre; ils dépassaient de 4,3% le niveau observé un an auparavant. Aux échéances mensuelles, le taux de croissance était d'environ 4,5%. En vue des fins de mois, la Banque nationale a fourni des liquidités supplémentaires en accordant surtout des crédits traditionnels; elle n'a renouvelé que partiellement les swaps arrivés à échéance.

Bien que les liquidités aient augmenté, les taux d'intérêt sont encore montés au troisième trimestre sur le marché monétaire. Les taux très élevés, qui ont été appliqués parfois aux fonds destinés aux échéances, ont influé sur les rémunérations du marché monétaire, même à relativement long terme. La hausse des taux reflétait avant tout l'amélioration de la conjoncture en Suisse.

Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a passé en moyenne de 4¼% au mois

**Tableau 7: Variation du franc suisse<sup>1</sup>**

	Du mois d'août au mois de novembre 1984 <sup>2</sup>		Du 3e trimestre 1983 au 3e trimestre 1984 <sup>3</sup>	
	Nominal	Réel	Nominal	Réel
\$	- 0,6	- 1,0	-12,0	-13,2
Yen	- 0,4	- 1,2	-11,7	-11,6
Mark all.	+ 0,5	+ 0,6	- 2,9	- 3,1
Francfran.	+ 0,5	+ 0,1	- 1,1	- 5,4
Livre sterl.	+ 1,2	+ 0,8	+ 2,4	+ 0,7
Lire	+ 0,8	+ 0,2	+ 0,4	- 5,7

<sup>1</sup> Prix en monnaie étrangère du franc suisse

(+ = revalorisation; - = dépréciation)

<sup>2</sup> Moyenne des variations mensuelles en pour-cent

<sup>3</sup> Moyenne des variations annuelles en pour-cent

d'août à 5¼% au mois d'octobre et s'est stabilisé le mois suivant. L'écart par rapport aux taux des dépôts en dollars, qui avait augmenté au trimestre précédent, a eu par conséquent tendance à diminuer. Face aux rémunérations servies sur les placements en marks, la différence a disparu entièrement par moments. Aux mois de juillet, de septembre et de novembre, les grandes banques ont adapté les rémunérations servies sur les dépôts à terme fixe de la clientèle, en quatre étapes, à l'évolution des conditions sur le marché des euro-francs. Elles ont relevé leurs taux de ¾ à 1½ point suivant la durée des dépôts, puis les ont réduits de ¼ point. A partir du début du mois de novembre, elles ont appliqué ainsi un taux unique de 4½%, quelles que soient les durées des dépôts. En général, le rendement des créances comptables à court terme sur la Confédération a été légèrement inférieur à la rémunération des dépôts à terme fixe.

### *Marché des changes*

Du mois de juillet au mois d'octobre, le cours du dollar a continué de monter. A la mi-octobre, il atteignait un niveau qui n'avait plus été observé depuis la mi-mars 1976. Le cours du mark a oscillé entre 81 et 85 centimes.

Durant le troisième trimestre, le cours réel du franc s'est élevé vis-à-vis de la plupart des monnaies importantes; face au dollar et au yen, un recul a été observé toutefois. Par rapport au troisième trimestre de 1983, le cours moyen du franc, pondéré par les exportations vers nos

quinze principaux partenaires commerciaux, a baissé de 4,8% en termes nominaux et de 5,6% en termes réels.

### *Marché des capitaux*

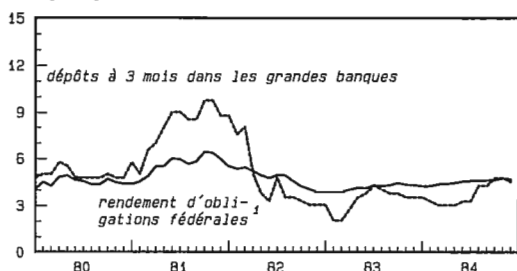
Sur le marché secondaire, les rendements des obligations ont augmenté entre les mois de juillet et d'octobre. Comme dans la plupart des phases d'expansion, la hausse a été moins prononcée que sur le marché monétaire et l'écart entre les taux des deux marchés est tombé à un niveau minime. Le rendement moyen des obligations fédérales, calculé en tenant compte des possibilités de dénonciation anticipée, a varié au troisième trimestre entre 4,5 et 4,7%; en moyenne, il était de 0,1 point supérieur au niveau du trimestre précédent. Au mois d'octobre, il a continué sa progression, atteignant passagèrement 4,8%.

Après la majoration, à la mi-septembre, des rémunérations servies par les grandes banques sur les dépôts à terme fixe, la plupart des banques ont relevé de ¼ à ½ point, au cours du mois d'octobre, les taux des bons de caisse. Le mois suivant, cette adaptation a été en partie annulée par une baisse; les banques ont ainsi tenu compte du recul des rendements sur le marché des capitaux à partir de la mi-octobre. Quelques banques ont élargi la palette des durées proposées puisqu'elles émettent maintenant, outre des bons de trois à huit ans, des titres d'une durée de deux ans (voir chronique monétaire).

Le prélèvement d'argent frais par l'émission publique d'obligations suisses s'est chiffré à 1,9 milliard de francs au troisième trimestre et à 5,4 milliards pendant les neuf premiers mois de l'année. Il n'a pas atteint les résultats de l'an passé, soit 2,1 milliards de francs pour le troisième trimestre et 7 milliards pour les neuf premiers mois. Sur la base des projets annoncés, le prélèvement d'argent frais, au quatrième trimestre, sera inférieur au montant des trois derniers mois de 1983.

Dans l'ensemble, les emprunts lancés par des débiteurs suisses ont reçu un bon accueil. Néanmoins, la plupart des premiers cours avant bourse ont été, abstraction faite des emprunts à option,



**Graphique 14: 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.

légèrement inférieurs aux prix d'émission. Entre les mois d'août et d'octobre, la Confédération a émis un seul emprunt. Sur la base des offres reçues, le prix d'émission a été fixé à 99,8%, et le montant, à 230 millions de francs; cet emprunt ayant une durée de douze ans et un taux de 4¾%, son rendement est de 4,77%. La Confédération a renoncé à lancer un deuxième emprunt, prévu pour le mois d'octobre.

### Exportations de capitaux

Les autorisations d'exporter des capitaux que la Banque nationale a délivrées au troisième trimestre ont porté sur une somme de 7,9 milliards de francs, contre 11,3 milliards au deuxième trimestre et 12,3 milliards au premier. Le montant enregistré pour le troisième trimestre est d'ordinaire

inférieur à celui des autres périodes de l'année; toutefois, les variations saisonnières n'expliquent pas à elles seules ce bas niveau. En effet, par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le volume des autorisations s'est accru de 13% au premier trimestre et de 23% au deuxième, mais a diminué de 11% au troisième trimestre. Ce recul peut être attribué à l'évolution récente du dollar et à celle des bourses japonaises. La fermeté du dollar a incité maints emprunteurs à ne pas contracter de dettes en francs pour l'instant, et la baisse passagère enregistrée aux bourses japonaises a réduit l'attrait des «notes» convertibles.

Le volume des placements de «notes» a passé de 4,8 milliards au troisième trimestre de 1983 à 3,6 milliards de francs un an plus tard. Une fois encore, la part des débiteurs japonais a été supérieure à 50%; les «notes» convertibles ont toutefois diminué, en valeurs absolues comme en chiffres relatifs, par rapport au premier et au deuxième trimestres.

Les émissions publiques d'emprunts étrangers ont porté sur 2 milliards de francs, soit un montant inférieur de 5% à celui du trimestre correspondant de 1983. Quant aux crédits bancaires, ils ont augmenté de 12%, passant à 2,3 milliards de francs.

Une ventilation par pays des autorisations montre que les pays industrialisés ont recueilli une somme inférieure de 25% à celle du troisième trimestre de l'an dernier; en revanche, les recueils des pays en développement ont augmenté 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
1983 3e trim.	2 120,0	4 755,6	1 741,4	285,6	8 902,6
4e trim.	3 229,1	5 044,0	2 385,3	531,1	11 189,5
1984 1er trim.	3 221,5	5 682,3	2 488,4	1 010,4	12 402,6
2e trim.	2 947,9	6 134,2	2 184,7	235,6	11 502,4
3e trim. <sup>2</sup>	2 022,7	3 747,0	2 035,4	241,5	8 046,6

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

<sup>2</sup> Chiffre provisoire

57%, et ceux des organisations de développement, de 60%. L'accroissement vigoureux des fonds prélevés par les organisations de développement s'explique surtout par le fait que les recours n'ont pas lieu chaque année pendant les mêmes périodes. Durant les neuf premiers mois de l'année en cours, la part de ces organisations à l'ensemble des capitaux exportés a progressé quelque peu pour se chiffrer à 10%, alors que celle des pays industrialisés atteignait 75%, et celle des pays en développement, 11%.

### **Bilans et crédits bancaires**

La hausse du cours auquel les valeurs en dollars sont comptabilisées a influé fortement sur l'évolution des *bilans* des 71 banques au troisième trimestre. Le taux annuel de croissance des bilans a passé de 8,1% à la fin du premier semestre à 10,4% à la fin du troisième trimestre, en raison surtout des variations de change. A fin septembre, le taux était de nouveau légèrement supérieur à la moyenne des dix dernières années, qui se chiffre à environ 9%. Les *opérations fiduciaires* ont augmenté vigoureusement: leur taux annuel d'expansion atteignait 23,5% à la fin du troisième trimestre.

A l'actif, les *placements financiers nets* ont progressé sensiblement au cours du trimestre examiné. Cette évolution s'explique moins par la revalorisation des placements sur le marché monétaire – les placements sont libellés en dollars surtout – que par l'expansion des avoirs nets dans d'autres banques. En effet, les banques ont réduit leurs engagements interbancaires – ces engagements avaient augmenté fortement au trimestre précédent – et relevé leurs avoirs.

Deuxième poste important de l'actif, les *crédits* se sont aussi accrus nettement, quoique cette expansion n'ait pas atteint tout à fait celle du trimestre précédent. Le taux annuel de croissance des crédits, qui est monté presque continuellement depuis un an et demi, était de 10,7% à la fin du trimestre (prêts à des débiteurs domiciliés en Suisse: 8,3%; prêts libellés en francs: 7,4%). Ces données correspondent à peu près aux moyennes à long terme. Comme toujours en période d'essor conjoncturel, les comptes débi-

teurs ont enregistré la croissance la plus vive puisqu'ils ont augmenté de 14,3%. Par contre, le taux d'expansion des placements hypothécaires oscille depuis assez longtemps aux environs de 8%. Les crédits à des collectivités de droit public ont continué d'augmenter plus faiblement que les autres sortes de crédits, étant donné la prudence croissante des banques à l'égard des placements à l'étranger et les besoins peu élevés des collectivités suisses.

Les *promesses de crédit*, qui précèdent l'utilisation d'environ une demi-année, dépassaient, au troisième trimestre également, le montant enregistré un an auparavant. La progression des crédits restera donc probablement vigoureuse. Toutefois, les promesses de crédit de construction se sont ralenties depuis le début de l'année, abstraction faite de la construction de maisons familiales et de villas; au troisième trimestre, elles n'étaient que de peu supérieures à leur niveau du même trimestre de 1983. De même, le recours à ces crédits s'est fait ces derniers mois de manière toujours plus hésitante. Enfin, il faut relever que, depuis le début de l'année, les promesses devenues caduques sans avoir été utilisées ont atteint une ampleur supérieure à la moyenne.

Au passif, on constate que les afflux de *fonds de la clientèle* ont été relativement importants au troisième trimestre. Une forte part de ces fonds a été déposée en comptes créanciers à terme. La croissance de ce poste s'explique pour moitié par la revalorisation des positions en dollars et pour moitié par des afflux réels. Contrairement à ce qui s'était produit au trimestre précédent, les comptes créanciers à terme libellés en francs ont augmenté, la rémunération des dépôts dans les grandes banques ayant passé par étapes, au troisième trimestre, de 3¼ à 4¾% (taux des dépôts à trois mois). L'écart entre ces rémunérations et les taux des bons de caisse, qui est en moyenne de 1 à 1½ point, a été ainsi ramené à presque zéro. Les émissions de bons de caisse ont ralenti graduellement au cours du trimestre. Les fonds d'épargne ont même diminué quelque peu, leur rémunération étant devenue également moins attrayante.

