

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 3
September/septembre 1987**

5. Jahrgang/5e année

Inhalt/ Table des matières

Übersicht	161
Sommaire	162
Sommario	163
Abstracts	164
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	165
Situation économique et monétaire	187
<hr/>	
Markus Lusser: Geldpolitische Standortbestimmung zur Jahresmitte	211
<hr/>	
Herbert Seiterle: Zur Hypothekarmarge: Messung, Aussagekraft, Alternativgrösse	216
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	223
Chronique monétaire	223
<hr/>	

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 165–186)

Im zweiten Quartal 1987 war die Konjunkturlage im OECD-Raum weiterhin durch schwaches Wachstum und wenig Optimismus geprägt. Die Teuerung, die Anfang Jahr angezogen hatte, schwächte sich wieder leicht ab. Im zweiten Quartal stieg der Dollarkurs erstmals seit zwei Jahren über längere Zeit an.

In der Schweiz flachte die Wirtschaftsentwicklung im ersten Semester ab. Ein weiterer Rückgang der Ausfuhren und ein nur noch geringes Wachstum des privaten Konsums waren die Hauptgründe für diesen Verlauf. Die bereinigte Notenbankgeldmenge nahm stärker zu als zu Beginn des Jahres geplant.

Geldpolitische Standortbestimmung zur Jahresmitte (S. 211–215)

Die geldpolitische Standortbestimmung gibt zunächst einen Überblick über die internationale Konjunktur und die Wirtschaftslage in der Schweiz. Danach folgen einige Überlegungen zur aktuellen Geld- und Währungspolitik der SNB. Die Politik wird im Rahmen der Entwicklung der vergangenen Jahre erläutert. Vor kurzem war die Inflation noch unbestritten die Hauptsorge aller Zentralbanken. Mittlerweile bestimmen die Wechselkurse die öffentliche Diskussion, und das Inflationsproblem ist scheinbar in den Hintergrund gerückt. Die Standortbestimmung schliesst mit einem Ausblick auf die nächsten Monate.

Zur Hypothekarmarge: Messung, Aussagekraft, Alternativgrösse (S. 216–222)

Da die Hypotheken nicht mehr vollumfänglich durch Spareinlagen finanziert werden können, hat sich die Aussagekraft der traditionellen Hypothekarmarge, der Differenz zwischen Hypothekar- und Sparsatz, verringert. Eine erweiterte Definition der Marge trägt dieser Entwicklung Rechnung, womit wieder ein grobes Mass für den Verlauf des Bruttogewinns im Hypothekengeschäft zur Verfügung steht.

Die berechnete Grösse ist allerdings kein guter Indikator für die zukünftige Höhe des Hypothekarsatzes. Anhand gegenwärtiger und vergangener Geld- und Kapitalmarktsätze lässt sich besser abschätzen, ob eine Veränderung des Hypothekarsatzes bevorsteht. Ein auf diese Weise hergeleiteter Indikator bewährte sich im vergangenen Jahr und deutet gegenwärtig auf einen gewissen Druck auf den Hypothekarsatz hin.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 187–210)

Au deuxième trimestre de 1987, la conjoncture dans la zone de l'OCDE a été marquée par une faible croissance et un climat moins optimiste. Le renchérissement, qui avait augmenté au début de l'année, a faibli de nouveau légèrement. Pour la première fois depuis deux ans, le cours du dollar s'est inscrit en hausse pendant une phase d'une certaine durée.

En Suisse, la croissance économique a ralenti au premier semestre. Ce ralentissement est dû principalement à un nouveau recul des exportations et à un fléchissement de la progression de la consommation privée. La monnaie centrale ajustée a augmenté à un rythme supérieur à ce qui était prévu au début de l'année.

La politique monétaire, un bilan à la fin du premier semestre (p. 211–215)

Après un aperçu de la conjoncture internationale et de la situation économique en Suisse, l'article présente quelques réflexions sur la politique monétaire de la BNS. Ces commentaires tiennent compte des développements observés ces dernières années. Il n'y a pas si longtemps, l'inflation était incontestablement la principale préoccupation de toutes les banques centrales. Aujourd'hui, les cours de change sont au centre des discussions, et le problème de l'inflation n'occupe apparemment plus le devant de la scène. Les perspectives pour les prochains mois sont décrites à la fin de l'article.

La marge dans le domaine hypothécaire: évaluation, portée et solution de rechange (p. 216–222)

Les prêts hypothécaires ne pouvant plus être financés exclusivement par des dépôts d'épargne, la marge traditionnelle dans le domaine hypothécaire – écart entre le taux des prêts hypothécaires et celui des fonds d'épargne – a perdu une grande part de sa portée. Une définition plus large de la marge tient compte de ce fait, mais elle offre elle aussi une estimation grossière de l'évolution du bénéfice brut dans le domaine hypothécaire.

La marge qui répond à une définition plus large n'est pas un bon indicateur de l'évolution que suivra le taux hypothécaire. L'évolution des rémunérations sur les marchés de l'argent et des capitaux permet de se faire une idée plus précise de la tendance du taux hypothécaire. Un indicateur construit à partir de telles données a fait ses preuves l'année dernière et montre que des pressions s'exercent actuellement sur le taux hypothécaire.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 165–210)

Nel secondo trimestre 1987 la situazione congiunturale nei paesi della zona dell'OCSE è stata caratterizzata da una crescita debole e da una mancanza di ottimismo. Il rincaro, che all'inizio dell'anno era aumentato, si è di nuovo leggermente ridotto. Per la prima volta da due anni nel corso del secondo trimestre il dollaro si è apprezzato in modo consistente.

In Svizzera l'evoluzione economica si è indebolita nel primo semestre. Ciò è dovuto principalmente all'ulteriore declino delle esportazioni e alla ripresa alquanto contenuta del consumo privato. La crescita della base monetaria e purata è stata più forte di quanto previsto all'inizio dell'anno.

La situazione monetaria a metà anno (p. 211–215)

Questo contributo riassume dapprima brevemente le prospettive per l'economia mondiale e la situazione in Svizzera. In seguito viene commentata la politica monetaria attuale della Banca nazionale svizzera. La valutazione di tale politica è effettuata in riferimento agli sviluppi dello scorso anno. Fino a pochi anni fa l'inflazione ha rappresentato senza dubbio la preoccupazione maggiore per le banche centrali. Più di recente i tassi di cambio sono diventati oggetti di pubblico interesse, e il problema dell'inflazione è stato un po' relegato in secondo piano. La politica della Banca nazionale è spiegata tenendo in considerazione questa evoluzione.

Margine ipotecario: misura, valore e alternative (p. 216–222)

Siccome i prestiti ipotecari non possono più essere totalmente finanziati con depositi di risparmio, il significato del tradizionale margine ipotecario, cioè la differenza tra il tasso ipotecario e il tasso sui depositi a risparmio, è diminuito. Con una definizione elargita di tale margine è possibile tener conto di questa evoluzione e fornire una misura alternativa dei benefici lordi dell'attività ipotecaria.

Il valore calcolato non rappresenta comunque un buon indicatore per il valore futuro del tasso ipotecario. Un'eventuale variazione del tasso ipotecario può essere meglio predetta da un'analisi dei tassi di interesse passati e presenti sui mercati monetari e finanziari. Un indicatore di questo tipo si è rivelato valido lo scorso anno e per il presente indica una certa qual pressione al ribasso sul tasso ipotecario.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp.165–210)

In the second quarter of 1987 the economic situation in the OECD countries was further characterised by weak growth and lack of optimism. The increase in prices, which had quickened at the start of the year, slowed down slightly. In the second quarter the dollar strengthened consistently for the first time for 2 years.

Economic development in Switzerland levelled off in the first 6 months, a further decline in exports and only a slight growth in private consumption being the main reasons. The adjusted monetary base increased somewhat more than was planned at the start of the year.

The current monetary situation at mid-year (pp.211–215)

This contribution gives an overview of the international business outlook and the economic situation in Switzerland. There then follow some comments on the current monetary policy of the Swiss National Bank. The policy is explained with regard to the development in the past few years. Until recently inflation was without doubt the major problem of all central banks. In the meanwhile exchange rates have become the subject of public discussion, and the problem of inflation seems to have slipped into the background. The assessment of the position finishes with a preview of the coming months.

Mortgage margin: measurement, value, alternatives (pp.216–222)

Since mortgages can no longer be totally financed through savings deposits, the value of the traditional mortgage margin, the differential between the mortgage and savings rates, has narrowed. A broader definition of the margin takes account of the method of financing mortgages giving another rough measure for the gross profit in the mortgage business.

The calculated value is, however, a bad indicator of the future level of the mortgage rate. Present and past money and capital market rates make it easier to assess whether there is likely to be a change in the mortgage rate. Such an indicator held good in the past year and now points to a certain pressure on the mortgage rate.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage*
für die Sitzung des Bankrats vom 4. September 1987

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

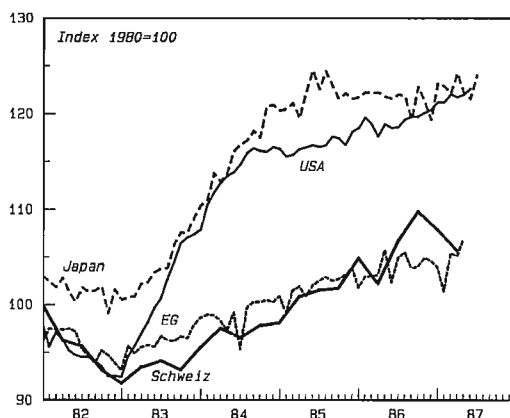
1. Überblick

Konjunkturentwicklung

Im Frühjahr 1987 war die Konjunktur weltweit durch eine schwache Nachfrage und in den meisten Ländern durch eine wenig optimistische Stimmung geprägt. Nach zwei Jahren traten auch die Folgen des Kurszerfalls des Dollars zutage. Auf der einen Seite gelang es amerikanischen Unternehmen, den Absatz zusehends auszudehnen; auf der anderen mussten japanische ihre Produktion drosseln und manche sogar Personal entlassen. Aber auch die europäische Industrie hat die neue Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Konkurrenz zu spüren bekommen. Die Veränderung der Handelsströme bewirkte eine Wachstumsbeschleunigung in den Vereinigten Staaten und eine Verlangsamung in Europa. Nur dort, wo die Binnennachfrage die Konjunktur trug, konnte die Produktion ausgedehnt werden. Dies war namentlich in Grossbritannien und in Italien der Fall. Die Nachfrage dieser Länder sorgte auch ausserhalb ihrer Grenzen für Wachstum. Demgegenüber stagnierte die französische Wirtschaft, während die deutsche sogar eine Einbusse erlitt.

Die Preisentwicklung der letzten Monate verlief im ganzen OECD-Raum wegen des Einflusses der Rohwarenpreise nach dem gleichen Muster. Nachdem im Verlauf des Jahres 1986 die Konsumentenpreise im allgemeinen leicht gesunken waren, setzte im Frühjahr 1987 nicht unerwartet ein Teuerungsschub ein. Im zweiten Quartal schwächte sich der Preisauftrieb wieder etwas ab. Im Mai betrug die Jahreststeuerung der sieben

Grafik 1: Industrieproduktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators, Bundesamt für Statistik

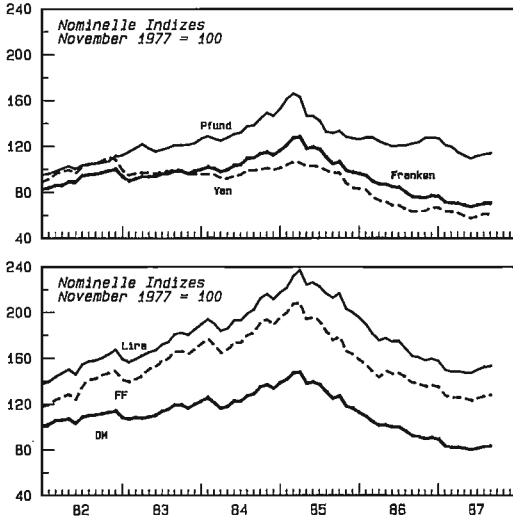
grossen OECD-Länder 2,9%. Gegen Ende des zweiten Quartals zogen die Preise industrieller Rohwaren, vor allem der Buntmetalle, unversehens an.

Wirtschaftspolitik

Die Wirtschaftspolitik der grossen Industrieländer war im ersten Halbjahr 1987 durch Bemühungen, ein weiteres Absinken des Aussenwerts des Dollars zu verhindern, gekennzeichnet. Eine Stabilisierung der Dollarkurse war das Hauptziel der Louvre-Vereinbarung vom Februar. Die Zentralbanken versuchten dieses durch eine Abstimmung der Geldpolitik und massive Interventionen an den Devisenmärkten zu erreichen. Anfänglich brachten diese Massnahmen nur geringe Erfolge; von Mitte Mai an jedoch stieg der Dollarkurs wieder. Die Höherbewertung der amerikanischen Währung veranlasste Anfang August mehrere Zentralbanken, wieder Dollars zu verkaufen. Durch die Wechselkursentwicklung sank in den Vereinigten Staaten der Inflationsdruck,

* Der Bericht wurde Mitte August abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Mai, Juni und Juli 1987 bekannt wurden.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



und in den anderen Ländern stiegen die Wachstumsaussichten.