## Towards a Solution of the International Debt Problem: a Pragmatic Approach

Fritz Leutwiler\* and Pascal Bridel\*

It is a close matter whether it is worse to be lost in the woods of facts without a theory than to be lost in one's theory, pursuing it to the point where contact with reality is lost. Like any other economic issue, the international debt problem is caught in this dilemma.

Clearly, this time economists, financial journalists, bankers, and maybe even Central Bankers, seem to have erred for too long on the side of facts, as is usually the case in an acute crisis. And the woods of facts are particularly dense when it comes to international indebtedness: the latest on Argentina's willingness (or unwillingness) to pay, the US budget deficit and its influence on interest rates, the level of the dollar and dozens of other equally important facts are the trees that – taken separately – might well assume an undue importance and blur our overall vision of the debt problem as a financial and *real* transfer problem between nations.

This is where some theory is called for. In order to gain some insights into the exact configuration of our forest, we need to raise ourselves slightly over the tree tops. Theory – defined as stylized facts – is today the only way to put the international debt problem into perspective. Of course, we do not mean to choke the reader in the rarefied atmosphere of pure theory; we leave that to the numerous professional economists. We only wish to hover slightly over the experience amassed during the past two years and, with the help of some very simple economics, tackle three topics we think of importance for the future of the world economy.

However, before looking at them more specifically, another general remark is in order. One sometimes hears or reads that Western banks would be much better off if they had not lent “so much” and that a return to normality requires massive repayments by “problem countries”. Such arguments are misleading and show a total ignorance of what financial intermediation is all about.

By definition, the function of any national or international banking system is to transfer resources from surplus to deficit agents, sectors or countries. The recycling of the massive OPEC surplus has probably been the most challenging financial operation undertaken since the war; and the international banking community came out of it with flying colours. The huge OPEC assets deposited in Western banks would clearly have stifled the whole system if they had not been channelled towards LDC countries. And the new industrializing countries were the only deficit area that could absorb such an important financial – and subsequently real – transfer. People who argue that this money could have been recycled – say within the OECD area only – are simply day-dreaming.

Furthermore – and it would greatly help the discussion if people could admit it – the existing debts are not going to be repaid in the foreseeable future. Indeed there is no need for this, just as there is no need for the net debts of the US government, the US corporate, or household sectors *ever* to be paid back. Or, take another example: Switzerland has the highest per capita mortgage debt in the world. Nobody expects it to decline and, eventually, to melt away. In any case, what would our bankers do with all that money? Lend it? Yes, of course, but to whom and for what purposes?

It is quite natural for a country at the early stages of its development to be indebted since it may lack the resources to exploit existing oppor-

\* Chairman of the Governing Board, Swiss National Bank and President of the Bank for International Settlements; Research Department, Swiss National Bank. Slightly amended version of remarks made at the Centre for Applied Studies in International Negotiations, Geneva, 31 October 1984.

tunities. Today, even industrialized nations such as Canada or Australia, relatively poor in labour and capital but well endowed with natural resources, need outside help to tap their development potential. Even the United States, a net capital importer until 1914 and later the net creditor of practically the entire world, may again become a net borrower on the international capital market some time in the next twelve months.

Clearly, there is nothing wrong with a country – or any economic agent for that matter – being indebted. The debt may even be allowed to grow over time, but and *this is the heart of the problem*, it must remain manageable. That is, it must bear some relationship to the size of the debtor's economy and its capacity to service it. It is worth noting that the countries with the worst ratio between debt service and exports were the ones that ran into serious payment difficulties. The central problem of today's debt situation is not the absolute volume of loans – a rather hypothetical entity – but the sharp and rapid deterioration of the borrowing countries' ability to service that debt.

Having outlined what we think to be the crucial issue in the debt problem, let us turn to the three main topics we want to consider in this essay.

We first examine briefly the medium- and long-term growth prospects for the debtor countries, then relate them to the problem of protectionism in developed countries and, finally, discuss the implications of the debt problem for the efficiency of the international financial system.

### **1. Medium- and long-term growth prospects for debtors countries**

The improving economic situation in the industrial countries – especially in the United States – is exerting a beneficial effect on the Third World. In 1984, for the first time in four years, output in debtor countries as a group is going to grow faster than population, and a further 4 to 5 percent is in prospect for 1985. The key issue today is obviously how developing countries burdened with debts can maintain such a growth rate over a sufficient number of years in order to regain the

momentum of an economic advance that was brutally stopped in the early 'eighties. This question is of paramount importance to the IMF. In order to "sell" credible adjustment programmes to debtor countries themselves as well as to convince official and private lenders to keep up adequate financing to these countries, the Fund has recently carried out careful analyses of the future growth prospects for various nations.

Two instructive conclusions emerge from these studies. First, and this is good news, *in the short term*, the prospects for an orderly handling of the debt problem are much better today than a year ago. In particular, and this is extremely good news, the adjustment process – as a result of this renewed growth – is now moving from the import compression phase to the export expansion phase in some of the most heavily indebted countries. Such a move is also making for faster output growth.

Second, once these short-term results have been secured, and subject to the proviso that sensible policies are implemented, this resumption of growth could not only be sustained in the *medium run*, but also be combined with a gradual reduction in the external debt burden. The latest medium-term projections of the IMF suggest that by 1990 the ratio of external debt to exports of goods and services could fall by as much as 40 percent for the seven most heavily indebted countries as a whole. Economic growth could increase to about 5 percent a year over the second half of the decade.

What will *actually* happen obviously depends on the policies pursued by borrowing countries as well as by lending institutions. Nevertheless, the Fund's study shows beyond doubt that the debt problem could all but disappear within the next ten years, if national and international policy making bodies strive a reasonable and common course.

### **2. Indebtedness, growth and protectionism**

The fact that international indebtedness and world trade are somehow related should be obvious to anyone. Only countries engaged in foreign

trade can accumulate foreign assets or liabilities. Closed economies – if there are any – can not have debt problems.

Ever since David Ricardo, economists have been convinced that international trade benefits all participating nations. By exploiting their comparative advantages, trading nations can increase their income and, if they so choose, consume more of all goods. International trade also tends to lead to a greater degree of economic stability by dampening the impact of domestic shocks, although it does expose domestic economies to foreign transfers. International trade allows for the transfer of wealth between nations. Countries can lend to the rest of the world by running current account surpluses, or, alternatively, they can borrow by running deficits.

The most important conclusion to be drawn from the theory about the advantages of international trade is that no economy can be protected on the net. Or, put the other way round, trade is not a fixed-sum game; every participant shares in the gain. Protectionism is almost always a suboptimal policy. It is often implemented on the basis of short-sighted considerations and under the pressure of special interest groups.

What we, the industrialized world, must offer the indebted countries is a setting favourable to international trade. LDCs must expand their exports. They need larger export revenues to service their debts and to finance development. To reduce their vulnerability to movements in commodity prices, they must diversify their production. This diversification must take place with export markets in mind. Efforts directed at import substitution under the umbrella of high local tariffs only lead to a misallocation of resources.

We must realize, of course, that our own export prospects to these countries will be rather limited in the near future. Third World countries will simply not have the means to import anything but necessities and the equipment goods for their economic development. This need not be an excessive obstacle to our development since the largest proportion of world trade by far takes place within the OECD area. It is clear, however, that, in the short run, such a policy will cost us

jobs and production in the sectors most exposed to international competition, namely in the shipyards, in the steel, textile, and car industries.

Given the fact that these particular industries already receive above-average protection in some developed countries, the implications of this analysis are clear: other industrial sectors are penalized. This is the case for the export industries of the protecting countries in particular, according to the motto “a tax on imports is a tax on exports”.

Any tariff war, even on a relatively small scale, might easily degenerate into a frantic “beggar-thy-neighbour” policy with damaging consequences for all parties involved. There is no need to remind you of the catastrophic results of the protectionist wave of the ‘thirties. But what would the consequences of such an outbreak be for lenders and borrowers in today’s world?

Protection against imports equals a redistribution of income and wealth among particular industries and sectors of a national economy. There is nothing to be said against the principle of redistribution as such; but, for one thing, this kind of redistribution is made behind the back of the public. And from a strictly economic viewpoint, it is an inordinate costly form of transfer. While reliable quantification is impossible, the impression is strong that the total additional costs for the transfers that protection brings about exceeds the net amount of wealth actually transferred.

Since the transfer costs of redistribution by protection are so high, it seems obvious that trade liberalization benefits the liberalizing country first and most. We often hear the opinion that “in a world where everybody protects its industries, nobody can afford to remain unprotected”. Nothing could be farther from the truth. Even in a chaotic world, where most countries follow protectionist policies, a wise government would make the best of a bad situation by refusing to join the scramble and by maintaining open borders.

It was out of the awareness of these economic costs that post-World War II governments

agreed on the system of rules incorporated in the GATT and articulated around the Most-Favoured-Nation rule. The clear purpose of this system of rules is to reduce uncertainty about investment decisions and hence to maximize the flow of investment, job creation, productivity growth – in short, economic progress. All investment decisions involve risks because they are concerned with the intertemporal allocation of resources; that is, they depend on future unknown prices of input and output. The entrepreneur's function is to take such a risk while the government's role is to refrain from actions that could increase that risk above some kind of "natural minimum".

A government who wants to implement certain policies must have some idea of how other governments will react, what it can expect from them, or, at least an assurance of what they will *not* do. This kind of assurance as a basis for rational policy making by lender as well as by borrowing countries is what the GATT rules provide. And this is why, in our opinion, a reassertion of the commitment to non-discrimination by all countries should be high up on the agenda of any future negotiation on international trade. We would even go as far as to favour a greater responsibility of the GATT Secretariat for the surveillance of national trade policies. Governments would thus be faced with the necessity to go beyond the conventional reassertion that "free trade is best" while busily building up non-tariff barriers.

The developing parts of the world can be a source of enormous economic dynamism. The industrialization in progress there is an opportunity, not a threat to the old developed countries. Given a stable policy framework, private enterprise in the industrialized countries can be relied upon to provide a flow of investment which, using the opportunities offered by economic development in the Third World, will contribute to restore employment at home.

### **3. Efficiency and stability of the international financial system**

In all likelihood, the international financial system

will be under stress during the next three to five years. This is not new. But the debt problem has certainly not eased the burden already put on that system by the two oil shocks, the recycling of the OPEC surplus and the deepest recession since the war.

The basic dilemma is that improving the soundness of financial institutions' balance sheets may require a reduction of their exposure to indebted countries while – at the same time – those countries' ability to service their debt requires continuing or even increasing inflows from abroad. Or, to present the same idea in a slightly different way: how is it possible to restore stability and efficiency to the world financial system if Western banks must provide the borrowing countries with a cash flow that, today, has to exceed the debt service payments if these countries are to service their existing debt at all?

Since 1982, reschedulings and "quasi-forced lending" have been the two main measures used to avoid a collapse of gross lending to the developing countries and the defaults this would have triggered. The rather brilliant initial success of these operations should not lure us into too much complacency. Successful crisis management is never an adequate answer to structural problems. On the contrary, one might well consider that some of the recipes applied in the heat of the crisis have embedded instabilities and inefficiencies within the system. "Involuntary lending" or what the IMF has euphemistically dubbed "residual financing requirements" is *the* obvious example; it tends to increase the over-exposure of the banks, which are already heavily committed, and discourages new lenders.

Is it possible to find some clear and forward thinking on these rather fundamental matters? Apart from the *wishful* thinking to be found in the concluding sections of financial columns, the literature on the subject is rather scanty. Let us, however, examine some interesting ideas gleaned from recent and preliminary research by Cline, Sachs, Swoboda and Niehans.

Consider first the determination of the volume of loans and the lending rate in a competitive world of lenders and borrowers under *certainty*. For

any firm, it would mean borrowing enough to equate the cost of the marginal loan with the sum of the discounted profits expected during the entire life of the investment good purchased with that very loan. The rate of interest would adjust to clear the credit market as a whole.