Während die Währungsbehörden in den Vereinigten Staaten im Verlauf der ersten Jahreshälfte auf einen restriktiveren geldpolitischen Kurs einschwenkten, beschleunigte sich das Geldmengewachstum in der Bundesrepublik Deutschland und in Japan im zweiten Quartal. Dadurch erhöhte sich der Zinsvorsprung von Dollaranlagen, was sie attraktiver machte. Eine langfristige Stabilisierung der Wechselkurse setzt allerdings eine deutliche Verringerung der Leistungsbilanzüberschüsse bzw. -defizite zwischen den Vereinigten Staaten, Westeuropa und Japan voraus.

Die Veränderungen der offiziellen Währungsreserven wichtiger Industrieländer belegen, dass die Interventionen zur Stützung des Dollars sehr bedeutend waren. Von Januar bis Mai erhöhten sich die offiziellen Devisenreserven Japans, Deutschlands und Grossbritanniens um insgesamt beinahe 50 Mrd. Dollar, während jene der Vereinigten Staaten um 3 Mrd. zurückgingen. Die Zurückhaltung der Investoren gegenüber festverzinslichen Dollarplazierungen wurde durch die Dollarkäufe von Zentralbanken aufge- wogen.

In Japan betrieben nicht nur die Währungsbehörden eine expansive Politik; angesichts der düsteren wirtschaftlichen Aussichten rang sich auch die Regierung zu einem Konjunkturprogramm durch.

Devisenmarkt

Die Talfahrt des Dollarkurses kam Anfang Mai zum Stillstand; danach wertete sich der Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen in der Größenordnung von 3–6% auf, am stärksten gegenüber dem japanischen Yen. Die in den Vormonaten vor allem von der Bank von Japan durchgeführten Interventionen zugunsten des Dollars wurden deshalb eingestellt. Im Durchschnitt der Monate Mai bis August lag der Wechselkurs des Dollars gegenüber dem Yen und der D-Mark immer noch um 10% bzw. 16% unter den entsprechenden Vorjahreswerten. Da sich die wichtigen Währungen des EWS praktisch im Einklang gegenüber dem Dollar bewegten, kam es kaum zu Wechselkursänderungen innerhalb der EWS-Länder.

Im zweiten Quartal lag der handelsgewichtete Dollarkurs nominal um 12% und real um 10,9% unter dem Vorjahresstand. In der gleichen Periode stieg hingegen der Aussenwert des japanischen Yen ungefähr gleich stark, d.h. nominal um 12% und real um 7,7%. Im Vergleich dazu fiel die reale handelsgewichtete Aufwertung des Schweizer Frankens mit 7,1% und der D-Mark mit 14,7% geringer aus.

Internationale Verschuldung

Die wirtschaftliche Lage der hochverschuldeten Länder blieb weiterhin schwierig. Die ärmsten unter ihnen, vor allem diejenigen südlich der Sahara, gaben zu besonderer Besorgnis Anlass, weil ihre Entwicklungsperspektiven unter den gegenwärtigen Bedingungen düster sind. Es zeichnete sich eine Änderung der Politik gegenüber diesen Ländern ab. So schlug der Internationale Währungsfonds (IWF) vor, die vor einem Jahr zur strukturellen Anpassung dieser Staaten bereitgestellten Gelder, die sogenannte Structural Adjustment Facility (SAF), aufzustocken. Damit

werden verbilligte Kredite finanziert; ihr Zinssatz beträgt jährlich 0,5% und ihre Laufzeit höchstens zehn Jahre.

In bezug auf die lateinamerikanischen Schuldnerländer wurden einige Fortschritte erzielt. Eine Mehrzahl der Gläubigerbanken erklärte sich bereit, ein Finanzpaket zugunsten von Argentinien zu unterstützen und öffnete damit die Tür zu Krediten des IWF. Brasilien legte kürzlich ein neues Massnahmenpaket vor, das ein vorübergehendes Einfrieren der Preise, mehrere Abwertungen und eine Verringerung des Staatsdefizites vorsieht. In Mexiko deutet ein starker Zuwachs des Handelsbilanzüberschusses im ersten Halbjahr 1987 auf eine günstige Entwicklung hin. Die Exportzunahme betraf nicht nur Erdöl, sondern auch Industrieprodukte. Dieses Bild wird allerdings durch die steigende Inflationsrate getrübt.

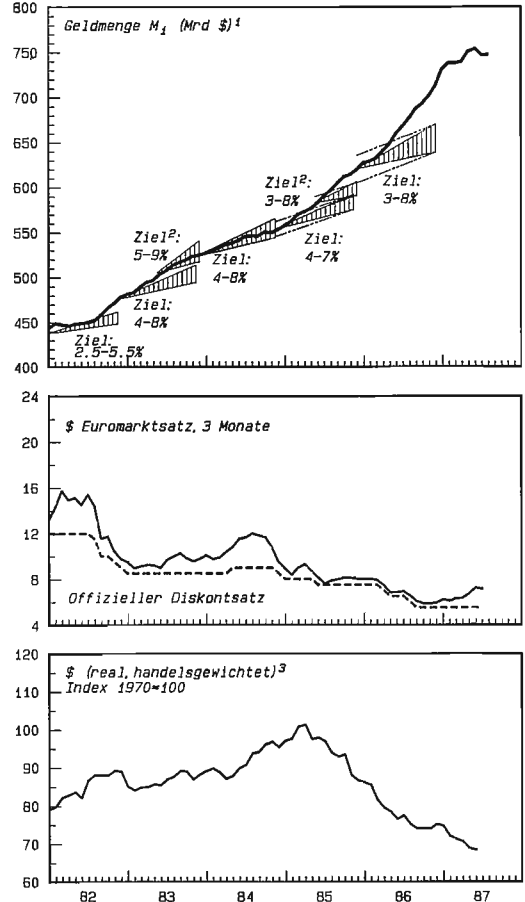
Mehrere amerikanische Banken bildeten im zweiten Quartal 1987 ausserordentliche Rückstellungen zur Deckung von Abschreibungen eines Teils ihrer Kredite an die Schuldnerländer. Einzelne britische und kanadische Banken folgten diesem Beispiel, die kontinentaleuropäischen Institute hatten ihre Reserven im allgemeinen bereits seit längerem schrittweise erhöht.

2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Entgegen den Befürchtungen vieler Beobachter behielt die Konjunktur der Vereinigten Staaten im zweiten Quartal ihren Schwung bei; das reale Bruttosozialprodukt stieg gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt mit einer Jahresrate von 2,3% (Vorquartal: 4,4%). Im Gegensatz zum ersten Quartal, wo grosse Lager aufgebaut worden waren, stiegen nun die Endverkäufe an. Dies gilt sowohl für die Verkäufe im Inland wie auch für die Exporte; auf ein Jahr hochgerechnet betrug das Wachstum der realen Ausfuhren 13,6% (Vorquartal: 10,2%). Da der Dollarkurs zuvor über zwei Jahre stark gefallen war, rechnete man mit zunehmenden Wachstumsimpulsen des

Graphik 3: Vereinigte Staaten



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

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

³ Quelle: OECD

Aussenhandels. Unerwartet stark fiel hingegen der Anstieg der Binnennachfrage aus. Die privaten Konsumausgaben, die rund zwei Drittel davon ausmachen, wuchsen real dank regen Dienstleistungskonsums und einer starken Zunahme der Käufe dauerhafter Güter mit einer Jahresrate von 2,1%. Auch der öffentliche Konsum und die Bruttoinvestitionen der Unternehmen stiegen an; einzig die Wohnbauinvestitionen gingen, infolge höherer Zinssätze, wiederum zurück.

Dank der unerwartet guten Konjunkturlage fielen die Staatseinnahmen höher als erwartet aus. Die Administration rechnet daher für das Fiskaljahr 1987, das im September endet, nur noch mit einem Defizit von 158,4 Mrd. Dollar; das sind 60 Mrd. weniger als im Jahre 1986. Trotz dieses Erfolgs glauben die Beobachter, dass das Gramm-Rudmann-Haushaltsgesetz ein weiteres Mal überarbeitet werden wird, da die Zielvorgabe von 108 Mrd. für 1988 politisch kaum durchzusetzen ist.

Das Handelsbilanzdefizit blieb bisher hoch. Von der Trendwende, die sich im realen Aussenhandel schon deutlich abzeichnet, ist im nominalen Bereich wenig zu sehen. Die Exporte konnten zwar gesteigert werden, aber Importpreiserhöhungen und die lebhafte Binnennachfrage führten auch zu höheren Importen, so dass das Handelsbilanzdefizit erst in einzelnen Monaten verringert werden konnte. Im zweiten Quartal betrug es 39,5 Mrd. Dollar (Vorquartal: 38,8 Mrd.).

Auf dem Arbeitsmarkt wurde im Gegensatz zu fast allen Ländern der Welt das Ungleichgewicht in den letzten Jahren schrittweise abgebaut. Die Arbeitslosenquote nahm trotz steigendem Arbeitsangebot seit 1982 um über vier Prozentpunkte ab. Sie betrug im Juli noch 6,0%.

Die Teuerung setzte sich in den letzten Monaten ziemlich gleichmässig fort. Die Konsumentenpreise stiegen im zweiten Quartal saisonbereinigt mit einer Jahresrate von 4,6%; gegenüber dem Vorjahr erreichte die Teuerung nicht ganz 4%. Die Energiepreise dominierten die Preisentwicklung.

Die Geldpolitik wurde im Frühjahr 1987 restriktiver. Nahm die Geldmenge M_1 von Juni 1986 bis zum Dezember noch um 9,4% zu, so betrug die Zunahme von Ende 1986 bis Juni 1987 4%. In den Monaten Mai und Juni nahm M_1 sogar ab. Die in letzter Zeit markant geringere Ausdehnung der monetären Basis und ein Anstieg der federal funds rate bestätigen die Änderung der Politik. Nachdem die monetäre Basis über ein Jahr lang mit einem Trend von 8% zugenommen hatte, wuchs sie seit Anfang 1987 nur noch mit einer Jahresrate von 4,3% und seit Mai gar nur

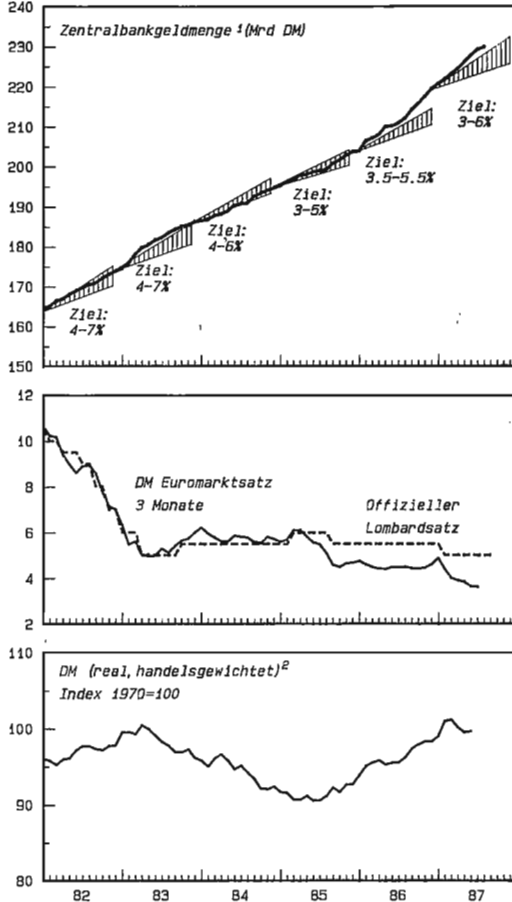
mit 1,2%. Die federal funds rate stieg seit Februar um mehr als einen halben Prozentpunkt, nachdem sie sechs Monate lang nur wenig um 6% geschwankt hatte. Auch die Entwicklung der Geldmengenaggregate M_2 und M_3 deutet auf eine Verschärfung der Politik hin. Ihr Wachstum erreichte im ersten Halbjahr nicht einmal mehr die Hälfte des zuvor gewohnten Betrages.

Bundesrepublik Deutschland

In der Bundesrepublik Deutschland setzte sich eine Konjunkturabkühlung, die schon Ende 1986 zu beobachten war, im Laufe des Winters fort. Zum Teil handelte es sich dabei um einen wetterbedingten Ausfall, denn im April belebte sich die Konjunktur wieder merklich. Vor allem das Bauhauptgewerbe litt unter dem strengen Winter. Aber nicht nur die Bauinvestitionen, sondern auch andere Teile der Binnennachfrage entwickelten sich im ersten Quartal ungünstig. Der reale private Konsum schrumpfte. Saisonbereinigt nahm er gegenüber dem Vorquartal um 1% ab, während der öffentliche Konsum auf dem gleichen Stand verharrte. Allein die Ausrüstungsinvestitionen wirkten mit einer Zunahme von 3% wachstumsfördernd. In dieser Situation war der Importbedarf gering und die realen Importe fielen um 1,5%. Sowohl die Entwicklung der Auslandsnachfrage wie auch die Aufwertung der D-Mark hemmten die Exporte; jene gingen erneut zurück. Dennoch ergab sich wieder ein realer Aussenhandelsüberschuss; immerhin liegt er um ein Drittel unter demjenigen des Vorjahresquartals. Als Ergebnis dieser Entwicklungen nahm das Bruttosozialprodukt gegenüber dem Vorquartal real um 1% ab.

Neuere Erhebungen, zum Beispiel die Detailhandelsumsätze, die Industrieproduktion, der technische Auslastungsgrad der Kapazitäten und der industrielle Bestellungseingang weisen alle auf eine deutliche Erholung hin. Dennoch nehmen sich die Zahlen des zweiten Quartals bescheiden aus; mit einem Anstieg der Industrieproduktion von 2,5% gegenüber dem Vorquartal wurde nämlich nicht einmal der Vorjahresstand erreicht.

Die Verfassung des Arbeitsmarktes verschlechterte sich erneut. Entgegen den Erwartungen

Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland

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

² Quelle: OECD

stieg die saisonbereinigte Arbeitslosenrate bis zum Juli auf 9,0%, nachdem sie im letzten Oktober auf 8,7% zurückgefallen war.

Im ersten Semester 1987 war die Handelsbilanz wiederum stark positiv; der Überschuss betrug 55,5 Mrd. Mark (Vorjahr: 50,7 Mrd.).

Die Verbraucherpreise, die im Verlauf des Jahres 1986 um 1,0% nachgegeben hatten, stiegen seit der Jahreswende wieder um fast 1%. Im zweiten Quartal belief sich die Jahreststeuerung

auf 0,2% (Vorjahresquartal: -0,6%). Diese Entwicklung spielte sich vor dem Hintergrund eines Importpreissrückgangs von rund 6% ab.

Im ersten Halbjahr stieg die Zentralbankgeldmenge aufs Jahr hochgerechnet um 8%. Nachdem das Ziel schon im ersten Vierteljahr überschritten worden war, entfernte sich die Geldmenge im zweiten noch weiter vom Zielkorridor. Mit dieser expansiven Politik stütze die Bundesbank den Kurs des Dollars. Durch die Devisenmarktinterventionen erhöhten sich die Dollarreserven in den ersten fünf Monaten des Jahres erheblich.

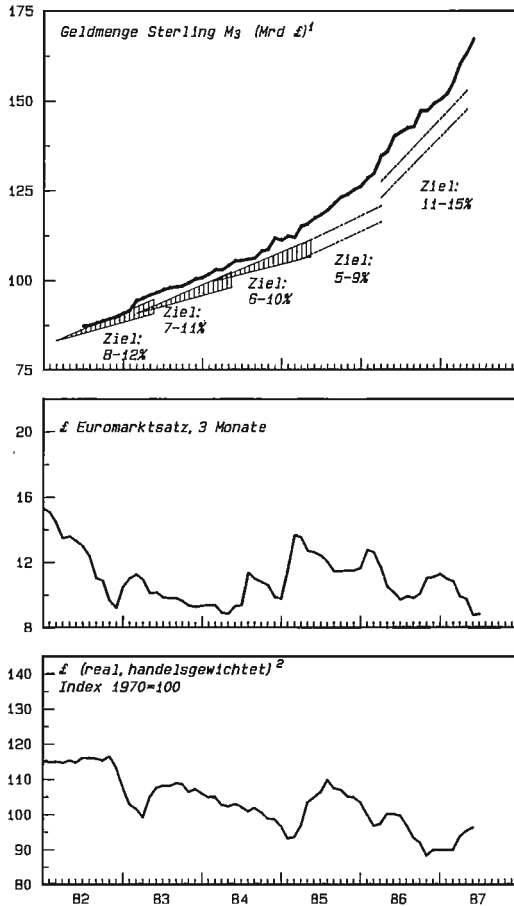
Die Geldmengenaggregate M_1 , M_2 und M_3 lagen im Juni zwischen 7% und 8,5% über dem Vorjahresstand. Angesichts der sehr reichlichen Liquidität und der anhaltenden Preisstabilität sanken die Geldmarktsätze nach einem Unterbruch im März bis zur Jahresmitte weiterhin. Auch die Kapitalmarktsätze fielen, bis sie sich im Juni wieder etwas festigten.

Grossbritannien

Das saisonbereinigte Bruttoinlandprodukt erhöhte sich im ersten Quartal 1987 gegenüber der Vorperiode real um 1,1%; es übertraf damit den Vorjahreswert um 3,6%. Hauptstütze des Wachstums blieb der private Konsum, der durch eine Zunahme des realen verfügbaren Einkommens von rund 3% im Verlauf des Jahres 1986 stimuliert wurde. Die privaten Haushalte profitierten von einer Steuersenkung, die am 1.4.87 in Kraft trat. Nach einem unregelmässigen Verlauf zu Jahresbeginn nahmen die Detailhandelsumsätze wieder zu und lagen im zweiten Quartal rund 6% über ihrem Vorjahreswert. Trotz der Dynamik des privaten Sektors stagnierten die Bruttoanlageinvestitionen im ersten Quartal, weil die Investitionen des öffentlichen Sektors stark zurückgingen.

Die Beschleunigung der britischen Konjunktur erfasste auch die verarbeitende Industrie; im zweiten Quartal überstieg die Produktion den Vorjahresstand um 4,5%. Die Bestellungseingänge deuten darauf hin, dass sich der Anstieg fortsetzt. Die Zahl der Arbeitslosen in der gesam-

Grafik 5: Grossbritannien



¹ Saisonbereinigt; Ziele 1982–1985: Februar bis März des folgenden Jahres; 1986: April 1986 bis März 1987, Veränderungen gegenüber Vorjahresmonat; seit April 1987 wird kein Ziel mehr für Sterling M₃ bekanntgegeben (Quelle: Bank of England)

² Quelle: OECD

ten Wirtschaft ging zwischen Juni 1986 und Juni 1987 um mehr als 250 000 zurück, und die Arbeitslosenrate fiel im selben Zeitabschnitt von 11,5% auf 10,3%. Die Zahl der offenen Stellen erhöhte sich vom zweiten Quartal des Jahres 1986 auf das zweite Quartal 1987 um 27%.

Die Jahresteuern auf Detailhandelsstufe entsprach der Entwicklung in den anderen Ländern und erreichte im Juni 4,2%, gegenüber 2,5% im

Juni des Vorjahres. Zweifellos gab der Anstieg der Erdöl- und Rohstoffpreise während der vergangenen Monate der Teuerung Auftrieb; andererseits verringerte sich seit Mitte 1986 der Einfluss der Lohnkosten. Im April überstiegen nämlich, hauptsächlich produktivitätsbedingt, die Arbeitsstückkosten in der verarbeitenden Industrie den Vorjahreswert nicht einmal um 1%.

Im zweiten Quartal erreichte die Handelsbilanz einen Fehlbetrag von 2,4 Mrd. Pfund, gegenüber 1,1 Mrd. im ersten und 0,9 Mrd. im Vorjahresquartal. Diese Verschlechterung ist vor allem auf eine deutliche Zunahme der Importe im Mai zurückzuführen; diese stiegen als Folge der regen Inlandnachfrage. Die Bilanz der laufenden Transaktionen wies ein Defizit von 630 Mio. aus; gegenüber 667 Mio. im ersten Quartal und 94 Mio. vor Jahresfrist.

Die Behörden erwarten neuerdings für 1987 höhere Staatseinnahmen, als sie ursprünglich angenommen hatten. Die gute Entwicklung ist auf den anhaltenden Wirtschaftsaufschwung und höhere Einnahmen aus dem Verkauf öffentlicher Unternehmen zurückzuführen. Gleichzeitig rechnen die Behörden mit geringeren Ausgaben als vorgesehen. Dadurch wird sich der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand für das Fiskaljahr 1987/88 auf unter 4 Mrd. Pfund reduzieren und somit den im Haushaltsplan vorgesehenen Wert unterschreiten.

Die Geldmengenaggregate entwickelten sich erwartungsgemäss. Bisher blieb der Zuwachs von M₀ innerhalb des Zielkorridors von 2 bis 6% für 1987/88. Im ersten Quartal 1987 betrug die Zunahme gegenüber dem Vorjahreswert 4%. Demgegenüber setzte sich die kräftige Ausweitung von Sterling M₃ als Folge des ausgeprägten Wachstums der privaten Kredite fort. Die Bank von England erhöhte im August ihre Interventionssätze am Geldmarkt um einen Prozentpunkt auf 10%.

Frankreich

Anfang Jahr stagnierte die französische Konjunktur. Das saisonbereinigte Bruttoinlandprodukt blieb im ersten Quartal auf dem Vorquar-

talsstand, nachdem im dritten und vierten Quartal 1986 jeweils noch ein Zuwachs von 0,4% erreicht worden war. Alle Nachfragekomponenten veränderten sich um weniger als 1%. Die stärksten Ausschläge zeigten der private Konsum (+0,3%), die Lagerveränderung (+0,6%) und die Importe (-0,8%). Zu Jahresbeginn bewirkte das ungünstige Wetter und ein Eisenbahnerstreik ein Abflachen der Geschäftstätigkeit.

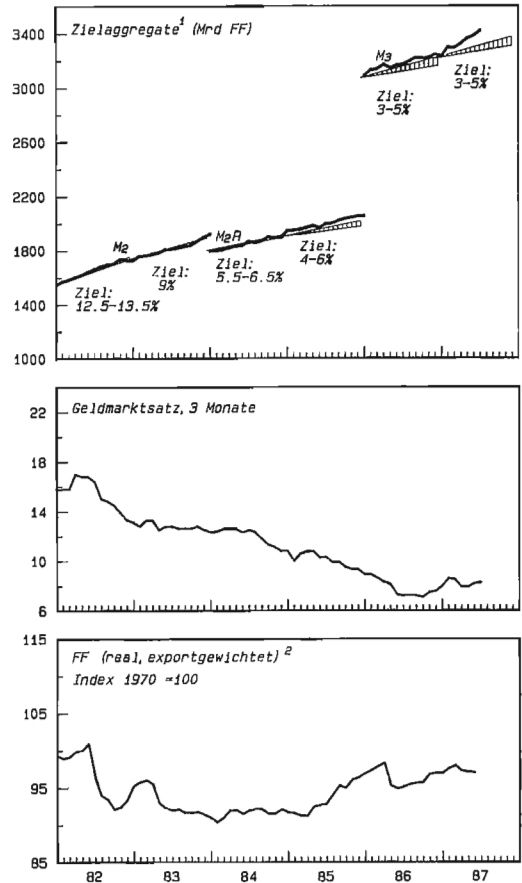
Im zweiten Quartal zeigten sich Anzeichen einer Besserung. Im April zogen die Ausgaben der privaten Haushalte vorübergehend stark an. Nach längerer Stagnation stieg im Juni auch die Industrieproduktion wieder etwas an. Schliesslich deuteten die Auftragseingänge, insbesondere aus dem Ausland, auf eine Belebung hin.

Das staatliche Beschäftigungsprogramm wirkte sich günstig auf den Arbeitsmarkt aus. Die besonders zu Jahresbeginn spürbare Verschlechterung auf dem Arbeitsmarkt setzte sich im zweiten Quartal nicht fort. Die Arbeitslosenrate betrug von März bis Mai 11,1%; im Juni ging sie leicht zurück.

Vom Aussenhandel gingen bis zum zweiten Quartal keine stimulierenden Impulse aus. Der Anstieg des Erdölpreises hatte dabei nur untergeordnete Bedeutung. Schwerer wog der Umstand, dass im Handel mit Industriegütern seit März ein Fehlbetrag ausgewiesen wurde. Zuvor erzielte dieser Bereich jahrzehntelang Überschüsse. Insgesamt lagen im ersten Halbjahr die nominalen Güterausfuhren 1,5% unter dem Vorjahresstand, während die Einfuhren um 2,3% anstiegen. Die Handelsbilanz erreichte dadurch einen kumulierten Fehlbetrag von fast 20 Mrd. französische Franken, gegenüber 7,2 Mrd. im Verlaufe der ersten sechs Monate des Jahres 1986. Dadurch geriet der Saldo der Bilanz der laufenden Transaktionen ins Minus. Nach den ersten sechs Monaten betrug der Fehlbetrag saisonbereinigt 4,4 Mrd. (Vorjahr: +10,4 Mrd.).

Ende Mai verabschiedete die Regierung einen Dringlichkeitsplan zur Bekämpfung des steigenden Defizites der Sozialversicherung. Dieser Plan sieht unter anderem vor, die letztes Jahr eingeführte ausserordentliche Zusatzabgabe von 0,4% auf die steuerbaren Einkommen beizu-

Grafik 6: Frankreich



¹ Saisonbereinigt; M₂R=M₂ minus ausländische Bank-einlagen; Ziele 1985: Durchschnitt der Monate November, Dezember und Januar gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; ab 1986: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banque de France)

² Quelle: OECD

behalten. Ferner wird eine Steuer von 1% auf Kapitalerträge erhoben und die Tabaksteuer erhöht.

Gleichzeitig kündigte die Regierung eine weitere Liberalisierung der Devisenbestimmungen an. In Zukunft werden französische Unternehmen nach freiem Ermessen Auslandsanleihen aufnehmen und über Devisenkonten in Frankreich verfügen können (jene der Exportbranchen auch über solche im Ausland). Allerdings dürfen die Guthaben

auf den Devisenkonto einen Viertel Ihrer Fremdwährungsumsätze nicht übersteigen. Zudem sind die Unternehmen auch frei, ihre Wechselkursrisiken durch Termingeschäfte und Optionen abzudecken.