In an international setting, such a simplistic model would describe a world in which capital flows from where its return is low towards places where its return is high. The marginal product of capital would thus be everywhere the same and the international allocation of resources efficient.

In such a world of perfect information and in the absence of risk-changing behaviour on the part of borrowers, interest rate differentials among debtors correctly reflect the specific risk premia put on each particular borrower. Recent financial events have particularly shown that real financial markets are hardly characterized by perfect information and that borrowers are able to affect the riskiness of the project they are engaged in.

Asymmetric information and risk-modifying behaviour are indeed at the heart of the debt problem.

First – and this has nothing to do with uncertainty but rather with the nature of the international financial system – conventional wisdom usually overlooks a fundamental difference between private domestic and international loans: in the domestic economy the cost of default is implicitly assumed to be always higher than its benefits. If a debtor defaults on his obligations he forfeits collateral and his assets can be turned over to his creditors by a bankruptcy court. This is no longer tenable in an international context, where repudiation is possible (economists call it endogenous default). Broadly speaking, the benefit to the repudiator is the present value of future interest and amortization payments; the costs – and think why no Latin American country has yet defaulted – include freezing of assets that are recoverable, exclusion from future borrowing, international financial and commercial quarantine and, of course, loss of political credibility and reputation.

In recent years, banks have unfortunately not

clearly understood the implications of unenforceability; they probably did not realize early enough that the profitability of the loans made during the early stages of the recycling of the OPEC surplus was going to induce them to overshoot the sustainable debt level for many countries.

The second issue, linked this time with uncertainty, is what Stiglitz and Weiss have called *adverse selection*. The idea is simple but has already had strong negative influences on the efficiency of the international financial system. In a world where borrowers undertake projects with various degrees of riskiness, lenders, though they are aware of that variability, can not classify with certainty their loans into groups of equal riskiness. Their expected return will be a function of both the interest rate they charge and the loan's riskiness. The problem is that as the rate of interest is raised low-risk borrowers may be discouraged from borrowing, leaving the lending banks with a high risk-lower expected return loan portfolio. In other words, for the bank, the level of the interest rate affects the nature of the transaction involved.

This is why banks should use interest rates as a screening device. In this context, it might be rational for the lender to charge lower interest rates and simultaneously to ration credit to avoid the adverse selection effects of a higher interest rate. Other screening devices are possible, but credit rating by lenders and attempts by borrowers to signal their creditworthiness to lenders are either unreliable, difficult or both. The case of some low-risk Asiatic countries temporarily excluded from the international capital market in the wake of the debt crisis is a typical case of such an adverse selection process. Ultimately, both these countries and the lending banks were worse off.

Third, there is the all important question of *moral hazard*. Moral hazard occurs when risk-modifying behaviour is possible in an uncertain world. In our context, moral hazard creates incentives for borrowers to behave in a perverse way when interest rates rise, specifically to undertake riskier projects. It is highly probable that, with variable interest loans making up the bulk of recent

international borrowing, higher *Libor* rates have induced borrowing firms and countries during the past five years to undertake projects with lower probabilities of success but higher payoffs when successful. Some prestige projects in Latin America fit this description particularly well.

Once again: monitoring by lenders and pre-commitments by borrowers may somewhat ease the problem, but one can not escape the feeling that despite all sorts of loss-prevention schemes the credit market may well penalize the low-risk borrowers and subsidize “imprudent behaviour”.

Moral hazard problems are of course magnified by the susceptibility of most countries. Any attempt at monitoring will meet with accusations of political interference. The understandable insistence by bankers that countries submit to IMF programmes can be seen as an indirect form of monitoring via a conditionality factor. Similarly, the more favourable conditions obtained by Mexico on debt rescheduling after the successful implementation of genuine stabilization programmes can be regarded as the result of reduced moral hazard for lenders: the new loans are priced in accordance with actual prudent behaviour.

The fourth and last element we wish to examine in connection with the efficiency and stability of the international financial system is of particular interest to Central Bankers. It has been known for a very long time that the discretionary power of most Central Banks to bail out banks may lead to a considerable increase of the degree of moral hazard. The existence of credible *lenders of last resort* does of course reduce the private cost of risk taking; or, in other words, the very existence of a credible commitment by Central Banks to lend freely in time of trouble may well lead to the assumption of excessive risk by commercial banks, just in the way the holder of a theft insurance policy might be excessively careless about locking up his car.

We know the path we are treading is a controversial and dangerous one. But our guess is that, during the recycling of the OPEC surplus as well as more recently, there has been a perception that banks would not be allowed to fail. As a

consequence, depositors have been willing to lend to banks even though they themselves would not have been ready to hold the assets the banks were increasingly buying with their money. And the banks acquired assets with rates of return so low that they would never have considered buying them if it had not been for the implicit guarantee the lending-of-last-resort function of their Central Bank offered them. Clearly, the social costs of bank failures are usually considered to be higher than the private costs to shareholders and depositors. But the implicit guarantee given by Central Banks distorts the allocation of resources basically because authorities tend to provide this insurance at to low a price.

All Central Bank governors, particularly at their monthly meetings at the Bank for International Settlements, are familiar with the policy issue raised by this argument. Removing implicit or explicit guarantees to banks requires that you accept that even the largest banks could be allowed to fail. The dilemma – well known to everybody who has been involved with the so-called Basle concordat – is how to implement such a policy without actually precipitating bank failures, without destabilizing the whole system and preventing capital from flowing to borrowing countries.

Nobody has succeeded yet in squaring this particular circle. For our part, we would tend to side with dear old Bagehot: it is better to rely on one's sometimes fallible judgement than to try to draw the line once, for all times and occasions.

Let us now turn to some policy conclusions and list some proposals for reform that can be derived from the preceding remarks.

The ultimate function of the international financial system is to bring about an efficient allocation of resources between surplus and deficit areas. This requires that risks be priced properly and put back where they belong. Any efficient market should enable individual risks to be dissociated from each other, and therefore to be priced and charged separately. To be more concrete, sovereign borrowing creates indivisibilities that hinder gains from risk diversification. Further-



more, the lack of secondary markets in syndicated loans and the absence of alternative financing instruments for LDCs precludes efficient trading of sovereign risks between financial institutions.

Promoting stable and clear regulatory frameworks is another important element. They would distribute the roles and responsibilities among agents and institutions and greatly help foster efficiency and reduce the cost of information processing for all.

Mechanisms for sharing losses are also needed; in particular, there should no longer be the choice only between total losses and zero losses. This is probably the most tricky issue in a field where difficult problems already abound. Keeping in mind the dazzling exercises recently performed within the US banking system, the absence of alternative instruments has had two major consequences: a rigid book valuation of old loans and a flight from new loans whenever the perceived value of old loans fell significantly below book value. A secondary market would help pricing old loans more correctly and, thus, contribute to loss sharing.

Using an excellent classification suggested by Professor Swoboda, let us examine the various proposals for reform scattered through a wide array of literature. They range from marginal changes in regulation to comprehensive plans for assistance for both lenders and borrowers.

One principle appears to clearly dominate all proposals – and it makes perfect sense to us: continuation of involuntary lending is essential in the short run while marginal regulatory and other improvements are being put in place. These proposals may be detailed briefly under six headings.

The first suggestion is that markets for instruments other than straight debt be actively encouraged. The second is that secondary markets for straight debt – mainly bank loans – be promoted. Third, debt relief should be given when needed, but only on a case-by-case basis to avoid contagion effects. Fourth, national governments should refrain from offering implicit lend-

ing-of-last-resort guarantees to their financial institutions for political reasons. Fifth, the current phase of involuntary lending should be ended as soon as possible. Sixth, an appropriate division of labour between banks, governments and international institutions (mainly the IMF) should be devised in order to give back to the markets part of the efficiency and stability they have recently lost: the allocation of private capital would be more efficient and the inherent risk of such an international financial intermediation put back onto lenders and borrowers, where they properly belong. These proposals, if carried out, should finally not obscure that the urgent need for concessional lending through existing multilateral agencies still exists for some very poor countries.

These recommendations might seem very modest indeed, but – in our judgment – they are fundamentally sound and reasonable. Efforts in these various directions would bring, probably within a not too distant future, substantial results.

### Concluding remarks

Our concluding remarks, when all is said and done, can be mercifully brief: we can close our investigation in the confident belief that there is no need for grand new schemes or global proposals to solve the main issues we have tackled. There is no magic solution and we have no alternative but to plough slowly our way out of the present difficulties. Clearly, we must keep in mind an overall and long-term picture of the present economic and debt problems. But – to quote the words of a former French *ministre des affaires étrangères* – what we need most today are people who are ready to negotiate, to negotiate again and to keep negotiating until mutually beneficial solutions are found.

### References

- Cline, W.R. (1983), *International Debt and the Stability of the World Economy*, Washington, Institute for International Economics (Policy Analyses in International Economics 4).
- Niehans, J. (1984), "Strategic Planning with Unenforceable Claims", unpublished mimeo, International Conference on Strategic Planning in International Banking, Rome, May 1984.

- Sachs, J. (1984), *Theoretical Issues in International Borrowing*, Princeton, Princeton University Department of Economics (Princeton Studies in International Finance No. 54).
- Stiglitz, J.E. and Weiss, A. (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 71, pp. 393–411.
- Swoboda, A.K. (1984), "Debt and the Efficiency and Stability of the International Financial System", unpublished mimeo, Geneva, Graduate Institute of International Studies and International Centre for Monetary and Banking Studies.

# Die Grenzen der Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft

Markus Lusser\*

Zwischen Luxemburg und der Schweiz lässt sich manch Verwandtes entdecken. Die Verwandtschaft gründet auf gleichartigen Erfahrungen in einem vielen Einflüssen offenen, mit zwei Kulturen verbundenen Kleinstaat. Damit lässt sich wohl auch unsere ähnliche Entwicklung zu Dienstleistungszentren in Verbindung bringen. Als Finanzplatz von internationalem Zuschnitt werden wir uns allerdings nur behaupten, wenn unsere Politiker in ihren Bemühungen um günstige Rahmenbedingungen und unsere Banken in ihren Anstrengungen für noch bessere Dienstleistungen nicht nachlassen.

Eine stabile Währung gehört zu den wichtigsten Rahmenbedingungen jedes Finanzplatzes. Die Schweizerische Nationalbank, der in meinem Lande bei der Sicherung eines stabilen Preisniveaus eine vorrangige Rolle zufällt, verfolgt seit 1975 eine Geldmengenpolitik. Sie geht davon aus, dass längerfristig zwischen der Entwicklung von Geldmenge und Preisniveau ein enger Zusammenhang besteht. Eine starke Zunahme der Geldmenge führt – mit einer Wirkungsverzögerung – zu Inflation, während eine Verlangsamung des Geldmengenwachstums die Inflation bremst.

In der Schweiz eignet sich, wie Untersuchungen zeigen, die Notenbankgeldmenge, die sich aus dem Notenumlauf und den Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank zusammensetzt, am besten für die Geldmengensteuerung. Ein jährlicher Anstieg der Notenbankgeldmenge von 2 bis 3% sollte längerfristig Stabilität des Preisniveaus gewährleisten. Im Rahmen dieser längerfristigen Vorstellung formuliert die Nationalbank jährlich Wachstumsziele für die Notenbankgeldmenge. Mit der Veröffentlichung dieser Jahresziele auferlegt sie sich selber einen Disziplinierungs- und Rechtfertigungszwang! Gleichzeitig gibt sie damit der Wirtschaft eine Orientie-

rungshilfe und erleichtert die Prognostizierbarkeit des Wirtschaftsverlaufs.

Die auf die lange Frist ausgerichtete Verstetigungsstrategie, die wir in unserer Geldpolitik verfolgen, bedeutet eine klare Absage an eine aktive Konjunkturpolitik – eine Absage, die dadurch akzentuiert wird, dass in der Schweiz die Fiskalpolitik – in die sich Bund, Kantone und Gemeinden teilen – kaum in den Dienst der Konjunkturpolitik gestellt werden kann.

Für die Strategie der Verstetigung unserer Geldpolitik sprechen mehrere Gründe:

- Wir müssen uns, erstens, eingestehen, dass wir über die genauen Wirkungszusammenhänge der Geldpolitik immer noch zuwenig wissen, um eine konjunkturelle Feinsteuerung der Wirtschaft mit Erfolg durchzuführen. Geldpolitische Massnahmen können bei falscher Dosierung oder bei einer Fehleinschätzung der Wirkungsverzögerungen aber rasch prozyklisch wirken.
- Eine expansive Geldpolitik vermag, zweitens, die reale Wirtschaftsentwicklung nur kurzfristig zu beeinflussen. Um anhaltende Wirkungen zu erzielen, müsste die Geldmenge zunehmend stärker ausgedehnt werden. Verbunden damit würde sich auch der Preisauftrieb beschleunigen. Mit der Zeit wäre der ganze Prozess durchschaut: die realen Impulse einer expansiven Geldpolitik blieben aus. Einzig die Inflationsspirale würde sich weiterdrehen.
- Schliesslich ist in eine Geldpolitik, die auf die längerfristige Verstetigung angelegt ist, ein – allerdings begrenzter – Stabilisator eingebaut. Die so konzipierte Geldpolitik wirkt sich im Aufschwung leicht restriktiv, im Abschwung dagegen leicht expansiv aus. Die restriktive Wirkung im Aufschwung lässt sich gegenwärtig an der steigenden Tendenz der schweizerischen Zinssätze, insbesondere der Geldmarktsätze, ablesen.

\* Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank. Referat, gehalten vor dem International Bankers' Club Luxemburg in Luxemburg am 2. Oktober 1984.

Seit dem Übergang zur Geldmengenpolitik im Jahre 1975 wurde das Geldmengenwachstum schrittweise von jährlich 6% auf heute 3% zurückgenommen. Es liegt damit nahe beim längerfristig angestrebten Niveau. Die Inflationsrate bildete sich von knapp 10% im Jahresmittel von 1974 auf zur Zeit 2,9% (August) zurück. Die Arbeitslosenrate stieg dabei nie wesentlich über 1%. Dies sind Erfolge. Sie werden bei näherer Betrachtung allerdings relativiert. Trotz behutsamem Vorgehen gelang die Stabilisierung nur unter Erschütterungen. Im Jahre 1975 erlebte die Schweiz einen sehr schweren Konjunkturerbruch: Das reale BSP bildete sich um 7,7% zurück, und die Beschäftigung erfuhr einen starken Abbau. Nur halbwegs genesen, wurde die schweizerische Wirtschaft im Jahre 1978 von einer heftigen Wechselkurskrise geschüttelt: Von Mitte 1977 bis Herbst 1978 erhöhte sich der exportgewichtete Kurs des Schweizer Frankens nominal um fast 50% und real um gut 35%. Weite Teile der schweizerischen Exportwirtschaft – unter ihnen selbst renommierte Firmen – sahen sich in ihrer Existenz bedroht.

Nach den stürmischen siebziger Jahren ist die Schweizer Wirtschaft zwar in etwas ruhigere Wasser eingelaufen. Für wie lange ist aber – dies lehren uns die geschilderten Erfahrungen – ungewiss.

Die Schwierigkeiten, auf die die Geldmengenpolitik in der Schweiz während der ersten zehn Jahre ihrer Durchführung stiess, zeigen gleichzeitig auch deren Grenzen auf. Obwohl die Nationalbank eine auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldmengenpolitik verfolgt, lässt sich nicht bestreiten, dass sie vom Verlauf des Wechselkurses nachhaltig beeinflusst wird. Hier liegen die wichtigsten Grenzen der Geldpolitik in der Schweiz – einem Land, das stark auslandorientiert ist und über 30% seines Bruttosozialprodukts exportiert und importiert.

Die Erfahrungen haben gezeigt, dass die Wechselkurse beim Floating nicht nur kurzfristig stark schwanken. Sie können sich vielmehr über Zeiträume von Jahren recht stark von ihrem Trend entfernen. Derartige Wechselkursschwankungen führen aber zu wirtschaftlichen Verzerrungen:

- Sie leiten Aussenhandelsströme um
- Sie können ferner gesamtwirtschaftliche Störungen verursachen, indem sie zu Konjunkturerbrüchen und Beschäftigungsproblemen oder zu Überhitzungserscheinungen führen
- Bei länger anhaltenden Wechselkursauschlägen sind schliesslich strukturelle Fehlentwicklungen zu befürchten: Fehlinvestitionen, eine unnötige Vernichtung von Produktionskapazitäten oder schwer rückgewinnbare Verluste von Marktanteilen.

Unter dem Eindruck solcher Schwierigkeiten kann die Nationalbank auch in Zukunft immer wieder unter Druck geraten, in den Devisenmarkt korrigierend einzugreifen.

Wer auf die Wechselkursentwicklung Einfluss nehmen will, hat zunächst allerdings die Frage nach dem «richtigen» Wechselkurs zu beantworten. Diese Antwort wird häufig in der Berufung auf die Kaufkraftparitätentheorie gesucht. Die Vorstellung, wonach zwischen den Währungen Kaufkraftparität besteht und die Wechselkurse sich nur gemäss den Inflationsdifferenzen zwischen den Ländern bewegen, ist bestechend. Sie gilt aber nicht mit ausreichender Zuverlässigkeit. Und vor allem gilt sie nur langfristig. Deshalb kann sie der Währungspolitik, bei der – auch bei langfristiger Zielsetzung – in der kurzen Frist gehandelt werden muss, keine Handlungsrichtlinien geben. Längerfristig gerechtfertigte Wechselkursanpassungen erfolgen nicht gleichmässig, sondern oft sprunghaft. Bei starken Wechselkursveränderungen lässt sich deshalb immer erst im nachhinein erkennen, ob es sich lediglich um Fluktuationen oder um eine längerfristig erforderliche Kursanpassung handelt. Eingriffe in den Devisenmarkt sind ausserdem mit der Gefahr, erwünschte dynamische Anpassungsprozesse zu stören, verbunden. Wechselkurse entwickeln sich aber nicht jenseits jeder Rationalität. Kursfluktuationen sind insofern rational, als sie vornehmlich Änderungen in den Wechselkursorwartungen widerspiegeln. Bei der Bildung von Wechselkursorwartungen nehmen die Inflationserwartungen eine zentrale Stellung ein. Informationen können von den Finanzmärkten zwar falsch oder überinterpretiert werden und unnötige Kursfluktuationen verursachen. Längerfristig

tendieren die Wechselkurse jedoch zum wirtschaftlich gerechtfertigten Niveau hin.

Eine Notenbank, die in die Wechselkursentwicklung eingreifen will, sollte aber nicht nur eine Vorstellung vom «richtigen» Kurs haben. Sie muss vielmehr auch in der Lage sein, den Wechselkurs überhaupt zu bewegen. Die Schweizerische Nationalbank hatte in den letzten zehn Jahren Gelegenheit, auch hier reiche Erfahrungen zu sammeln. Aus diesen Erfahrungen lässt sich eine Lehre ziehen: Eine wirksame Wechselkursbeeinflussung ohne Verletzung des Geldmengenziels und der Preisniveaustabilität ist kaum möglich. Lassen Sie mich dies anhand der von uns verfolgten Strategie illustrieren:

Nach dem Übergang zum System flexibler Wechselkurse Anfang 1973 verzichtete die Nationalbank trotz steigendem nominalem und realem Frankenkurs zunächst auf Interventionen. Eine konsequent auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldmengenpolitik führte zu einem Abbau der Inflationsrate von knapp 10% im Jahresmittel 1974 auf rund 1% im Jahresmittel 1977. Diese Geschwindigkeit des Teuerungsabbaus wurde allerdings zusätzlich durch den Frankenkursanstieg und die damit verbundene Importverbilligung gefördert.

Der Frankenkursanstieg veranlasste die Nationalbank Ende 1974 zu verschiedenen administrativen Gegenmassnahmen. Im Vordergrund stand ein Verzinsungs- und Anlageverbot für ausländische Gelder. Ende 1974 wurde ausserdem die Pflicht eingeführt, Dollars, die für bewilligungspflichtige Kapitalexporte benötigt wurden, bei der Nationalbank umzutauschen. Durch diese Konversionspflicht erhöhte die Nationalbank ihren Spielraum für Dollarkäufe. Diese und weitere administrative Massnahmen vermochten die Höherbewertung des Schweizer Frankens aber nicht aufzuhalten. Dies erstaunt kaum. Von Anfang an war nämlich die Wirkung solcher Restriktionen durch die Existenz internationaler Märkte in Frage gestellt oder doch mindestens stark eingeschränkt.

Die Nationalbank versuchte deshalb in der Periode von 1975 bis 1977, zusätzlich zu den geschilderten administrativen Abwehrmassnah-

men, die unterschiedliche Wirkungsverzögerung, mit der Wechselkurse und Preisniveau auf geldpolitische Massnahmen reagieren, zur Eindämmung des Frankenkursanstiegs zu nutzen. Durch Dollarkäufe wurden das Geldangebot ausgedehnt und die Zinssätze gesenkt. Sobald die Wechselkurse reagierten und die Währungslage sich normalisierte, wurde die überhöhte Geldmenge wieder abgebaut. Auf diese Weise konnten die Wechselkurse zunächst in die gewünschte Richtung beeinflusst werden; gleichzeitig entwickelte sich das Geldmengenwachstum einigermaßen in Einklang mit den Geldmengenzielen. Sobald die Marktteilnehmer diese Interventionsstrategie durchschauten – was relativ rasch geschah –, funktionierte sie jedoch nicht mehr. Mit der Zeit festigte sich sogar der Eindruck, dass die Nationalbank nicht bereit sei, einer Höherbewertung des Frankens durch eine inflationäre Geldpolitik entgegenzuwirken. Dies trug zu einer weiteren Stärkung der Währung bei. Die Tendenz der Devisenmärkte, ihre Wechselkurs Erwartungen nur Änderungen des geldpolitischen Kurses anzupassen, die ihnen als dauerhaft erschienen, führte dazu, dass die «sterilisierten» Interventionen wirkungslos verpufften.

Im Herbst 1978 kam es schliesslich – wie schon erwähnt – trotz einem immer enger geknüpften Netz von Abwehrmassnahmen zu einer eigentlichen Wechselkurskrise. Der Kursanstieg des Schweizer Frankens überstieg das tragbare Mass. Die Nationalbank konnte eine weitere Kursbefestigung nicht dulden und entschloss sich, die Geldmengenpolitik zugunsten eines Wechselkursziels von deutlich über 80 für die D-Mark/Schweizer-Franken-Relation zu sistieren. Die Verteidigung dieses Wechselkursziels führte in kurzer Zeit zu einer massiven Aufblähung der Notenbankgeldmenge. Sie nahm in der Periode von September bis Dezember 1978 um 30% zu. Die Geldmenge  $M_1$  erhöhte sich im gleichen Zeitraum um 13%. Mit der üblichen Verzögerung von zwei bis drei Jahren stieg auch die Inflation an; sie erreichte im Herbst 1981 eine Rate von 7,5%.

Anfang 1979 normalisierte sich die Lage am Devisenmarkt. Die Nationalbank konnte wieder zur Geldmengenpolitik zurückkehren. Aufgrund der Erfahrung, dass die Wechselkursentwicklung

Im wesentlichen von der Geldpolitik bestimmt wird, wurden alle administrativen Massnahmen gegen den Zufluss ausländischer Gelder bis Sommer 1980 aufgehoben. Die Nationalbank intervenierte auch nur noch sehr zurückhaltend im Devisenmarkt. Sie konzentrierte ihre Kräfte erneut auf die Inflationsbekämpfung.