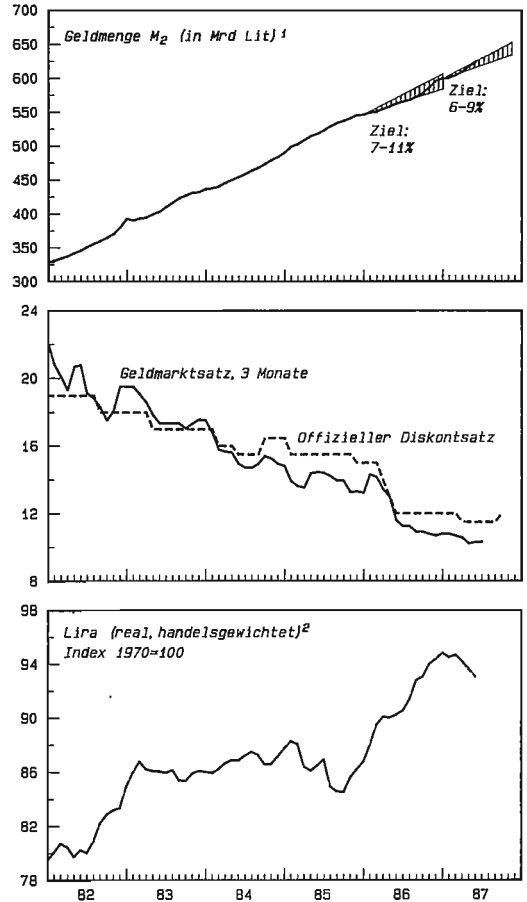
Mit Wirkung per 30. Juni 1987 senkte die Banque de France ihre Geldmarktinterventionsätze um einen Viertelpunkt. Nachdem der Interventionsatz (taux des appels d'offre) am 10. März auf 7,75% festgelegt worden war, beträgt er nunmehr 7,5%. Diese Massnahme wurde durch die gute Verfassung des französischen Francs und durch das Nachlassen des Inflationsdrucks möglich. Nachdem die Teuerung zu Jahresbeginn kurz aufflackerte, stabilisierte sich die Jahresteuerung im zweiten Quartal bei 3,4%. Auch das verlangsamte Wachstum der Geldmenge M_2 liess eine Senkung der Zinssätze erwarten. Ende April betrug das Wachstum dieses Aggregats gegenüber dem Vorjahr 2,7%; es lag damit deutlich unter der Zielvorgabe von 4 bis 6%. Hingegen übertraf das Wachstum der Geldmenge M_3 mit einer Ausweitung von 5,5% im April seine Zielgrösse. Die Banque de France entschloss sich deshalb, ab 21. Juli die Mindestreserven der Banken auf Terminkonten, Kassenscheinen und handelbaren Titeln von 1% auf 2% anzuheben.

Italien

Im ersten Quartal 1987 lag das reale saisonbereinigte Bruttoinlandprodukt in Italien auf das Jahr hochgerechnet um 2,3% über der Vorperiode. Die Zunahme war damit geringer als während des Jahres 1986. Nach wie vor trugen aber im wesentlichen der Konsum der privaten Haushalte (+3,5%) und der öffentliche Konsum (+2,6%) das Wachstum. Somit vermochte die Dynamik der Binnennachfrage den Exportrückgang aufzufangen und ermöglichte auch eine bescheidene Erhöhung der Industrieproduktion. Diese Entwicklung setzte sich auch im zweiten Quartal fort. Der Index der Industrieproduktion verbesserte sich in den ersten fünf Monaten gegenüber dem Vorjahr um fast 3%.

Die lebhaftere Inlandnachfrage liess den Fehlbetrag der Handelsbilanz hochschnellen. Dies trat

Grafik 7: Italien



¹ Saisonbereinigt; Ziel: %-Veränderung Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr (Quelle: Banca d'Italia)

² Quelle: OECD

im Juni besonders zutage, als die wertmässigen Importe den Vorjahreswert um 18,7% überstiegen. Gleichzeitig nahmen die Exporte um 3,7% ab, was zu einem Handelsbilanzdefizit von 2325 Mrd. Lire führte (Juni 1986: Überschuss von 346 Mrd. Lire). Im ersten Halbjahr 1987 erreichte das Handelsbilanzdefizit 9130 Mrd., was innert Jahresfrist einer Zunahme von 35% entspricht.

Der Preisauftrieb verstärkte sich in Italien später als in den anderen Ländern. Die Jahresteuerung betrug, am Konsumentenpreisindex gemessen, im Juli wieder 4,2%, nachdem bis zum Juni eine

Verringerung der Zunahme festgestellt worden war.

Das Geldmengenwachstum verstärkte sich im Frühjahr: von Februar bis April betrug das Wachstum von M_2 gegenüber dem Vorjahr über 10%. Das Ziel für 1987 ist eine Zunahme von 6% bis 9%. Im Mai wurde die Geldpolitik wieder restriktiver. Es gelang der Banca d'Italia, das Kreditwachstum gegenüber der Vorjahresperiode im Juli auf 13% zu begrenzen, nachdem der Zuwachs im Mai und im Juni über 15% betragen hatte. Diese Entwicklung war von einem Zinsanstieg begleitet. Das Schatzamt musste Anfang Juli die Zinsen auf Staatspapiere um fast einen Prozentpunkt anheben, und der Dreimonatssatz stieg von 10,3% Ende Juni auf 11% Mitte Juli.

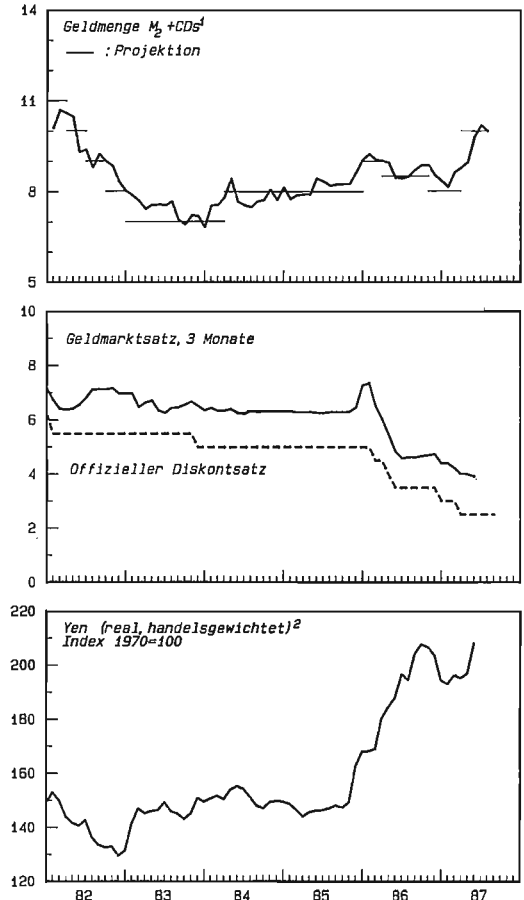
Japan

Im ersten Quartal 1987 zog die japanische Konjunktur dank einer sehr regen Inlandnachfrage merklich an. Viel vom Schwung ging allerdings im zweiten Quartal – bedingt durch die grossen Schwierigkeiten der Exportwirtschaft – wieder verloren.

Das reale Bruttosozialprodukt erhöhte sich im ersten Quartal 1987 gegenüber der Vorperiode saisonbereinigt um 1,2% und im Vergleich zur Vorjahresperiode um 3,7%. Die privaten Investitionen lösten den Grossteil des Wachstums aus; sie nahmen innert Jahresfrist real um 7,6% zu (Ausrüstungsinvestitionen: 5,2%; Wohnbauinvestitionen: 16,6%). Auch der private Konsum weitete sich aus und entwickelte sich ähnlich stark wie das Bruttosozialprodukt, nachdem im Vorquartal eine Verflachung beobachtet worden war. Der Rückgang der realen Exporte setzte sich nicht fort, vielmehr konnte eine Zunahme festgestellt werden. Dem steht aber ein weit kräftigeres Wachstum der Importe gegenüber, das sich jedoch mit 5% (Vorquartal: 6,4%) leicht abschwächte. Der reale Aussenhandelsüberschuss verringerte sich insgesamt weiterhin und lag um rund 15% unter dem Vorjahreswert.

Nach den aussergewöhnlich guten Ergebnissen zu Jahresbeginn entwickelte sich die japanische Konjunktur im Verlaufe der vergangenen Monate

Grafik 8: Japan



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

² Quelle: OECD

uneinheitlich. Einerseits setzte sich der Zuwachs der Ausgaben der privaten Haushalte in den Monaten April und Mai fort, und die Zahl der Wohnbauvorhaben stieg im Mai stark. Andererseits belebte sich die Industrieproduktion erst im Juni nennenswert, nachdem sie sich in den beiden vorangegangenen Monaten noch abgeschwächt hatte. Die finanzielle Lage zahlreicher Betriebe blieb weiterhin prekär, und die Verkaufsaussichten auf den Auslandsmärkten gaben kaum zu Optimismus Anlass.

Der Rückgang der realen Exporte und das gleichzeitige Wachstum der Importe begannen sich nach der Stabilisierung des Yen gegenüber dem Dollar und nach der Erdölverteuerung auch in den nominalen Handelsbilanzzahlen niederzuschlagen. Der saisonbereinigte Handelsbilanzüberschuss verringert sich seit Februar 1987 zusehends. Im Mai fiel er unter sein Vorjahresniveau, und im zweiten Quartal belief er sich noch auf 23,0 Mrd. Dollar, nachdem er in den ersten drei Monaten des Jahres 27,1 Mrd. betragen hatte. Auch der Überschuss der Bilanz der laufenden Transaktionen ging zurück; er fiel von 24,5 Mrd. im ersten Quartal auf 20,9 Mrd. im zweiten.

Infolge der ungünstigen Konjunkturlage verschlechterte sich die Situation auf dem Arbeitsmarkt weiter. Im Mai erreichte die Arbeitslosenrate einen Höchststand von 3,2%, gegenüber 2,7% ein Jahr zuvor.

Als einziges grosses Industrieland wies Japan bis in zweite Quartal eine negative Jahresteuern aus. Im Mai bewegten sich die Preise noch 0,3% unter ihrem Vorjahresniveau; im Juni allerdings schon wieder um 0,5% darüber.

Angesichts der düsteren wirtschaftlichen Ausichten verabschiedete die Regierung ein Konjunkturprogramm mit einem Umfang von insgesamt 6000 Mrd. Yen (rund 40 Mrd. Dollar). Es soll ein Wachstum von zwei Prozentpunkten des realen Bruttosozialprodukts auslösen, umfasst Mehrausgaben für den öffentlichen Bau und den Wohnungsbau sowie Steuerermässigungen. Die Staatsschuld sollte trotzdem nicht sehr stark anwachsen, denn es sind Verkäufe öffentlicher Unternehmen vorgesehen. Zur weiteren Förderung des Wirtschaftswachstums beschloss die japanische Regierung, über 80% der im Hauptbudget vorgesehenen öffentlichen Projekte in die erste Hälfte des Fiskaljahres 1987, das am 1. April begonnen hat, vorzuziehen.

Das weitgefaste Geldmengenaggregat $M_2 + CD$ s lag im Durchschnitt des zweiten Quartals 1987 10,0% über dem Vorjahresstand. Obwohl die Bank von Japan das Wachstumsziel von 8% auf 9% erhöht hatte, wurde es wiederum übertroffen. Dies erstaunt jedoch nicht; im Ge-

genteil, während des ersten Halbjahres 1987 intervenierte die Zentralbank ausserordentlich massiv am Devisenmarkt, um den Dollarkurs zu stützen. In den ersten fünf Monaten erhöhten sich dadurch die offiziellen Devisenreserven um 26 Mrd. Dollar auf 64 Mrd. Angesichts der reichlichen Liquiditätsversorgung und der weiterhin stabilen Preise setzte sich der Abwärtstrend der meisten Zinssätze bis zur Jahresmitte fort. Eine Ausnahme bildeten die Zinsen auf langfristige Staats- und Bankobligationen; sie stiegen im Juni kräftig.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986a)	1985a)		1986a)			1987a)		
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	
USA	6,8	3,0	3,9	2,5	3,6	3,3	2,6	2,2	2,0	2,5	
BRD	3,0	2,5	2,4	2,2	1,7	3,3	2,1	2,4	2,2	–	
Grossbritannien b)	3,0	3,7	3,1	2,6	2,8	2,3	3,0	3,8	3,6	–	
Frankreich b)	1,4	1,4	2,2	2,1	2,3	2,7	2,2	1,9	2,1	1,6	
Italien b)	3,5	2,8	2,7	3,0	1,9	3,4	3,3	2,4	2,3	–	
Japan	5,0	4,7	2,5	4,2	3,0	2,5	2,4	2,0	3,7	–	
Schweiz b)	1,8	4,0	2,8	4,2	2,0	2,7	3,2	3,2	3,3	–	

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1986		1987				
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	4,3	3,5	1,9	1,3	2,2	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9
BRD	2,4	2,2	–0,1	–1,1	–0,6	0,2	0,1	0,2	0,2	0,7
Grossbritannien	5,0	6,1	3,4	3,4	3,9	4,2	4,3	4,2	4,2	4,4
Frankreich	7,4	5,8	2,7	2,1	3,3	3,4	3,5	3,4	3,3	3,4
Italien	10,8	8,6	6,1	4,7	4,3	4,2	4,2	4,2	4,1	4,2
Japan	2,2	2,1	0,6	–0,3	–1,3	–	–0,2	–0,3	0,5	0,1
Schweiz	2,9	3,4	0,8	0,1	0,9	1,1	1,2	0,9	1,3	1,8

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1984	1985	1986	1986		1987				
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	7,5	7,1	6,9	6,7	6,7	6,2	6,3	6,2	6,1	6,0
BRD	9,1	9,3	9,0	8,7	8,8	8,9	8,9	8,8	8,9	9,0
Grossbritannien b), d)	10,9	11,1	11,4	11,2	10,9	10,5	10,7	10,4	10,3	10,2
Frankreich b), d)	9,9	10,3	10,5	10,7	11,1	11,0	11,1	11,1	11,0	11,0
Italien b)	10,4	10,6	11,3	11,7c)	11,5c)	–	–	–	–	–
Japan	2,7	2,6	2,8	2,8	2,9	3,1	3,0	3,2	3,0	2,7
Schweiz	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

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

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

	1984	1985	1986a)	1985		1986a)			1987a)		
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	
USA	–106,5	–117,7	–140,6	–33,7	–34,0	–34,4	–36,2	–38,0	–37,1	–	
BRD	7,1	13,4	37,6	0,7	7,9	8,1	11,3	9,5	10,9	10,7	
Grossbritannien	1,7	3,8	–1,5	0,9	1,0	–0,1	–1,4	–1,1	1,0	1,1	
Frankreich	–0,8	0,2	3,7	0,6	1,1	0,4	1,3	0,9	–0,4	–0,3	
Italien b)	–4,2	–3,6	–	–2,2	–2,1	0,2	–	–	–	–	
Japan	35,0	49,2	85,8	15,6	15,9	21,6	23,8	24,3	24,5	20,9	
Schweiz b)	4,3	5,2	7,5	1,6	2,2	1,6	1,4	2,2	2,5	–	

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Die Wirtschaftsentwicklung flachte im ersten Semester 1987 ab. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war der Rückgang der Ausfuhren sowie ein abgeschwächtes Wachstum des privaten Konsums.