Die D-Mark/Schweizer-Franken-Relation verzeichnete in den letzten Jahren nur noch geringfügige Fluktuationen. Seit Ende 1981 schwankte der Kurs der D-Mark – ohne dass die Nationalbank grössere Devisenmarktinterventionen tätigte – in einem Band von 80 bis 85 Rappen. Diese Stabilität der Wechselkurse dürfte wesentlich auf die vergleichbare wirtschaftliche Entwicklung und vor allem auf den ähnlichen wirtschaftspolitischen Kurs der Bundesrepublik und der Schweiz zurückzuführen sein. Kleinere Kursfluktuationen entstanden meist in Zusammenhang mit grösseren Dollarkursbewegungen, bei denen – je nach Situation – einmal die D-Mark und ein andermal der Schweizer Franken als Gegenwährung stärker im Vordergrund standen. Der Frankenkurs der D-Mark fluktuierte aber weniger stark als die Wechselkurse im Europäischen Währungssystem. Dies erstaunt insofern nicht, als das Europäische Währungssystem noch immer durch recht unterschiedliche wirtschaftliche Verhältnisse geprägt ist.

Starke Wechselkursfluktuationen verzeichnen wir heute vor allem gegenüber dem Dollar. Die aktuelle Dollarstärke dürfte wesentlich mit den im internationalen Vergleich hohen amerikanischen Zinssätzen zusammenhängen. Die grosse Zinsdifferenz zugunsten von Dollaranlagen ist vor allem auf die konjunkturelle Phasenverschiebung zwischen den USA und Europa sowie auf die problematische Verbindung von expansiver Fiskal- und zurückhaltender Geldpolitik in den Vereinigten Staaten zurückzuführen. Längerfristig ist diese Situation instabil. Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass die Wechselkursbewertungen volatil sind und zu starken Dollarkurschwankungen führen.

Die jüngsten Entwicklungen der D-Mark/Schweizer-Franken-Relation und des Dollarkurses sind – damit möchte ich das Fazit aus meinen Ausführungen ziehen – letztlich neue Beispiele für eine

alte Erkenntnis. Es bleibt uns nur eine einzige Möglichkeit, die Grenzen der Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft auszuweiten und gleichzeitig die Stabilität von Preisen und Wechselkursen zu erreichen: Sie liegt im Willen aller wichtigen Industrieländer, eine stetige, auf inflationsfreies Wirtschaftswachstum ausgerichtete Geld- und Fiskalpolitik zu verfolgen. Verfehlen die Industrieländer dieses Ziel, so haben wir auch in Zukunft immer wieder mit schwierigen Wechselkursproblemen zu rechnen.

Wie würde sich die Schweizerische Nationalbank, erneut mit schwerwiegenden Wechselkursproblemen konfrontiert, verhalten? Sicher wäre sie in einer solchen Situation – aufgrund ihrer Erfahrungen – um zwei Illusionen ärmer: um die Illusionen nämlich, die Wechselkurse entweder mit administrativen Massnahmen oder aber mit sterilisierten Devisenmarktinterventionen wirksam beeinflussen zu können. Die aus dieser Desillusionierung erwachsene Überzeugung, dass nur nichtsterilisierte – d.h. geldmengenwirksame – Interventionen die Wechselkurse nachhaltig zu beeinflussen vermögen, erklärt auch die aktuelle Zurückhaltung der Nationalbank gegenüber Versuchen, durch Dollarverkäufe den Anstieg des Kurses der amerikanischen Währung aufzuhalten. Das Ausmass der zur Eindämmung eines Dollarkursanstiegs erforderlichen Geldmengenverknappung könnte – bei starken Auftriebskräften – sehr beträchtlich sein. Im Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung wäre eine Verschärfung des geldpolitischen Kurses heute aber völlig verfehlt. Sie würde die schweizerische Volkswirtschaft gefährlicher als ein vorübergehend überhöhter Dollarkurs treffen.

Die geschilderte Skepsis sowohl gegenüber administrativen Massnahmen wie gegenüber sterilisierten Interventionen am Devisenmarkt stellt uns allerdings vor eine heikle Frage, die die Grenzen unserer geldpolitischen Autonomie aufzeigt. Diese «Gretchenfrage» heisst: Wäre die Nationalbank in einer erneuten Wechselkurskrise bereit, von ihrem Geldmengenziel abzuweichen oder die Zielvorgabe gar – wie 1978 – ein weiteres Mal zugunsten eines Wechselkursziels zu sistieren? Diese Frage lässt sich nicht generell beantworten. Ein Entscheid müsste im konkreten Fall – unter Berücksichtigung der gesamt-

wirtschaftlichen Situation – gefällt werden. Sicher aber ist, dass es uns, gestützt auf die nach 1978 gewonnenen Erfahrungen, noch weit schwerer

als damals fallen würde, die Geldmengenpolitik partiell oder ganz zugunsten einer expliziten Wechselkurspolitik aufzugeben.

# La demande de monnaie en Suisse

Ulrich Kohli\*

## 1. Introduction

L'objet de cet article est l'estimation de fonctions de demande pour les principaux agrégats monétaires suisses et leurs composantes. La question de la demande de monnaie en Suisse a certes déjà été étudiée<sup>1</sup>, mais vu l'importance du concept, il est utile de réestimer cette relation lorsque, grâce au passage du temps, de nouvelles données s'ajoutent aux anciennes. De plus, dans le passé, l'intérêt des chercheurs suisses s'est porté principalement sur les agrégats relativement étroits (la base et  $M_1$ ) alors que dans d'autres pays l'accent est souvent mis sur des agrégats plus larges.<sup>2</sup> Il nous paraît donc souhaitable d'étendre l'analyse à une gamme plus complète de grandeurs monétaires.

La demande de monnaie occupe une place extrêmement importante dans la plupart des modèles macroéconomiques. En fait, on peut probablement affirmer sans crainte d'exagération que la demande de monnaie est la relation financière la plus importante de la théorie macroéconomique. Elle procure un lien souvent indispensable entre variables réelles et nominales et elle joue un rôle primordial dans le processus de transmission de la politique monétaire.

Au risque de simplifier quelque peu nous pouvons considérer que l'offre de monnaie est essentiellement régie par les actions de la Banque nationale suisse. La demande de monnaie, quant à elle, émane principalement du public non bancaire qui cherche à détenir de la monnaie, soit à des fins de transactions, soit comme réserve de valeur. A court terme, pour une masse monétaire donnée, la position de la demande de monnaie est un élément crucial pour la détermination des taux d'intérêt. Ceux-ci agissent sur les principales composantes de la demande globale et contribuent à déterminer l'évolution future du revenu réel et du niveau des prix.

Pour la BNS, la demande de monnaie joue un rôle important dans la formulation de sa politique monétaire. La connaissance des paramètres de la demande de monnaie permet d'évaluer l'augmentation des besoins en liquidités de l'économie dans un environnement de croissance et de stabilité des prix. A plus court terme, la position de la demande de monnaie permet d'évaluer l'effet sur les taux d'intérêt d'un accroissement projeté de la masse monétaire. Lors du choix de son objectif monétaire annuel la BNS s'efforce de se rapprocher du sentier qui, à long terme, garantira la stabilité des prix, tout en tenant compte des besoins immédiats de l'économie.

Le modèle de la demande de monnaie auquel nous avons recours est un modèle relativement simple qui a fait ses preuves à maintes reprises. Nous l'utilisons pour estimer les fonctions de demande pour huit volumes monétaires différents.<sup>3</sup> Par souci d'objectivité, nous évitons intentionnellement de changer de modèle au gré des agrégats considérés. En effet, nous sommes d'avis qu'un modèle satisfaisant doit être suffisamment robuste pour être à même d'expliquer la demande des divers agrégats monétaires, du plus large au plus étroit. Il serait arbitraire de vouloir chercher autant de spécifications qu'il y a d'équations à estimer.

Notre échantillon se compose de données annuelles couvrant la période 1959–1983. Notre choix de l'année comme période de référence est fortement influencé par le souci d'utiliser une période d'estimation aussi longue que possible et qui soit la même pour tous les agrégats monétaires et leurs composantes. Les données de la comptabilité nationale ne sont disponibles sur une base trimestrielle que dès 1967 et des don-

<sup>1</sup> Voir Schilltknecht (1974), Vital (1978), Galli (1980) et Rich et Béguelin (1982).

<sup>2</sup> Voir toutefois Galli (1980) qui estime des fonctions de demande de billets de banque.

<sup>3</sup> A savoir la base monétaire,  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$ , les billets, les dépôts à vue, les dépôts à terme et les dépôts d'épargne.



nées trimestrielles complètes de la composition de la masse monétaire n'existent que depuis 1976. Dans le cas de  $M_1$ , nous disposons toutefois de données trimestrielles couvrant une période nettement plus longue, et nous avons vérifié que leur utilisation ne donne pas des résultats fondamentalement différents.<sup>4</sup>

Cette étude se poursuit avec une discussion du modèle théorique. La troisième partie de l'étude est consacrée à la description des données et de la méthode d'estimation. Nos résultats sont présentés dans la quatrième partie et sont suivis de quelques remarques finales.

## 2. Le modèle

Nous supposons que la demande désirée de monnaie est une fonction surtout i) du revenu réel, et ii) des taux de rendement anticipés de la monnaie et de ses proches substituts. Nous pouvons écrire:

$$m^* = k(y, r, \Theta) \quad (1)$$

où  $m^*$  est la quantité réelle désirée de monnaie (ou demande à long terme),  $y$  est le revenu réel,  $r$  est un vecteur de taux de rendement anticipés, et  $\Theta$  est une variable de déplacement. La fonction  $k(\cdot)$  est supposée être croissante par rapport au revenu réel et au taux de rendement de la monnaie, et décroissante par rapport aux autres composantes de  $r$ .<sup>5</sup> Notons que la masse monétaire aussi bien que le revenu sont exprimés en termes réels; cela est indispensable si on veut que la demande de monnaie soit conforme d'une manière générale à l'hypothèse d'absence d'illusion monétaire.

Une fonction de demande de monnaie telle que (1) peut être obtenue facilement à partir d'un grand nombre de modèles théoriques, y compris la théorie des portefeuilles et la théorie quantitative de la monnaie.<sup>6</sup> Ce genre de spécification a également beaucoup été utilisé lors de travaux empiriques, pour la Suisse aussi bien que pour d'autres pays.<sup>7</sup>

Le revenu réel joue le rôle de variable d'échelle dans la détermination des encaisses désirées. D'autres variables pourraient en principe être

utilisées, telle le patrimoine du secteur privé. Les problèmes de mesure de cette dernière variable sont tels, cependant, qu'il paraît préférable, à ce stade, de se contenter d'une variable de revenu. D'autre part, pour la monnaie détenue à des fins de transactions, il est probable qu'il existe un lien direct entre la demande de monnaie et le revenu réel.<sup>8</sup>

Le rôle des taux de rendement anticipés dans la fonction (1) est essentiellement de mesurer le coût d'opportunité des encaisses réelles. Une hausse du rendement propre de la monnaie entraîne une baisse de son coût d'opportunité alors qu'une hausse du taux de rendement d'un proche substitut tend au contraire à accroître son coût de détention. Il est bien évident que pour les agrégats monétaires au sens étroit, le rendement propre de la monnaie peut être constant, voire nul. Son coût d'opportunité est alors reflété uniquement par le rendement des autres actifs. Il convient également de noter que le vecteur  $r$  n'est pas nécessairement composé exclusivement de taux d'intérêt. En effet, pour autant que les cours des actifs pouvant être substitués à la monnaie ne soient pas constants, les variations anticipées de ceux-ci doivent être pris en considération. On peut penser que les biens physiques peuvent remplacer la monnaie dans son rôle de réserve de valeur, auquel cas le taux d'inflation anticipé devrait figurer parmi les composantes de  $r$ . Si on voulait également considérer les avoirs en monnaies étrangères, il faudrait aussi inclure les variations anticipées des taux de change.<sup>9</sup>

De nombreuses autres variables pourraient être incorporées dans notre fonction de demande, par exemple, le risque, ou la répartition du revenu entre revenu du travail et revenu de la fortune.

<sup>4</sup> A noter toutefois que l'estimation trimestrielle donne une élasticité de revenu sensiblement plus faible.

<sup>5</sup> Nous supposons l'absence de complémentarité entre différents actifs.