Das Bruttoinlandprodukt lag zwar im ersten Vierteljahr 1987 noch real 3,3% über dem Vorjahresstand und damit gleich viel wie in den beiden vorangegangenen Quartalen. Die saisonbereinigten Zahlen zeigen aber, dass die Konjunktur auf dem Niveau des vierten Quartals 1986 stagnierte. Mehrere Anzeichen deuten darauf hin, dass sich diese Tendenz im zweiten Quartal fortsetzte. Zum einen gingen die realen Ausfuhren zurück; sie lagen im ersten Quartal noch knapp über dem Niveau des Vorjahres, während sie im zweiten Quartal den Vorjahreswert erstmals seit 1983 unterschritten. Zum anderen hat der private Konsum saisonbereinigt seit Mitte 1986 nicht mehr zugenommen. Im Vorjahresvergleich stiegen die Konsumausgaben im ersten Quartal allerdings noch um 1,7%, und gemäss Konsumentenumfragen ist die Bereitschaft zu grösseren Anschaffungen ungebrochen. Zudem wurden in den vergangenen Monaten unverändert viele Konsumgüter importiert. Diese Signale deuten eher auf eine erneute Belebung des privaten Konsums hin. Die Anlageinvestitionen hielten ihr hohes Niveau; die Investitionen insgesamt lagen im ersten Quartal 1987 um 8,1% über dem Vorjahreswert. Auch die Lager wurden verstärkt aufgestockt. Auf eine mögliche Abschwächung der Investitionsnachfrage in den kommenden Monaten weisen dagegen die saisonbereinigten Werte, insbesondere im Bereich der Ausrüstungsinvestitionen, hin. Die saisonbereinigten Importe nahmen hingegen real weiterhin kräftig zu.

Die Industrieproduktion lag im ersten Quartal noch um 3% über dem Vorjahreswert. Die Kapazitätsauslastung war aber geringer als im ersten Quartal 1986, was den Ausbau der Produktionsmöglichkeiten widerspiegelt. Gemäss Konjunkturtest der KOF-ETH verbesserte sich im zweiten Quartal das Konjunkturklima in der Industrie wie-

der, und die Auslastung der Kapazitäten nahm zu. In wichtigen Branchen konnte die schwächere Auslandnachfrage durch vermehrte Inlandaufträge teilweise ausgeglichen werden.

Die Zahl der Beschäftigten übertraf im zweiten Quartal 1987 den Vorjahresstand um 1,1%. Gegenüber den Vorquartalen schwächte sich damit das Beschäftigungswachstum etwas ab. Die Arbeitslosenrate verharrte bei 0,8%.

Der Notenumlauf nahm zwischen April und Juli mit durchschnittlich 3,3% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode stärker als erwartet zu. Da die Nationalbank die Entwicklung des Notenumlaufs – angesichts der Unsicherheiten der Wirtschafts- und Währungslage – nicht kompensierte, erhöhte sich die bereinigte Notenbankgeldmenge in dieser Periode stärker als geplant.

Die Liquidität auf dem Geldmarkt war im zweiten Quartal ausreichend; der Satz für Dreimonatsgelder am Euromarkt schwankte zwischen 3¼ und 4%. Der Halbjahresresultimo konnte problemlos abgewickelt werden. Am Obligationenmarkt war das Emissionsvolumen vergleichsweise klein, und die Zinssätze sowie die Renditen blieben stabil.

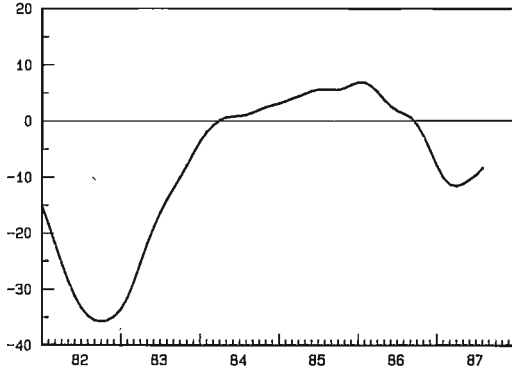
Auf dem Devisenmarkt erholte sich der Dollar, nach dem Tiefpunkt Anfang Mai, bis Mitte August deutlich gegenüber dem Schweizer Franken. Gegenüber der D-Mark schwächte sich der Schweizer Franken gleichzeitig etwas ab.

Die Jahresteuern nahm im zweiten Quartal zu und erreichte für Konsumgüter 1,1% (1. Quartal 1987: 0,9%, 4. Quartal 1986: 0,1%). Dagegen lagen die Grosshandelspreise immer noch unter dem Vorjahresniveau, wenn auch mit -2,7% weniger als im ersten Quartal mit -4,1%.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

Das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts stagnierte im ersten Quartal 1987 auf saisonbe-

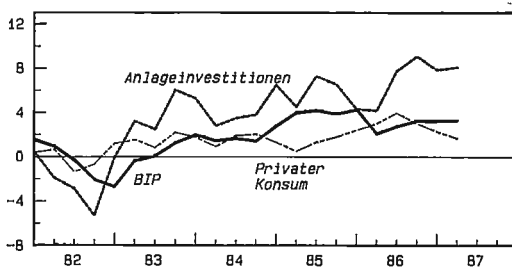
Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹

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

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

reinigter Basis, lag jedoch mit 3,3% nach wie vor deutlich über dem Stand des entsprechenden Vorjahresquartals.

Die industrielle Produktion bildete sich saisonbereinigt auch im ersten Quartal markant zurück, übertraf aber den Wert der Vorjahresperiode immer noch um 3%. Die Konjunkturbeurteilung durch die Industrie verbesserte sich in den Monaten Mai und Juni sogar wieder geringfügig (vgl. Grafik 9), nachdem sich der Dollarkurs stabilisiert hatte. Auch die im Rahmen der Konjunktur-

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹

¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

tumfrage der ETH erhobenen Produktionspläne und Auftragserwartungen der Unternehmer widerspiegeln in den letzten Monaten eine grössere Zuversicht. Die Kapazitätsauslastung erreichte im zweiten Quartal mit 86,1% zudem einen höheren Wert als in den beiden vorangehenden Quartalen. Werden die Unternehmen nach ihrer Exportabhängigkeit unterschieden, zeigen sich allerdings nach wie vor bedeutende Abweichungen. So rechnen die stark exportorientierten Unternehmer, die mehr als zwei Drittel ihres Umsatzes im Ausland erzielen, in den kommenden Monaten nicht mit einer Belebung des Auftragseingangs. Sie planen vielmehr, ihren Produktionsausstoss etwas zu drosseln. Die Abschwächungstendenzen machen sich insbesondere in der Maschinen- und Apparateindustrie bemerkbar. Der Bestellungseingang lag in dieser Branche im ersten Vierteljahr 1987 unter dem Vorjahresstand, und der durchschnittliche Arbeitsvorrat nahm weiter ab. Die Inlandaufträge erhöhten sich aber gegenüber dem Vorjahr fühlbar, so dass die Exportquote der Maschinenindustrie mit 60,7% auf den tiefsten Wert seit Ende 1983 zurückging.

Der Auftragseingang insgesamt war im ersten Quartal 1987 um 2% höher als ein Jahr zuvor. Die Auslandaufträge verminderten sich um 4%, während die Inlandaufträge eine Zunahme von 5% verzeichneten.

Privater Konsum

Das Wachstum der privaten Konsumausgaben verringerte sich im ersten Quartal 1987 gegenüber dem Vorjahr erneut; es betrug real noch 1,7% (4. Quartal 1986: 2,3%, 3. Quartal: 3,0%). Im zweiten Quartal zog das Wachstum des privaten Konsums gemäss verschiedener Indikatoren hingegen wieder etwas an. Insbesondere die realen und um die unterschiedliche Anzahl Handelstage bereinigten Importe von Konsumgütern wiesen, wie schon im ersten Quartal, hohe Zuwachsraten auf. Im Detailhandel wurde im Juni – allerdings nach einer Einbusse im Mai – eine kräftige Umsatzsteigerung erzielt. Die Ergebnisse der Konsumentenumfrage des Bundesamtes für Konjunkturfragen vom vergangenen April weisen zudem auf ein weiterhin günstiges Kon-

sumklima hin. So schätzen die befragten Haushalte ihre finanziellen Perspektiven nach wie vor positiv ein, und die Bereitschaft, grössere Anschaffungen zu tätigen, nimmt zu.

Investitionen

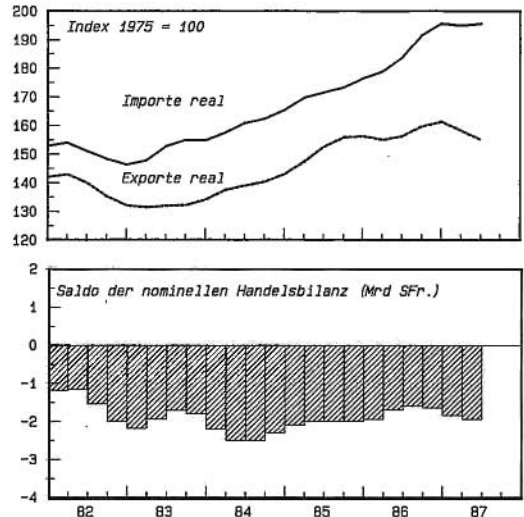
Die Anlageinvestitionen waren im ersten Quartal 1987 um 8,1% höher als ein Jahr zuvor. Das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen, die sich auf einem hohen Niveau behaupteten, schwächte sich ab, während die Bauinvestitionen seit dem zweiten Quartal 1986 langsam, aber kontinuierlich zunahm. Im ersten Quartal 1987 lagen die Ausrüstungsinvestitionen 11,2% und die Bauinvestitionen 5,3% über dem Vorjahresstand.

In der Bauwirtschaft nahm der Auftragseingang gegenüber dem Vorjahr um 18,4% zu (Tiefbau: 33,2%, Hochbau: 12,3%). Der Zuwachs im Hochbau ist sowohl auf den gewerblich-industriellen als auch auf den Wohnungsbau, dessen Wachstum sich auf 12,9% verbesserte, zurückzuführen.

Aussenhandel und Handelsbilanz

Die schweizerischen Exporte nahmen im zweiten Quartal im Vergleich zur Vorjahresperiode real um 4,4% ab. Berücksichtigt man, dass das Vorjahresquartal zwei Arbeitstage mehr zählte,

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

so ergibt sich eine Verringerung von rund 1,5%. Auf saisonbereinigter Basis gehen die Ausfuhren nun schon seit der zweiten Hälfte 1986 zurück. Die Ausfuhren von Konsumgütern waren mit einer Abnahme gegenüber dem Vorjahresquartal um real 6,1% besonders schwach. Die Metallindustrie musste ebenfalls eine Einbusse hinnehmen (-5%), wobei die darin enthaltenen Exporte der Maschinen- und Apparateindustrie weniger stark abnahmen (-2,3%). Die Lieferungen der chemischen Industrie an das Ausland gingen

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1983	1984	1985	1986	1986				1987	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Import von Investitionsgütern, real	7,3	3,6	8,7	14,5	13,1	17,3	21,7	5,8	2,9	10,9
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	7,2	-6,4	-15,0	3,2	-4,0	16,4	-2,2	9,4	-1,2	-16,8
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	-5,7	6,9	-2,3	-1,5	1,3	8,9	-5,7	-10,1	-27,2	-16,1
Geplante industrielle Bauten ¹										
Raumvolumen	17,4	-8,0	34,4	21,8	29,5	20,6	99,4	-27,1	35,2	7,5
Anzahl Projekte	11,8	31,5	12,6	5,2	12,9	-3,7	24,7	-10,6	-4,8	+18,3