<sup>6</sup> Voir Tobin (1958) et Friedman (1956).

<sup>7</sup> Voir Vital (1978) et Goldfeld (1973) par exemple.

<sup>8</sup> A noter que nous avons également estimé nos équations avec soit la consommation, soit la demande finale comme variable d'activité; cette modification ne change guère la valeur des paramètres, mais elle conduit généralement à une légère dégradation de la qualité de l'estimation.

<sup>9</sup> Sur ce point, voir Roth (1981).

Afin de simplifier l'analyse le plus possible, nous nous abstenons d'explorer le rôle de ces variables supplémentaires. Toutefois, conformément à l'hypothèse de Lucas (1972) selon laquelle les changements de politique économique peuvent entraîner des modifications de comportement importantes, nous avons introduit dans la fonction (1) une variable de déplacement ( $\Theta$ ) permettant de capturer le rôle du régime monétaire en place. En effet, pendant les années couvertes par notre échantillon, on peut observer un changement fondamental de la politique monétaire, avec, en 1973, le passage aux changes flottants et l'intérêt nouveau porté à la croissance des agrégats monétaires.

Il nous reste à préciser la forme fonctionnelle de  $k(\cdot)$ . Nous optons pour une forme maintes fois éprouvée lors de travaux empiriques, la fonction linéaire semi-logarithmique<sup>10</sup>:

$$\log(m^*) = \alpha + \beta \log(y) + \gamma r + \delta \Theta. \quad (2)$$

Le paramètre  $\beta$  peut être interprété comme l'élasticité de la demande de monnaie par rapport au revenu.  $\gamma$  est un vecteur de semi-élasticités par rapport aux taux de rendement anticipés et  $\delta$  indique le rôle du régime de politique monétaire. Le paramètre  $\alpha$  est le terme constant; il reflète les unités de mesure et n'a pas d'interprétation économique particulière.

Il est peu probable que la demande de monnaie effective soit en tout temps égale à la demande de monnaie désirée, cela en raison de délais d'ordre divers qui peuvent se produire. Soit  $m$  la demande réelle effective; nous postulons un processus d'ajustement linéaire en logarithmes:

$$\log(m) = \log(m_{-1}) + \lambda[\log(m^*) - \log(m_{-1})], \quad (3)$$

$$0 < \lambda \leq 1,$$

où l'indice  $-1$  indique un retard de une période. Après avoir substitué (2) dans (3), la demande de monnaie effective (ou demande à court terme) peut être obtenue comme suit<sup>11</sup>:

$$\log(m) = \alpha\lambda + \beta\lambda\log(y) + \gamma\lambda r + \delta\lambda\Theta + (1-\lambda)\log(m_{-1}). \quad (4)$$

On voit que (4) n'est pas linéaire par rapport aux paramètres structurels. A des fins d'estimation, l'équation peut toutefois être réécrite comme suit<sup>12</sup>:

$$\log(m) = a + b\log(y) + cr + d\Theta + (1-\lambda)\log(m_{-1}) \quad (5)$$

et il est évident que

$$a = \alpha\lambda, \quad b = \beta\lambda, \quad c = \gamma\lambda, \quad d = \delta\lambda.$$

Supposons que le marché monétaire soit en équilibre. La demande de monnaie effective est alors égale à la quantité de monnaie en existence. Cette dernière étant observable, l'équation (5) peut dès lors être estimée.

### 3. Application empirique

Nous voulons estimer l'équation (5) pour les principaux agrégats monétaires suisses et leurs composantes. Nous considérons les grandeurs monétaires suivantes:

MC: billets en circulation

DD: dépôts à vue

DT: dépôts à terme

DS: dépôts d'épargne

$M_0$ : base monétaire (monnaie centrale)

$M_1$ :  $M_1 = MC + DD$

$M_2$ :  $M_2 = M_1 + DT$

$M_3$ :  $M_3 = M_2 + DS$ .

En ce qui concerne les composantes de  $r$ , nous retenons les taux de rendement suivants:

$r_{DT}$ : taux d'intérêt sur les dépôts à trois mois auprès des grandes banques

$r_{DS}$ : taux d'intérêt sur les dépôts et comptes d'épargne

$r_B$ : rendement des obligations de la Confédération

$\pi$ : taux d'inflation (approximation du taux d'inflation anticipé).

$r_B$  et  $\pi$  correspondent au rendement de proches substituts pour la monnaie. Le rendement de MC

<sup>10</sup> Nous utilisons cette forme plutôt que la forme linéaire logarithmique parce qu'une composante de  $r$ , à savoir  $\pi$ , contient une observation négative. Nous considérons (2) comme une approximation plutôt que comme la vraie fonction d'autant plus qu'une forme logarithmique ne peut pas être exacte à la fois pour la somme et ses composantes.

<sup>11</sup> Notons qu'une équation très semblable à (4) peut être obtenue sur la base de l'hypothèse du revenu permanent; pour plus de détails, voir Feige (1967) et Kohli (1981).

<sup>12</sup> Notons toutefois que l'équation (4) pourrait être estimée par un procédé non linéaire.

et  $M_0$  est nul pour des raisons institutionnelles; nous supposons que le rendement de DD, et donc de  $M_1$ , est nul également. Les taux de rendement de  $M_2$  et  $M_3$ , finalement, sont calculés de la manière suivante:

$$r_{M_2} = (DT/M_2) r_{DT}$$

$$r_{M_3} = (DT/M_3) r_{DT} + (DS/M_3) r_{DS}$$

Le revenu réel est mesuré par le produit national brut réel, et le déflateur du PNB est utilisé comme indice des prix dans le calcul de la masse monétaire réelle et du taux d'inflation.

Toutes les données couvrent la période 1959–1983. Les masses monétaires et les taux d'intérêt sont calculés comme moyennes annuelles de valeurs mensuelles ( $\lambda$  devra être interprété en conséquence).  $\Theta$  est défini comme étant nul jusqu'en 1972, et égal à un ensuite.

Nous supposons que l'équation (5) est stochastique en lui ajoutant un terme aléatoire avec espérance mathématique nulle et variance constante. L'équation est estimée par la méthode des moindres carrés ou de Cochrane-Orcutt si besoin est. Pour chaque agrégat ou composante monétaire, la fonction de demande est d'abord estimée avec  $y$ ,  $r_{DT}$ ,  $r_B$ ,  $\pi$  et  $\Theta$  (ainsi que le taux de rendement propre dans le cas de DS,  $M_2$  et  $M_3$ ) comme variables indépendantes. Nous avons par la suite procédé à la maximisation du  $R^2$  corrigé pour le degré de liberté en éliminant les variables qui ne contribuent pas de façon significative à expliquer les variations de la demande de monnaie.

#### 4. Résultats empiriques

Les valeurs des paramètres des huit équations figurent au tableau 1. Les variables dépendantes sont indiquées dans la première colonne. Les valeurs des statistiques  $t$  sont données entre parenthèses. Nous présentons également les valeurs du  $R^2$  corrigé pour le degré de liberté ( $\bar{R}^2$ ), la statistique de Durbin ( $h$ ), le coefficient d'autocorrélation ( $\rho$ ), et l'erreur type de l'estimation (SEE). Nos résultats paraissent satisfaisants dans l'ensemble. Exception faite de la demande de billets de banque, l'hypothèse d'absence

d'autocorrélation ne peut pas être rejetée au niveau de confiance de 95%.<sup>13</sup>

Le coefficient de détermination est élevé dans tous les cas, quoiqu'il convienne de ne pas attacher trop d'importance à cette statistique. Un meilleur guide quant au pouvoir explicatif de nos équations est l'écart type des résidus (SEE). Puisque toutes les variables dépendantes sont mesurées en logarithmes, nous pouvons interpréter les écarts types comme étant exprimés en pourcentages de la masse monétaire. Ces écarts varient entre 1,6% et 7,5%. Ils sont particulièrement faibles pour les billets et pour les agrégats  $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$ , mais nettement plus élevés pour les dépôts à terme.

Les vitesses d'ajustement ( $\lambda$ ) – calculées à partir des coefficients des variables retardées – figurent au tableau 2. Nous indiquons également le nombre d'années nécessaires pour que l'ajustement soit réalisé à 50%.<sup>14</sup> On constate que ce dernier est particulièrement lent pour les dépôts d'épargne: il lui faut près de quatre ans pour être à moitié accompli. Ce résultat n'est guère surprenant vue l'inertie bien connue dont fait preuve ce genre de dépôt.

L'ajustement est relativement rapide en ce qui concerne les billets, les dépôts à vue et à terme, ainsi que pour  $M_2$ . En ce qui concerne  $M_1$ , notre estimation de la vitesse d'ajustement (0,34) est

<sup>13</sup> A noter que dans le cas des billets nous avons utilisé  $r_{DS}$  pour mesurer le coût d'opportunité de la monnaie,  $r_{DT}$  donnant des résultats très peu satisfaisants (Galli (1980) utilise également  $r_{DS}$ ). La valeur élevée du coefficient d'autocorrélation laisse néanmoins planer quelques doutes quant à la validité de nos résultats. Il est possible que seule la désagrégation de MC puisse conduire à des résultats plus satisfaisants; voir à ce propos Béguelin (1984). Une certaine instabilité de la demande de billets dès 1976 a également été constatée par Galli (1980).

<sup>14</sup> Soit  $t$  le temps nécessaire à ce qu'une fraction  $i$  de l'ajustement soit réalisée;  $t$  peut être calculé de la manière suivante:  $t = \log(1-i)/\log(1-\lambda)$ .

Il faut veiller toutefois à ne pas interpréter le modèle de façon trop mécanique. L'expression (3) doit être considérée comme une approximation et non pas comme la description du «vrai» processus d'ajustement, l'approximation étant probablement bien meilleure dans la courte période qu'à moyen ou long terme. En effet, *stricto sensu* (3) implique que l'ajustement ne sera jamais complètement réalisé, ce qui ne paraît guère plausible.

**Tableau 1: Valeurs estimées des paramètres (statistiques t entre parenthèses)**

Grandeur monétaire	const.	y	$r_{\sigma T}$	$r_B$	$r_{DS}$	$r_{M2}$	$\pi$	$\Theta$	$m_{-1}$	$\bar{R}^2$	h	$\rho$	SEE
$M_0$	-0,497 (-0,55)	0,362 (4,24)	-0,025 (-4,99)					-0,070 (-2,77)	0,636 (4,77)	0,911	-1,07		0,038
$M_1$	0,138 (0,261)	0,314 (4,29)	-0,024 (-6,02)	-0,018 (-2,25)				-0,050 (-3,37)	0,659 (7,67)	0,962	-0,76		0,024
$M_2$	-0,680 (-1,15)	0,665 (4,71)	-0,042 (-4,59)			0,057 (6,27)	-0,407 (-1,39)	-0,045 (-2,44)	0,376 (3,23)	0,985	0,01		0,026
$M_3$	-0,526 (-1,20)	0,306 (2,62)		-0,018 (-2,74)			-0,736 (-3,94)		0,753 (9,24)	0,995	-0,85		0,018
MC	0,401 (2,88)	0,299 (3,58)			-0,042 (-5,16)				0,401 (2,88)	0,999	0,71	0,86	0,016
DD	-0,891 (-1,36)	0,501 (5,74)	-0,035 (-6,55)	-0,030 (-2,69)				-0,074 (-3,62)	0,541 (6,69)	0,949	-1,00		0,032
DT	-3,302 (-2,47)	0,679 (4,00)	0,100 (8,29)	-0,057 (-2,31)			-1,381 (-1,79)		0,547 (6,84)	0,969	-1,61		0,075
DS	-1,864 (-1,74)	0,326 (1,64)		-0,063 (4,01)	0,074 (3,08)		-1,082 (-2,57)		0,838 (7,29)	0,987	-0,81		0,037

proche de la valeur obtenue par Schiltknecht (1974) pour la période 1955-1971. Vital (1978), qui lui utilise des données mensuelles et trimestrielles, obtient en général des vitesses plus élevées.<sup>15</sup>

Ainsi que le montre le tableau 1, les élasticités à court terme par rapport au revenu oscillent entre 0,30 (MC) et 0,68 (DT). Plus intéressantes, cependant, sont les élasticités à long terme qui sont reproduites dans le tableau 3. Elles varient fortement selon les agrégats monétaires, de 0,50 pour les billets à 2,01 pour les dépôts d'épargne. Ce résultat correspond assez bien à l'idée qu'il existe des économies d'échelle en ce qui concerne l'usage de la monnaie à des fins de transactions<sup>16</sup>, mais que la monnaie détenue à titre de précaution est un bien supérieur.<sup>17</sup> En ce qui

concerne  $M_1$ ,  $M_2$  et la base, l'élasticité est proche de un. Ce résultat est conforme aux résultats obtenus pour d'autres pays. Notons toutefois que Vital (1978) obtient des élasticités sensiblement inférieures à l'aide de données mensuelles et trimestrielles.