¹ Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1983	1984	1985	1986a)	1986a)				1987a)	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Reale Ausfuhr	0,0	6,4	9,1	2,1	0,9	3,3	4,4	0,8	2,9	-4,4
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	6,5	9,8	7,9	0,8	-0,4	3,0	0,3	0,4	3,9	-4,5
Investitionsgüter	-4,0	3,1	10,7	6,5	5,7	7,3	11,3	4,4	5,7	-3,1
Konsumgüter	-2,7	6,4	8,8	-1,7	-2,5	-1,1	1,4	-3,3	-1,7	-6,1
Ausfuhrpreise	2,4	4,5	1,9	-0,7	0,4	1,0	-1,7	-3,2	-3,5	0,4
Reale Einfuhr	4,8	7,3	5,2	8,2	6,1	11,9	11,4	3,5	7,0	3,4
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	4,9	10,1	7,6	3,7	0,8	6,7	5,8	1,4	4,5	-2,0
Investitionsgüter	7,3	3,6	8,7	14,5	13,1	17,3	21,7	5,8	2,9	10,9
Konsumgüter	1,0	9,6	2,5	9,0	5,4	14,7	12,7	3,8	12,1	3,6
Einfuhrpreise	-0,8	4,0	4,7	-9,4	-6,0	-10,1	-11,6	-9,4	-8,6	-5,8

a) provisorische Werte

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

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

	1983	1984	1985a)	1986*)	1986*)				1987*)	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Warenexporte	55,0	55,8	69,1	69,2	16,6	18,1	16,5	18,0	16,5	17,3
Spezialhandel	52,7	53,7	66,6	67,0	16,0	17,5	16,0	17,5	16,0	16,8
Übrige Warenexporte ²	2,3	2,1	2,4	2,2	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Dienstleistungsexporte	14,6	16,0	20,0	19,9	5,3	4,8	5,9	4,0	5,0	4,7
Faktoreinkommen aus dem Ausland ³	24,3	23,4	28,6	27,0	6,9	6,7	6,6	6,6	6,7	6,7
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	1,7	2,0	2,5	2,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Total Einnahmen	95,5	97,2	120,1	118,8	29,5	30,3	29,9	29,3	28,9	29,4
Warenimporte	60,7	63,6	77,8	76,4	19,1	20,0	18,4	18,9	18,7	19,5
Spezialhandel	58,1	61,1	74,8	73,5	18,3	19,2	17,8	18,1	18,0	18,8
Übrige Warenimporte ²	2,6	2,6	3,0	2,9	0,8	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8
Dienstleistungsimporte	8,0	8,2	10,3	10,1	1,5	2,6	4,0	2,0	1,5	2,7
Faktoreinkommen an das Ausland ³	15,1	13,4	15,2	15,4	3,8	3,9	3,8	3,9	4,0	4,2
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	3,7	3,9	4,5	4,7	1,1	1,2	1,3	1,2	1,1	1,3
Total Ausgaben	87,5	89,1	107,7	106,7	25,5	27,7	27,5	26,0	25,3	27,7
Saldo der laufenden Transaktionen	8,0	8,1	12,4	12,1	4,0	2,6	2,4	3,3	3,5	1,7

a) provisorisch

*) vorläufige Schätzung

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

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

um 2,8% zurück. Der Preisindex der Exportgüter nahm zum ersten Mal seit dem ersten Quartal 1986 gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal zu (0,4%).

Im zweiten Quartal erhöhten sich die Importe im Vergleich zur Vorjahresperiode um real 3,4%. Bereinigt um die unterschiedliche Zahl der Arbeitstage ergibt sich eine Zuwachsrate von

6,4%. Saisonbereinigt stellte sich seit Mitte des Jahres 1986, insbesondere bei den Investitionsgütern, ein kräftiger Aufschwung der realen Importe ein. Der Rückgang der Einfuhrpreise von 5,8% gegenüber dem Vorjahr blieb beachtlich hoch, war aber geringer als in den vorangehenden Quartalen. Bei den Energieträgern nahm die Einfuhr von Heizöl mit 16% überdurchschnittlich zu. Die Einfuhranteile der wichtigsten Handelspartnerländer der Schweiz blieben unverändert.

Das Handelsbilanzdefizit belief sich im zweiten Quartal – wie bereits im Vorquartal – auf 2 Mrd. Franken.

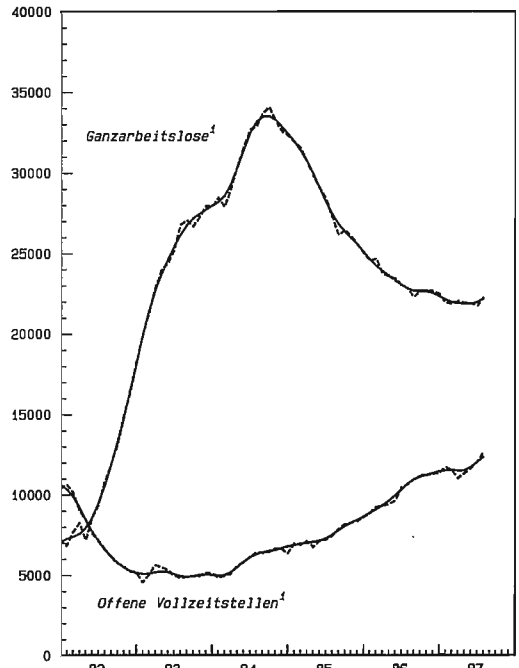
Bilanz der laufenden Transaktionen

Der Überschuss der Bilanz der laufenden Transaktionen verminderte sich gegenüber dem zweiten Quartal 1986 von 2,6 Mrd. Franken um 0,9 Mrd. auf 1,7 Mrd. Franken. Das Defizit im Warenverkehr nahm gegenüber dem Vorjahresquartal bei nominal geringeren Importen und Exporten um 0,3 Mrd. Franken zu. Der Überschuss in der Dienstleistungsbilanz ging um 0,2 Mrd. Franken zurück. Höhere Lohnzahlungen an ausländische Grenzgänger sowie ein geringerer Überschuss beim Zinsdifferenzgeschäft liessen auch den Aktivsaldo bei den Faktoreinkommen gegenüber dem zweiten Quartal des Vorjahres um 0,3 Mrd. Franken schrumpfen.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung lag im zweiten Quartal um 1,1% über dem Vorjahresstand. Damit schwächte sich das Beschäftigungswachstum im Vergleich zum Vorquartal erneut leicht ab (1. Quartal 1986/87: +1,3%). Gegliedert nach Wirtschaftssektoren hat die Beschäftigung in der Industrie, wo in den Jahren 1985 und 1986 die höchsten Beschäftigungsgewinne erzielt wurden, praktisch stagniert (+0,1%), während im Dienstleistungssektor eine Verbesserung von 2,0% verzeichnet wurde. Die Abschwächung des Beschäftigungswachstums in der Industrie widerspiegelt sich in einer leichten Zunahme der Kurzarbeit gegenüber dem Vorjahr und einer

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

ebenfalls leichten Verringerung der Zahl der geleisteten Überstunden (Umfrage der KOF-ETH).

Die Arbeitslosenquote fiel saisonbedingt von 0,9% im ersten Quartal auf 0,8% im zweiten Quartal und 0,7% im Monat Juli. Gleichzeitig nahm die Zahl der gemeldeten offenen Stellen bis Mitte Jahr zu. Der Manpower-Stellenindex, der die Fläche der in Zeitungen veröffentlichten Stelleninserate misst, erreichte indessen bereits im Februar einen Höchststand und hat sich seither kontinuierlich zurückgebildet.

Preise und Löhne

Gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise betrug die Jahresteuierung im zweiten Quartal 1987 1,1%. Die Teuerung nahm im Vergleich zum Vorquartal (0,9%) leicht zu. Die Preisentwicklung der privaten Dienstleistungen hat mit einer Zunahme um 2,8% massgeblich dazu

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt
(Nicht saisonbereinigt)

	1983	1984	1985	1986	1986	1987					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
Index der Beschäftigten ¹	-1,3	-0,4	0,8	1,0	1,2	1,3	1,2	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{2,3}	0,8	1,0	0,9	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Ganzarbeitslose ³	26 288	32 061	27 025	22 770	22 114	25 209	21 579	22 451	21 627	20 659	20 347
Kurzarbeiter ³	48 930	11 231	2 133	2 058	3 678	4 559	4 278	4 595	3 935	4 303	-
Offene Vollzeitstellen ³	5 084	6 269	7 898	10 734	10 815	11 035	12 886	12 182	13 129	13 347	13 032

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatsendwerten

Quelle: Die Volkswirtschaft, BIGA

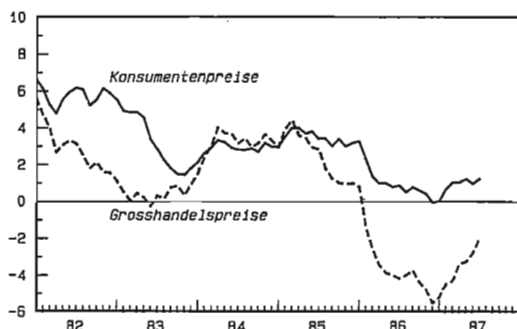
beigetragen. Gegliedert nach Herkunft ergab sich im zweiten Quartal bei den Inlandgütern eine durchschnittliche Preissteigerung von 2,2%, während sich die Importgüterpreise um 1,6% verminderten.

Die Grosshandelspreise lagen nach wie vor unter dem Vorjahresstand, doch verminderte sich der Rückgang von 4,1% im ersten auf 2,7% im zweiten Quartal. Diese Entwicklung wird durch die starke Bewegung der Vorjahresbasis geprägt: Während das Preisniveau zwischen Januar und Juni des laufenden Jahres per saldo gleich blieb, waren die Preise in der ersten Hälfte des Jahres 1986 kontinuierlich und deutlich gesunken. Gegliedert nach Herkunft beträgt der

Preisrückgang gegenüber dem Vorjahr 6,8% bei den Importwaren und 1,1% bei den Inlandwaren. Bereits zeichnen sich jedoch Teuerungsimpulse aus dem Ausland ab. Die seit geraumer Zeit anziehenden Dollar-Notierungen für Erdöl und andere Rohstoffe schlagen sich nun auch im Grosshandelspreisindex nieder. Im Vormonatsvergleich fiel der Indexanstieg im Juni bei den Importwaren mit 0,9% erstmals seit längerer Zeit deutlich höher aus als bei den Inlandwaren (0,3%).

Die Löhne lagen im zweiten Quartal um 2,6% über dem Vorjahresstand. Unter Berücksichtigung der am Landesindex der Konsumentenpreise gemessenen Teuerung ergab sich damit ein Reallohnzuwachs von 1,5%.

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

3. Der monetäre Bereich

Geldmengenaggregate

Zwischen April und Juli wuchs die bereinigte Notenbankgeldmenge im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode um durchschnittlich 2,9%. Dieser Zuwachs ist vor allem auf die Entwicklung des Notenumlaufs zurückzuführen, der in demselben Zeitraum um 3,3% anstieg. Die Wachstumsraten fielen hingegen in den einzelnen Monaten unterschiedlich aus. Nach einem eher bescheidenen Zuwachs im Mai beschleunigte sich der Wachstumsrhythmus im Juni und

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

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	Ultimo- kredite ¹	BNBGM ^{1,3}	Veränderung in % ²
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8297	2,5	481	31 768	2,0
1986 2. Q.	23 759	1,0	8022	0,9	334	31 446	1,9
1986 3. Q.	23 615	1,5	8303	3,7	545	31 373	1,9
1986 4. Q.	24 511	2,6	8775	2,5	595	32 691	2,8
1987 1. Q.	24 639	3,0	8406	4,1	464	32 582	3,2
1987 2. Q.	24 473	3,0	8557	6,7	762	32 268	2,6
1987 April	24 525	3,1	8705	9,1	1004	32 226	2,4
1987 Mai	24 347	2,4	8256	4,7	329	32 274	2,7
1987 Juni	24 546	3,6	8711	5,6	952	32 305	2,7
1987 Juli	24 682	3,8	8791	7,3	888	32 585	3,8

¹ Durchschnitt aus Monatswerten, in Mio. Franken

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

³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben – Ultimokredite

Juli. Alle Notenabschnitte waren davon betroffen. Bei den grossen Notenabschnitten (500er- und 1000er-Noten zusammen) lag die Zuwachsrate mit 3,6% jedoch über dem Durchschnitt, während der Zuwachs bei den kleineren Noten

(einschliesslich 100er) 3% betrug. Als Folge der Unsicherheiten der Wirtschafts- und Währungslage entschloss sich die Nationalbank, das Wachstum des Notenumlaufs nicht über eine entsprechend geringere Ausdehnung der Giroguthaben zu kompensieren. Es ist daher davon auszugehen, dass das Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge im Jahresdurchschnitt die Zielgrösse von 2% überschreiten wird.

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984 ^r	2,6	5,6	6,2
1985 ^r	0,1	7,3	4,8
1986 ²	4,6	6,3	6,9
1986 2. Q. ²	5,0	4,9	6,3
1986 3. Q. ²	4,9	7,8	7,7
1986 4. Q. ²	4,5	7,7	7,9
1987 1. Q. ²	5,6	10,0	8,5
1987 2. Q. ²	5,6	9,4	8,9
1987 April ²	5,5	10,3	9,1
1987 Mai ²	5,5	9,4	8,9
1987 Juni ²	5,7	8,3	8,9

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

^r revidiert

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

Das Wachstum der Geldmengenaggregate M₁, M₂ und M₃, welches sich seit Beginn des Jahres beschleunigte, blieb auch im zweiten Quartal 1987 hoch; die Zuwachsraten beliefen sich auf 5,5%, 9,2% bzw. 8,9%. Der Anstieg betraf sämtliche Einlagekategorien. Allerdings war die Zunahme bei den Sparguthaben besonders stark, während sie sich bei den Sichtguthaben und Termineinlagen etwas verlangsamte. Diese Entwicklung war zum Teil die Folge der vergleichsweise vorteilhaften Vergütungen auf Sparguthaben, welche im zweiten Quartal etwa den Zinsen für Dreimonatsdepots entsprachen. Zudem verminderte sich die Differenz zu den Renditen der Kassaobligationen geringfügig. Das Wachstum von M₁ war im Jahre 1986 vor allem durch den Zuwachs an Sichtguthaben getragen worden. Im zweiten Quartal 1987 nahm M₁ vor allem als Folge der unerwartet starken Ausweitung des Bargeldumlaufs zu (+3,3% gegenüber dem zweiten Quartal 1986).

Finanzmärkte

Geldmarkt

Die Zinsentwicklung verlief im zweiten Quartal bemerkenswert ruhig. Am Eurofrankenmarkt schwankte das Zinsniveau, gemessen am Satz für Dreimonatsdepots, zwischen 3¼% und 4%. Zwar stiegen die Zinsen vor dem Halbjahresultimo an, bildeten sich aber, als eine reibungslose Abwicklung gesichert schien, noch vor dem Ultimo wieder zurück. Die Grossbanken bellessen ihre Vergütungen auf Festgeldern für alle Laufzeiten von 3 bis 12 Monaten unverändert bei 3¼% (seit 3. März 1987).

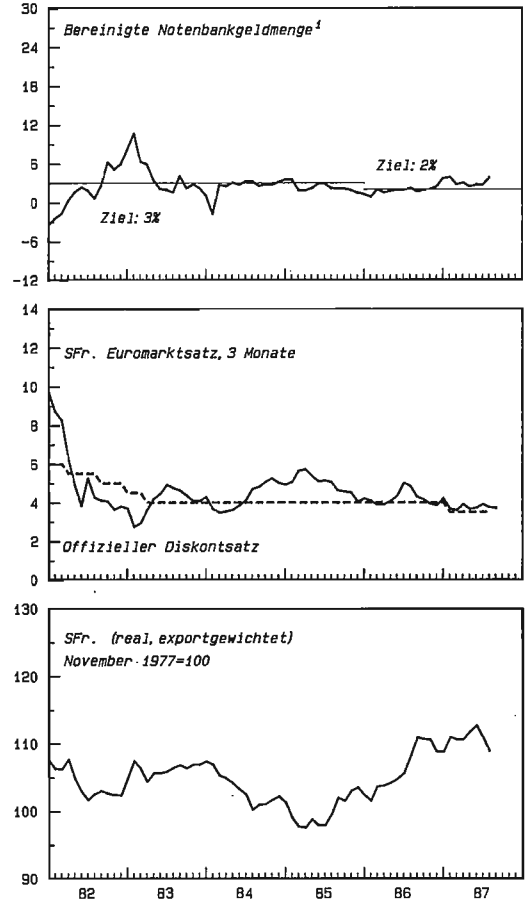
Die Zinsdifferenz zu Anlagen in ausländischen Währungen unterlag demgegenüber grösseren Schwankungen. Die D-Mark-Zinsen am Euromarkt, die bis Anfang Mai kontinuierlich gefallen waren, lagen im Mai und Juni unter den vergleichbaren Frankensätzen. Mit ihrem Wiederanstieg im Juli verschwand die Differenz zu den Frankenzinsen dann praktisch vollständig. Gerade umgekehrt stiegen die Eurodollarzinsen bis Mitte Mai deutlich an. Die im Monat Juli erfolgte Korrektur reduzierte die Zinsdifferenz zu den Eurofrankenanlagen zwar auf 3%, doch war das Zinsgefälle zwischen Dollar- und Frankenanlagen damit nach wie vor grösser als im Jahre 1986.

Die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank betragen im Durchschnitt der Monate April bis Juni 8,6 Mrd. Franken, womit sie um 6,7% über dem Vorjahresstand lagen. Besonders ausgeprägt war die höhere Liquiditätszufuhr am Halbjahresultimo (+9,7%). Vor Jahresfrist hatten die ungewöhnlich hohen Ultimosätze die Nationalbank veranlasst, ihre Refinanzierungspolitik an den Monatsenden flexibler zu gestalten.

Devisenmarkt

Im Laufe der Monate Mai bis August stabilisierten sich einige wichtige Wechselkurse weitgehend. Insbesondere verharrte der Schweizer Franken gegenüber dem französischen Franken, dem englischen Pfund und der italienischen Lira ungefähr auf unverändertem Niveau. Während

Grafik 14: Schweiz

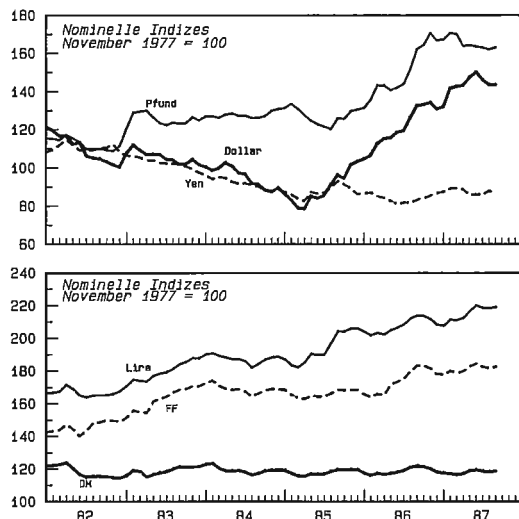


¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; Ziele: durchschnittliches Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber Vorjahr

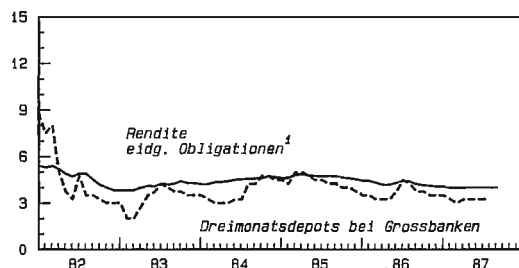
die D-Mark gegenüber dem Schweizer Franken leicht und dem amerikanischen Dollar etwas stärker aufgewertet wurde, unterlag der japanische Yen einer Tieferbewertung. Nach dem Tiefpunkt im Mai erholte sich der amerikanische Dollar leicht und bewegte sich von Ende Mai bis Mitte August zwischen Fr. 1.48 und Fr. 1.57.

Im zweiten Quartal erhöhte sich der Index des Schweizer Frankens real gegenüber allen wichtigen Währungen im Vergleich zur Vorjahresperiode, besonders stark gegenüber dem amerikani-

Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Grafik 16: Zinsentwicklung in der Schweiz



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

schon Dollar (23,4%), dem englischen Pfund (12,8%) und dem japanischen Yen (7,1%). Gegenüber der D-Mark ergab sich trotz Wechselkursstabilität eine reale Aufwertung von 2,2%, die aufgrund der höheren schweizerischen Teuerung während der betrachteten Periode zustande kam. Der mit den Ausfuhranteilen nach 15 wichtigen Handelspartnern gewichtete reale Aussenwert des Frankens erhöhte sich gegen-

über dem zweiten Quartal 1986 um 7,1% (1. Quartal: 7,6%).

Kapitalmarkt

Am Obligationenmarkt war das Emissionsvolumen im zweiten Quartal verhältnismässig klein und die Zinssätze blieben stabil. Die Konditionen wurden teilweise knapp bemessen, und die Zahl der Anleihen, die ihren Ausgabenkurs an der Vorbörse nicht zu behaupten vermochten, nahm zu. Dies traf vermehrt auch auf Optionsanleihen zu, deren vorbörsliche Kurse bei früheren Emissionen zum Teil sehr deutlich über den Emissionskursen gelegen hatten.

Die Zinssätze blieben sowohl bei den Obligationenanleihen als auch bei den Kassenobligationen der Banken unverändert. Für Anleihen erstklassiger Schuldner wurde weiterhin ein Coupon von 4¼% geboten. Am Sekundärmarkt schwankte die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen (berechnet unter Berücksichtigung der vorzeitigen Kündigung), wie bereits im ersten Quartal, innerhalb einer sehr engen Bandbreite um 4%.

Die Bruttobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarkts durch öffentlich aufgelegte Obligationenanleihen und Aktienemissionen betrug im zweiten Quartal 1987 13,4 Mrd. Franken (2. Quartal 1986: 18,5 Mrd.). Davon entfielen 44% (38%) auf Kapitalaufnahmen inländischer Schuldner. Im Inlandbereich wurden Konversionen im Umfang von 0,1 Mrd. (0,4 Mrd.) und Rückzahlungen von 1,4 Mrd. (2,0 Mrd.) vorgenommen, so dass sich die Nettobeanspruchung des Kapitalmarkts durch inländische Schuldner auf 4,4 Mrd. (4,7 Mrd.) belief.

Kapitalexport

Im zweiten Quartal 1987 fielen die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte gegenüber dem Vorjahresquartal um 29% auf 9,8 Mrd. Franken; gegenüber dem ersten Quartal 1987 betrug der Rückgang 18%. Besonders ausgeprägt fiel die Abnahme bei den Anleihen aus; sie gingen gegenüber dem Vorjahresquartal um

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1982	27 683,3	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	30 976,4	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	30 487,7	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	36 400,1	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1986	44 359,4	6 768,0	1 259,7	51 387,1
1985 3. Q.	7 750,9	2 274,9	296,2	10 322,0
1985 4. Q.	12 082,2	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1. Q.	12 307,8	1 175,0	555,4	14 038,2
1986 2. Q.	11 360,8	1 956,5	484,5	13 801,8
1986 3. Q.	8 480,6	2 509,6	144,2	11 134,4
1986 4. Q.	11 210,2	1 126,9	75,6	12 412,7
1987 1. Q. ²	9 642,8	2 120,2	180,4	11 943,4
1987 2. Q. ²	7 436,4 ³	1 970,8	347,2	9 754,4

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

² provisorisch

³ inklusive Aktienübernahme von insgesamt 251,4 Mio.

37% und im Vergleich zum Vorquartal um 26% auf 7,2 Mrd. zurück. Das Kreditvolumen veränderte sich gegenüber dem Vorquartal und dem Vorjahresquartal vergleichsweise wenig. Entsprechend stieg der Anteil der Kredite am gesamten Kapitalexport von 18% im Vorjahresquartal auf 24% im Berichtsquartal (vgl. Tab. 8, deren Neugliederung auf die Revision der Kapitalexportbestimmungen vom 29. Mai 1986 zurückzuführen ist; s. Quartalsheft Nr. 2, Juni 1986, S. 137).

Auf die Industrieländer entfielen 88% (2. Quartal 1986: 85%) des gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexports. Innerhalb dieser Gruppe fiel jedoch der Anteil Japans von 23% im Vorjahresquartal und 36% im ersten Quartal 1987 auf 15% im zweiten Quartal 1987. 66% des Emissionstotalis japanischer Schuldner waren eigenkapitalbezogen. Auf die Entwicklungsländer entfielen im zweiten Quartal 1987 10% (Vorjahresquartal: 5%). Die Zunahme ist im wesentlichen auf Geschäfte zurückzuführen, die über karibische Offshore-Zentren abgewickelt wurden. Die Staatshandels- und OPEC-Länder beanspruchten, nach knapp 6% im Vorjahresquartal, nur 2% im zweiten Quartal 1987 für sich. Der Anteil der multilateralen Entwicklungsorganisationen verminderte sich im gleichen Zeitraum von 4% auf unter 1%.

Bankbilanzen und Kredite

Der Rückgang des Dollarkurses beeinflusste im zweiten Quartal 1987 auch die Entwicklung der Bankbilanzen. Im Vorjahresvergleich stieg die Bilanzsumme der 71 Banken per Ende Juni um 9,2% (Juni 1986 8,1%).

Die Finanzanlagen (liquide Mittel, Guthabenüberschuss im Interbankgeschäft, Wechsel, Geldmarktpapiere und Wertschriften) nahmen gegenüber dem Vorjahresstand um 1,0% zu. Einzig die liquiden Mittel und die Wertschriften lagen über dem Vorjahresniveau, wobei die vorwiegend auf Franken lautenden Wertschriften mit 10,1% erneut an der Spitze lagen. Die Erhöhung des Wertschriftenbestandes hängt teilweise mit den zu knappen Konditionen am Emissionsmarkt zusammen, die die Banken zur Übernahme nicht plazierbarer Papiere zwangen. Die stark fremdwährungsabhängigen Wechsel und Geldmarktpapiere sanken hingegen um 6,3%.

Die In- und Auslandkreditvergabe entwickelte sich im zweiten Quartal 1987 unterschiedlich. Während der Bestand der inländischen Kredite 9,5% über dem Vorjahresstand lag, nahmen die ausländischen Kredite – im Gegensatz zur Entwicklung in den vergangenen Monaten – um 3,8% zu. Die bestandesmässig bedeutendste

Position, die Hypotheken, stieg um 10,1%. Diese Rate wurde letztmals vor 5 Jahren übertroffen. Auch die ungedeckten festen Vorschüsse – rund die Hälfte dieser Position lautet auf Fremdwährungen – nahmen überdurchschnittlich zu. Das Volumen der von der öffentlichen Hand beanspruchten Kredite sank hingegen im Vorjahresvergleich um 10,3%.