La lecture du tableau 1 montre que l'effet de variations du taux de rendement propre de la monnaie est nettement positif dans le cas de  $M_2$ , DT et DS. Par contre, il est trop faible pour être décelé de façon significative dans le cas de  $M_3$ . On constate également que le taux d'intérêt à long terme ( $r_B$ ) n'a pas d'effet sur la demande de monnaie de base, alors que le taux à court terme ( $r_{DT}$ ) n'a pas d'influence sur la demande de monnaie en ce qui concerne les billets de banque et

**Tableau 2: Vitesses d'ajustement**

Grandeur monétaire	$\lambda$	Années nécessaires à un ajustement de 50%
$M_0$	0,364	1,53
$M_1$	0,341	1,66
$M_2$	0,624	0,71
$M_3$	0,247	2,44
MC	0,599	0,76
DD	0,459	1,13
DT	0,453	1,15
DS	0,162	3,92

<sup>15</sup> Vital (1978) utilise la demande finale comme variable d'activité. Cette variable n'étant disponible que sur une base annuelle, il construit des valeurs mensuelles et trimestrielles par interpolation. Les résultats de Vital indiquent que la valeur de  $\lambda$  fluctue passablement selon la période d'estimation (la même constatation est faite par Poole (1970) dans le cas des Etats-Unis). De plus, la valeur de  $\lambda$  augmente considérablement dès 1972, alors même que l'autocorrélation des résidus devient nettement plus prononcée dans le cas de son équation trimestrielle. Ce phénomène pourrait provenir d'un déplacement de la demande de monnaie intervenu à peu près à cette époque.

<sup>16</sup> Voir Baumol (1952).

<sup>17</sup> Voir Friedman (1959).

les dépôts d'épargne. Enfin, il est intéressant de noter que le taux d'inflation ( $\pi$ ) ne joue de rôle que dans les équations de DT, DS,  $M_2$  et  $M_3$ . Cela se comprend aisément puisque les biens physiques sont des substituts avant tout pour les composantes peu liquides de la monnaie.

Les semi-élasticités à long terme par rapport aux taux d'intérêt et au taux d'inflation figurent au tableau 3. L'effet des taux d'intérêt est relativement fort en ce qui concerne les dépôts à vue et  $M_1$ , particulièrement si on tient compte du fait que chacune de ces deux équations contient deux taux d'intérêt: en cas de hausse générale des taux d'intérêt, les deux effets, ayant le même signe, se cumulent. Les effets de substitution sont également très marqués en ce qui concerne les dépôts à terme et d'épargne, ainsi que pour  $M_2$  et  $M_3$ .

La forme fonctionnelle que nous avons choisie implique des semi-élasticités constantes par rapport aux taux de rendement. Il est cependant plus facile d'interpréter des élasticités. Nous avons calculé les valeurs de ces élasticités à la moyenne de l'échantillon<sup>18</sup>; elles figurent au tableau 4. Nous constatons que nos résultats pour la Suisse sont comparables à ceux obtenus pour d'autres pays. En ce qui concerne  $M_1$ , par exemple, nous trouvons une élasticité totale par rapport aux taux d'intérêt proche de 0,5 en valeur absolue.

A en juger par le rôle de la variable de déplacement ( $\Theta$ ), il apparaît que le passage aux changes flexibles a eu une influence significative sur la

**Tableau 3: Elasticités par rapport au revenu et semi-élasticités par rapport aux taux de rendement: valeurs à long terme**

Grandeur y monétaire	$r_{DT}$	$r_B$	$r_{DS}$	$r_{M2}$	$\pi$
$M_0$	0,995	-0,069			
$M_1$	0,921	-0,070	-0,053		
$M_2$	1,066	-0,067		0,091	-0,652
$M_3$	1,239	-0,065			-2,980
MC	0,499		-0,070		
DD	1,092	-0,076	-0,065		
DT	1,499	0,221	-0,126		-3,049
DS	2,012	-0,389	0,457		-6,679

**Tableau 4: Elasticités à long terme par rapport aux taux de rendement**

Grandeur monétaire	$r_{DT}$	$r_B$	$r_{DS}$	$r_{M2}$	$\pi$
$M_0$	-0,231				
$M_1$	-0,235	-0,238			
$M_2$		-0,300		0,120	-0,029
$M_3$		-0,291			-0,133
MC			-0,238		
DD	-0,255	-0,291			
DT	0,740	-0,565			-0,136
DS		-1,744	1,557		-0,298

demande de dépôts à vue, et donc sur la demande des agrégats plutôt étroits<sup>19</sup>, mais ni sur la demande de billets, ni sur celle des dépôts à terme ou d'épargne. En ce qui concerne  $M_3$ , l'effet est trop flou pour qu'on puisse le déceler. On peut également supposer que le changement de régime a influencé le comportement des banques puisque la demande de monnaie de base s'est déplacée alors que celle des billets ne semble pas avoir été affectée. En ce qui concerne  $M_1$ , le passage aux changes flottants semble avoir entraîné une diminution de la demande de l'ordre de 5% à court terme et 13% à long terme. Les causes de ce déplacement ne sont pas évidentes. Les travaux de Lucas (1972) démontrent qu'un revirement de la politique monétaire peut effectivement amener les agents économiques à modifier leur comportement, mais la nature du changement dépend à la fois de la politique suivie et de la structure de l'économie. Dans le cas présent, on peut toutefois avancer quelques hypothèses précises. La plus vraisemblable, peut-être, est que l'avènement des changes flottants, en augmentant les risques de change, a incité les agents bancaires et non bancaires à diversifier davantage leurs portefeuilles et à détenir une plus grande part de leurs liquidités sous forme de monnaie étrangère.<sup>20</sup>

<sup>18</sup> Les valeurs moyennes des taux de rendement sont les suivantes:

$$r_{DT} = 3,3500$$

$$r_{DS} = 3,4063$$

$$r_{M2} = 1,3184$$

$$r_B = 4,4820$$

$$\pi = 0,0446.$$

<sup>19</sup> Un changement structurel intervenu à peu près à cette époque a également été décelé par Vital (1978).

<sup>20</sup> Cette évolution est également notée par Bridel (1984).

## 5. Conclusions

Nos résultats indiquent que les données suisses sont compatibles avec l'hypothèse de fonctions de demande de monnaie relativement simples, et ce à différents niveaux d'agrégation.

Nos résultats sont conformes à la théorie économique et ils sont comparables aux résultats observés pour d'autres pays et à ceux obtenus pour la Suisse avec des données annuelles plus anciennes.

Il apparaît que l'élasticité à long terme par rapport au revenu, proche de l'unité pour la base et  $M_1$ , augmente avec le degré d'illiquidité de la monnaie, et que les taux d'intérêt jouent un rôle important dans la détermination des encaisses désirées. Dans le cas des composantes relativement peu liquides, il s'avère que le taux d'inflation joue également un rôle non négligeable. Il convient de souligner toutefois que l'ajustement n'est instantané pour aucun des agrégats. En fait, il semble être plutôt lent, l'ajustement *moyen* n'atteignant que 34% au cours de la première année dans le cas de  $M_1$  par exemple. Nos résultats, enfin, sont conformes à l'hypothèse d'un déplacement de la demande de monnaie au sens étroit à la suite du changement de politique monétaire intervenu en 1973.

Le fait que l'élasticité de la demande de monnaie par rapport au revenu soit proche de un dans le cas de la base a des implications particulières pour la politique monétaire de la BNS. Ce résultat indique en effet qu'à long terme, dans un environnement non inflationniste, la demande de monnaie augmente à peu près au même rythme que le revenu. Si on évalue le potentiel de croissance du revenu national suisse à environ 2%, il en résulte qu'à long terme l'objectif monétaire de la BNS devrait se situer aux alentours de 2% pour assurer la stabilité des prix.

Il n'est peut-être pas inutile de rappeler que les résultats présentés ici ne sont que des estimations. En analysant des résultats économétriques on a souvent tendance à ne considérer que la valeur centrale des paramètres, mais il ne faut pas ignorer l'intervalle d'incertitude qui lui est associé et qui peut être considérable. Il est bien

connu que ces valeurs centrales sont susceptibles de varier substantiellement d'un échantillon à l'autre et selon les spécifications.<sup>21</sup> Les résultats obtenus reflètent dans une large mesure le modèle choisi; il convient donc de les interpréter avec prudence cela d'autant plus qu'il faut bien se rendre compte qu'en macroéconomie on a à faire à des représentations extrêmement simplifiées de la réalité. La demande de monnaie agrégée, comme toute autre relation macroéconomique, est un concept fort utile à notre avis mais qui n'en demeure pas moins une construction de l'esprit.

## Références

- Baumol, W. J. (1952), «The Transaction Demand for Cash: A Inventory Theoretic Approach», *Quarterly Journal of Economics* 66, 545-556.
- Béguelin, J. P. (1984), «Financial Innovation and Monetary Policy: The Swiss Non-Case», in *Financial Innovation and Monetary Policy* (Bâle: Banque des règlements internationaux).
- Bridel, P. (1984), «Essai d'estimation de la part suisse à l'activité financière internationale 1975-1983», *Monnaie et conjoncture*, septembre, 61-71.
- Felge, E. L. (1967), «Expectations and Adjustments in the Monetary Sector», *American Economic Review, Papers and Proceedings* 57, 462-473.
- Friedman, M. (1956), «The Quantity Theory of Money: A Restatement», in Friedman, M. (ed.), *Studies In the Quantity Theory of Money* (Chicago: University of Chicago Press).
- Friedman, M. (1959), «The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results», *Journal of Political Economy* 67, 327-351.
- Galli, A. (1980), «Die Nachfrage nach Bargeld in der Schweiz», *Bulletin mensuel de la Banque nationale suisse*, 2-10.
- Goldfeld, S. M. (1973), «The Demand for Money Revisited», *Brookings Papers on Economic Activity*, 577-638.
- Kohli, U. (1981), «Permanent Income in the Consumption and the Demand for Money Functions», *Journal of Monetary Economics* 7, 227-238.
- Lucas, R. E. Jr. (1972), «Expectations and the Neutrality of Money», *Journal of Economic Theory* 4, 103-124.
- Poole, W. (1970), «Whither Money Demand», *Brookings Papers on Economic Activity*, 485-500.
- Rich, G. and J. P. Béguelin (1982), «Swiss Monetary Policy in the 1970s and 1980s: An Experiment in Pragmatic Monetarism», Banque nationale suisse, mimeo.
- Roth, J.-P. (1981), «Exchange Rate Expectations and the Demand for Money: The Swiss Case», Banque nationale suisse, mimeo.
- Schiltknecht, K. (1974), «An Econometric Model for the Financial sector of Switzerland», Economic Research Unit, University of Pennsylvania, mimeo.
- Tobin, J. (1958), «Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk», *Review of Economic Studies* 25, 65-86.
- Vital, C. (1978), *Geldnachfragegleichungen für die Schweiz* (Zürich: Verlag Industrielle Organisation).

<sup>21</sup> Voir note 15 ci-dessus.

## Geld- und währungspolitische Chronik

---

### **Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmaßnahmen**

Der Bundesbeschluss vom 20. März 1975/14. Dezember 1979 über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmaßnahmen ermächtigt den Bundesrat, zur Verhütung oder Behebung ernsthafter Störungen der internationalen Währungsbeziehungen an internationalen Stützungsaktionen teilzunehmen. Soweit der Bundesrat die Schweizerische Nationalbank mit der Kreditgewährung beauftragt, garantiert der Bund dem Noteninstitut die fristgerechte Rückzahlung der Kredite. Der Bundesbeschluss wird am 15. Juli 1985 auslaufen.

Anfang September 1984 verabschiedete der Bundesrat eine Botschaft zur Verlängerung und Änderung des Bundesbeschlusses zuhanden der eidgenössischen Räte. Zwar ist der Aktionsradius des Bundesbeschlusses durch die Schaffung einer eigenen Rechtsgrundlage für die schweizerische Teilnahme an den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) des Internationalen Währungsfonds (vgl. Quartalshefte 4/1983 und 1/1984) kleiner geworden. Die zahlreichen Währungshilfeaktionen der vergangenen Jahre haben aber gezeigt, dass seine Weiterführung notwendig ist.

Der ursprüngliche Bundesbeschluss wurde 1963 geschaffen, um der Schweiz die Teilnahme an internationalen Aktionen zur Verhütung oder Behebung ernsthafter Störungen der Währungsstabilität zu ermöglichen. Er bildete die Grundlage für die 1964 erfolgte Assoziation der Schweiz mit den AKV und diente unter dem Fixkursssystem dazu, Kredite zu garantieren, welche die Nationalbank den Noteninstituten Italiens und Grossbritanniens zur Verteidigung der Wechselkursparität gewährte. Die Währungshilfe war damit klar auf die Erhaltung des Währungssystems von Bretton Woods ausgerichtet.

Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen änderte sich die Stossrichtung der unter dem

Bundesbeschluss eingeräumten Kredite. Hochindustrialisierten Ländern wurden seit 1973 keine direkten Kredite mehr gewährt, da es ihnen über Wechselkursanpassungen und Kreditaufnahmen am Euromarkt gelang, ihre Zahlungsbilanzen im Gleichgewicht zu halten. Ärmere Industriestaaten sowie Entwicklungsländer sahen sich indessen zunehmend mit Zahlungsbilanzproblemen konfrontiert, die sie ohne Hilfe der hochindustrialisierten Staaten, des Internationalen Währungsfonds (IWF) und anderer internationaler Organisationen nicht lösen konnten. Die durch die beiden Erdölkrisen und die Rezession in der Mitte der siebziger Jahre hervorgerufenen Zahlungsbilanzprobleme veranlassten Bund und Nationalbank, vermehrt Kredite an wirtschaftlich weniger entwickelte, mit Finanzierungsschwierigkeiten kämpfende Länder zu gewähren.

Mit dem Ausbruch der Schuldenkrise im Sommer 1982 rückten schlagartig die Zahlungsbilanzschwierigkeiten grosser Schwellen- und Staatshandelsländer in den Brennpunkt des Interesses. Die Nationalbank leistete, mit Bundesgarantie, namhafte Währungshilfe an Jugoslawien und garantierte – ebenfalls auf der Rechtsgrundlage des Bundesbeschlusses – Überbrückungskredite der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zugunsten Mexikos, Brasiliens, Argentinens, Ungarns und Jugoslawiens. Mit diesen Hilfsaktionen verlagerte sich der Anwendungsbereich des Bundesbeschlusses erneut. Das Ziel der Kreditgewährung bestand nun darin, die Zahlungsbilanzanpassung in den Schuldnerländern zu erleichtern und dadurch die internationale Schuldenkrise zu entschärfen.

Die mit der Botschaft vom 5. September 1984 vorgeschlagenen Änderungen des Bundesbeschlusses tragen den gewandelten Verhältnissen Rechnung. Im Zweckartikel sollen als Instrumente der internationalen Währungshilfe die «Vereinbarungen mit internationalen Organisationen» genannt werden, da Kredite und Garantien aufgrund des Bundesbeschlusses inskünftig vornehmlich über internationale Organisationen (wie

IWF und BIZ) geleistet werden dürften. Mit dem Vollbeitritt der Schweiz zu den erweiterten AKV am 10. April 1984 (Quartalsheft 2/1984) fielen die vom Bund eingegangenen Kreditverpflichtungen aus den alten AKV (865 Mio. Franken) dahin; der Plafond für Garantie- bzw. Kreditverpflichtungen im Rahmen des Währungshilfebeschlusses soll daher von 2000 auf 1000 Millionen Franken herabgesetzt werden. Ferner soll im Beschlusstext präzisiert werden, dass die vom Bund zu leistende Garantie sich auf die fristgerechte Rückzahlung nicht nur der Kreditsumme, sondern auch der Kreditzinsen erstreckt. Schliesslich wird die Verlängerung des Bundesbeschlusses um zehn Jahre, d.h. bis zum 15. Juli 1995, beantragt, hat er sich doch als flexibles, auf unterschiedliche Situationen anwendbares Instrument erwiesen.

In der Botschaft hat der Bundesrat die Kriterien für die künftige Handhabung des Bundesbeschlusses näher umschrieben, um die Währungshilfe von Massnahmen der Exportförderung und der Entwicklungshilfe abzugrenzen. Da der Bundesbeschluss sich schwergewichtig auf Artikel 39 BV (Notenbankartikel) abstützt, sind bei der Vergabe von Währungskrediten die drei folgenden Grundsätze zu beachten:

1. Es muss sich um Mitwirkung an internationalen Stützungsaktionen zur Verhinderung oder

Behebung ernsthafter Störungen der internationalen Währungsbeziehungen bzw. zur Verhütung oder Behebung internationaler Finanz- und Zahlungskrisen handeln.

2. Die vom Bund gewährten bzw. garantierten Kredite dürfen nicht an die Bezüge von schweizerischen Gütern und Dienstleistungen gebunden werden.
3. Im Falle von Hilfsaktionen zugunsten von Entwicklungsländern ist der Länderkreis auf jene fortgeschritteneren Volkswirtschaften zu beschränken, die nicht in den Genuss schweizerischer Zahlungsbilanzhilfe im Rahmen der Entwicklungszusammenarbeit gelangen können.

### **Verkürzung der Laufzeit von Kassenobligationen**

Im dritten Quartal hat die Nationalbank Gesuche einzelner Banken für die Ausgabe von Kassenobligationen mit zweijähriger Laufzeit bewilligt. Diese Änderung der bisherigen Praxis erfolgt im Zuge des seit einiger Zeit eingeleiteten Abbaus der Einflussnahme auf die Zinsentwicklung. Sie ermöglicht den Banken eine vermehrte Flexibilität in der Mittelbeschaffung.



## Chronique monétaire

---

### **Arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales**

En vertu de l'arrêté fédéral des 20 mars 1975 et 14 décembre 1979 sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales, le Conseil fédéral est autorisé à participer à des mesures internationales de soutien en vue de prévenir de graves perturbations dans les relations monétaires internationales et d'y remédier. Si le Conseil fédéral charge la Banque nationale d'accorder des crédits, il lui en garanti le remboursement au terme fixé. L'arrêté expirera le 15 juillet 1985.

Au début du mois de septembre 1984, le Conseil fédéral a soumis aux Chambres fédérales un message concernant la prorogation et la modification de cet arrêté. La création d'une base juridique distincte pour la participation de la Suisse aux Accords généraux d'emprunt (AGE) du Fonds monétaire international (FMI) a sans doute restreint la portée de l'arrêté (voir bulletins trimestriels 4/1983 et 1/1984). Il n'empêche que les multiples mesures internationales d'entraide de ces dernières années ont montré la nécessité de le reconduire.

L'arrêté initial avait été pris en 1963 afin de permettre à la Suisse de participer à des mesures internationales destinées à prévenir de graves perturbations du système monétaire et à y remédier. Il a constitué la base juridique de la collaboration de la Suisse aux AGE à partir de 1964. Sous le système des changes fixes, l'arrêté a servi à garantir des crédits consentis par la Banque nationale aux instituts d'émission d'Italie et de Grande-Bretagne en vue de leur permettre de soutenir la parité de leur monnaie. Il visait donc indéniablement à sauvegarder le système monétaire de Bretton Woods.

Après le passage au système de changes flottants, les crédits alloués en vertu de l'arrêté sont allés à d'autres pays. Ayant réussi à rééquilibrer leurs balances des paiements par des ajuste-

ments de cours de change et des recueils de fonds sur l'euro-marché, les pays hautement industrialisés n'ont plus reçu de crédits directs depuis 1973. En revanche, des pays industrialisés moins avancés et des pays en développement se sont heurtés toujours plus à des problèmes de balance des paiements dont ils ne pouvaient venir à bout sans l'aide des pays hautement industrialisés, du FMI et d'autres organisations internationales. Ces difficultés dues aux deux crises pétrolières et à la récession du milieu des années septante ont amené la Confédération et la Banque nationale à octroyer davantage de crédits à des pays économiquement moins développés et connaissant des problèmes de balance des paiements.

Le déclenchement de la crise de l'endettement, en été 1982, a brusquement polarisé l'attention sur les difficultés de balance des paiements de grands pays nouvellement industrialisés et de pays à économie planifiée. La Banque nationale a accordé, avec la garantie de la Confédération, une aide monétaire substantielle à la Yougoslavie et des garanties – également sur la base de l'arrêté – pour des crédits relais octroyés par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) au Mexique, au Brésil, à l'Argentine, à la Hongrie et à la Yougoslavie. Ces aides ont entraîné une nouvelle modification du champ d'application de l'arrêté. Les crédits consentis visaient à la fois à faciliter les ajustements de balance des paiements des pays endettés et, partant, à désamorcer la crise de l'endettement.

Les modifications de l'arrêté fédéral, proposées dans le message du 5 septembre 1984, tiennent compte de l'évolution qui a eu lieu. A l'article premier, les accords avec des organisations internationales seront mentionnés avant les accords Internationaux. Cela s'explique par le fait qu'à l'avenir les crédits et les garanties accordés en vertu de l'arrêté seront essentiellement alloués par le biais d'organisations internationales telles que le FMI et la BRI. L'adhésion, le 10 avril 1984, de la Suisse aux AGE élargis (voir bulletin trimestriel 2/1984) a rendu caducs les engagements

que la Confédération avait sur la base des anciens AGE (865 millions de francs). C'est pourquoi, il est prévu de ramener de 2 à 1 milliard de francs la limite des crédits et garanties. En outre, le nouvel arrêté stipule que la garantie fournie par la Confédération s'étend non seulement au remboursement dans les délais des crédits alloués, mais aussi aux versements des intérêts. Enfin, le message propose une reconduction de l'arrêté pour une période de dix ans, soit jusqu'au 15 juillet 1995, car l'expérience a montré que cet arrêté est applicable dans les situations les plus diverses.

Dans son message, le Conseil fédéral a énoncé des critères pour tracer une limite claire entre l'aide monétaire et les mesures de politique commerciale et d'aide au développement. Comme l'arrêté repose principalement sur l'article 39 de la constitution, qui fonde la politique monétaire, les trois principes ci-dessous devront être respectés lors de son application:

1. Les opérations envisagées devront s'inscrire dans le cadre de mesures internationales de soutien destinées à prévenir ou à corriger de

graves perturbations du système monétaire international ou des crises internationales de financement et de paiement.

2. Les crédits accordés ou garantis par la Confédération ne devront pas être liés à l'achat de biens ou services d'origine suisse.
3. S'agissant des opérations en faveur du Tiers-Monde, le cercle des bénéficiaires devra se limiter aux pays relativement avancés, qui ne peuvent recevoir de la Suisse une aide de balance des paiements dans le cadre de la coopération au développement.

### **Réduction de la durée des obligations de caisse**

Au troisième trimestre, la Banque nationale a autorisé quelques banques, qui lui avaient soumis une demande, à émettre des obligations de caisse d'une durée de deux ans. Ce changement de la pratique suivie jusqu'à présent s'inscrit dans la ligne de libéralisation engagée depuis quelque temps déjà dans le domaine des taux d'intérêt. Il permet aux banques d'élargir leur marge de manœuvre en matière de recueil de fonds.