Die Publikumsfelder (Sicht-, Termin-, Spareinlagen sowie Kassenobligationen und Obligationen) lagen 7,1% über dem Vorjahresniveau. Die auf Franken lautenden Kreditoren auf Sicht nahmen trotz einer Wachstumsverlangsamung im-

mer noch überdurchschnittlich zu (11,1%). Das seit Anfang 1987 beschleunigte Wachstum der Spar- und Depositengelder hat sich fortgesetzt (8,9%). Obwohl die Kassenobligationen Mitte Jahr noch um 7,0% wuchsen, ging deren Bestand seit Februar kontinuierlich zurück.

Das Volumen der Treuhandgeschäfte lag auch im zweiten Quartal unter dem Vorjahresstand (Juni 1987: -14,6%). Während die auf Franken lautenden Treuhandgelder nur noch schwach stiegen (1,0%), gingen sie im Bereich der Fremdwährungen – wenn auch weniger stark als in den letzten Monaten – um 18,4% zurück.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 4 septembre 1987¹

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

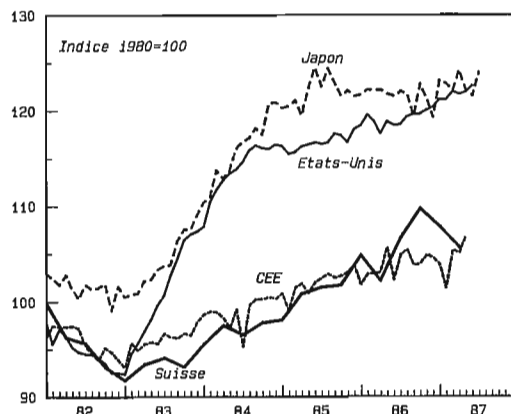
1. Aperçu

Evolution de la conjoncture

Au printemps de 1987, la conjoncture a été marquée sur le plan mondial par la faiblesse de la demande et, dans la plupart des pays, le climat économique est devenu moins optimiste. En outre, les conséquences du repli que le dollar a enregistré pendant deux ans sur les marchés des changes se sont faites sentir. Les entreprises américaines ont pu accroître notablement leurs ventes. D'un autre côté, les entreprises japonaises ont dû réduire leur production et nombre d'entre elles ont été amenées à licencier du personnel. En Europe aussi, l'industrie a commencé à ressentir les effets de l'amélioration de la compétitivité des concurrents américains. Le changement d'orientation des flux commerciaux s'est traduit par une accélération de la croissance aux Etats-Unis et par un ralentissement en Europe. Seuls les pays européens dont la conjoncture était soutenue par la demande intérieure ont enregistré encore une hausse de la production. Parmi ces pays figurent le Royaume-Uni et l'Italie; la demande, dans ces deux pays, a stimulé la croissance hors des frontières nationales également. Par contre, l'économie française a stagné, et l'économie allemande a même marqué un recul.

Sous l'influence des cours des matières premières, les prix ont évolué selon le même schéma, durant ces derniers mois, dans les pays de l'OCDE. Après avoir dans l'ensemble fléchi légèrement l'an dernier, les prix à la consommation ont marqué une hausse qui n'était pas inattendue au début de 1987. Au deuxième trimestre, ces poussées ont de nouveau faibli quelque peu.

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et Office fédéral de la statistique

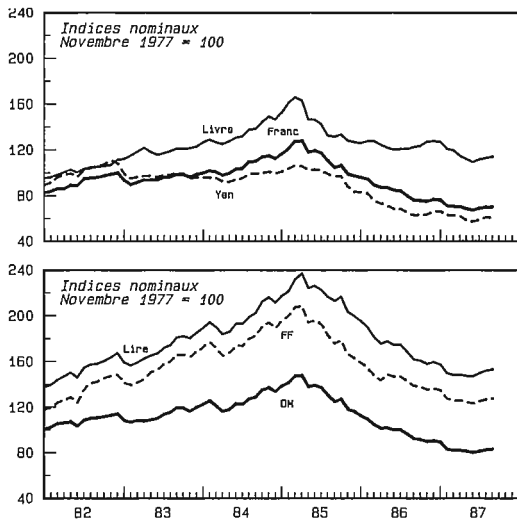
Le taux annuel de renchérissement s'établissait à 2,9%, en mai, dans les sept principaux pays de l'OCDE. Vers la fin du deuxième trimestre, les prix des matières premières industrielles, en particulier des métaux lourds non ferreux, ont subitement augmenté.

Politique économique

Au premier semestre, la politique économique des grands pays industrialisés a été marquée par les efforts en vue d'éviter une nouvelle baisse de la valeur extérieure du dollar. La stabilisation du dollar était l'objectif principal de l'accord du Louvre de février. En coordonnant leurs politiques monétaires et en intervenant massivement sur les marchés des changes, les banques centrales se sont employées à atteindre ce but. Au début, ces mesures n'ont remporté que peu de succès; toutefois, la monnaie américaine s'est redressée à partir de la mi-mai et son mouvement de hausse a incité plusieurs banques centrales à vendre de nouveau des dollars au mois d'août. Cette évolution des cours de change a atténué les pressions inflationnistes

¹ Le rapport, achevé à la mi-août, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de mai et de juillet 1987.

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



aux Etats-Unis et amélioré les perspectives de croissance économique dans les autres pays.

Les autorités monétaires américaines ont donné un cours plus restrictif à leur politique monétaire au cours du premier semestre. En revanche, la croissance des agrégats monétaires s'est accélérée au deuxième trimestre en République fédérale d'Allemagne et au Japon. Ainsi, l'écart entre les rémunérations s'est accru au profit des placements en dollars, ce qui a rendu ceux-ci plus attractifs. Une stabilisation à long terme des cours de change ne sera toutefois possible qu'après une nette diminution des déséquilibres – déficits et excédents – qui caractérisent les balances des transactions courantes des Etats-Unis, des pays industrialisés européens et du Japon.

Les variations des réserves monétaires officielles d'importants pays industrialisés montrent que les interventions en vue de soutenir le dollar ont porté sur de très gros montants. Au cours des cinq premiers mois de l'année, les réserves officielles de devises du Japon, de l'Allemagne fédérale et du Royaume-Uni se sont accrues globalement de près de 50 milliards de dollars, alors que celles des Etats-Unis se réduisaient de 3 milliards. Les achats de dollars des banques

centrales ont ainsi compensé la réserve dont les investisseurs ont fait preuve face aux placements à revenu fixe en dollars.

Au Japon, les autorités monétaires ne sont pas les seules à mener une politique expansionniste; eu égard à l'assombrissement des perspectives économiques, le gouvernement s'est en effet résolu à adopter un programme de relance de la conjoncture.

Marchés des changes

La chute du dollar a pris fin au début de mai; dans la phase qui a suivi, le dollar s'est revalorisé de 3 à 6% environ par rapport à toutes les monnaies importantes, sa hausse la plus forte étant enregistrée face au yen japonais. Aussi les interventions visant à soutenir la monnaie américaine ont-elles été interrompues. Durant les mois de mai à août, le dollar était néanmoins inférieur en moyenne de 10% au niveau observé un an auparavant vis-à-vis du yen; par rapport au mark allemand, le repli atteignait encore 16%. Comme les principales monnaies du SME ont fluctué presque de concert face au dollar, les rapports de change ne se sont guère modifiés au sein du SME.

Entre le deuxième trimestre de 1986 et la même période de 1987, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, a fléchi de 12% en termes nominaux et de 10,9% en termes réels. En revanche, la valeur extérieure du yen, pondérée par les exportations, a augmenté à peu près dans la même proportion, soit de 12% en termes nominaux et de 7,7% en termes réels. Quant aux cours réels et pondérés par le commerce extérieur du franc suisse et du mark allemand, ils ont moins varié, puisque le premier s'est revalorisé de 7,1% et le second, de 4,7%.

Endettement international

La situation économique des pays lourdement endettés est restée difficile. Les plus pauvres d'entre eux – la zone subsaharienne avant tout – ont donné particulièrement lieu à préoccupation, car leurs perspectives de croissance sont très

sombres en l'état actuel des choses. La politique menée à l'égard de ces pays tend à se modifier. Ainsi, le Fonds monétaire international (FMI) a proposé d'augmenter la «Facilité d'ajustement structurel» (FAS), un fonds créé il y a un an en vue d'octroyer des crédits pour faciliter les ajustements structurels dans ces pays. Le FMI pourrait alors accorder des crédits à des conditions très avantageuses, les prêts étant assortis d'un taux d'intérêt annuel de 0,5% et ayant une durée maximale de dix ans.

Quelques progrès ont été accomplis dans les négociations avec les pays endettés de l'Amérique latine. Les banques créancières se sont déclarées prêtes, en majorité, à apporter leur soutien à une aide financière en faveur de l'Argentine, ce qui ouvrira la voie aux prêts du FMI. Le Brésil a présenté récemment un nouveau programme économique, prévoyant un gel temporaire des prix, plusieurs dévaluations et une compression du déficit public. La forte progression de l'excédent de la balance commerciale du Mexique, au premier semestre de 1987, laisse présager une évolution favorable dans ce pays; la croissance des exportations peut être attribuée au pétrole, mais aussi, fait réjouissant, aux produits industriels. La nouvelle hausse du taux d'inflation ternit toutefois cette image.

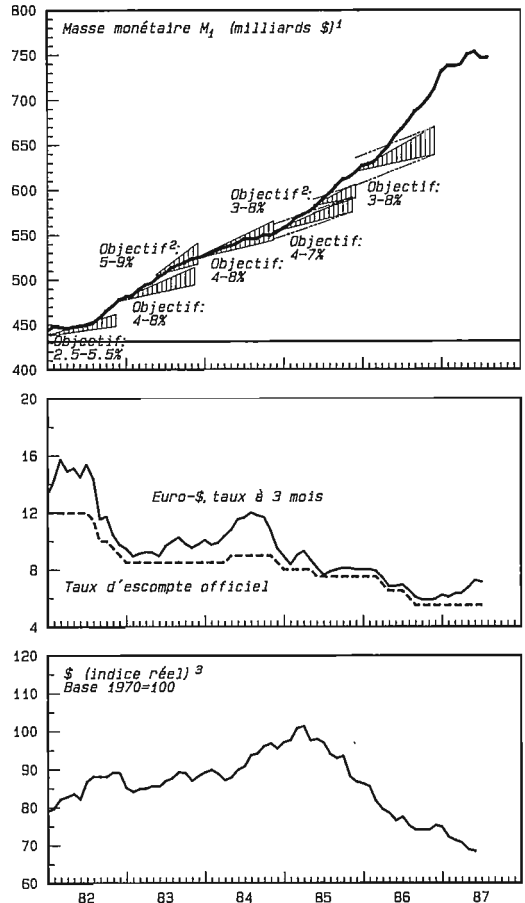
Au deuxième trimestre de 1987, plusieurs banques américaines ont constitué des provisions extraordinaires pour couvrir l'amortissement d'une partie des prêts consentis aux pays endettés. Quelques banques britanniques et canadiennes ont suivi leur exemple. Quant aux établissements de l'Europe continentale, ils ont depuis longtemps déjà commencé à renforcer progressivement leurs réserves.

2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

Contrairement à ce que craignaient de nombreux observateurs, la conjoncture américaine est restée vigoureuse au deuxième trimestre; après correction des variations saisonnières, le produit national brut réel s'est accru, en taux annualisé,

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

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

de 2,3% au deuxième trimestre, contre 4,4 au trimestre précédent. Si le relèvement des stocks a été important au premier trimestre, les ventes, tant sur le marché intérieur qu'à l'étranger, ont augmenté pendant les trois mois suivants. En taux annualisé, les exportations ont progressé en volume de 13,6%, contre 10,2% au premier trimestre. Comme le cours du dollar avait fortement baissé pendant plus de deux ans, on s'attendait à des impulsions croissantes venant du

commerce extérieur. La hausse de la demande intérieure a surpris en revanche par son ampleur. Les dépenses de consommation des ménages – les deux tiers environ de la demande intérieure – se sont accrues de 2,1%, en termes réels et en taux annualisé, grâce à la forte progression dans le domaine des services et dans celui des biens durables. La consommation publique et les investissements bruts des entreprises ont aussi augmenté; seule la construction de logements a marqué un nouveau repli, tendance qui s'explique par la hausse des taux d'intérêt.

Grâce à la conjoncture étonnamment bonne, les rentrées fiscales ont dépassé les prévisions. De ce fait, le déficit attendu pour l'année budgétaire qui prendra fin en septembre n'est plus que de 158,4 milliards de dollars, soit 60 milliards de moins que le déficit de l'exercice précédent. En dépit de ce succès, les observateurs sont d'avis que la loi Gramm-Rudman, relative aux dépenses publiques, devra être révisée; politiquement, il ne paraît en effet guère possible de limiter le déficit à 108 milliards de dollars en 1988, comme le veut la loi.

Le déficit de la balance commerciale est resté élevé. Le revirement de tendance, déjà net dans les flux en volume des échanges extérieurs, n'est guère perceptible en termes nominaux. Les exportations ont augmenté, mais les importations se sont elles aussi accrues sous l'effet de la hausse des prix des marchandises étrangères et de la demande intérieure soutenue. En conséquence, le déficit commercial n'a diminué que certains mois. Il s'élevait à 39,5 milliards de dollars au deuxième trimestre, contre 38,8 milliards au trimestre précédent.

Contrairement à ce qui a pu être observé dans presque tous les autres pays, le déséquilibre s'est réduit graduellement sur le marché américain de l'emploi au cours des dernières années. Malgré une offre accrue de main-d'œuvre, le taux de chômage a diminué de plus de quatre points depuis 1982; au mois de juillet, il s'établissait à 6%.

Au cours des derniers mois, le renchérissement est resté à peu près constant. En données corri-

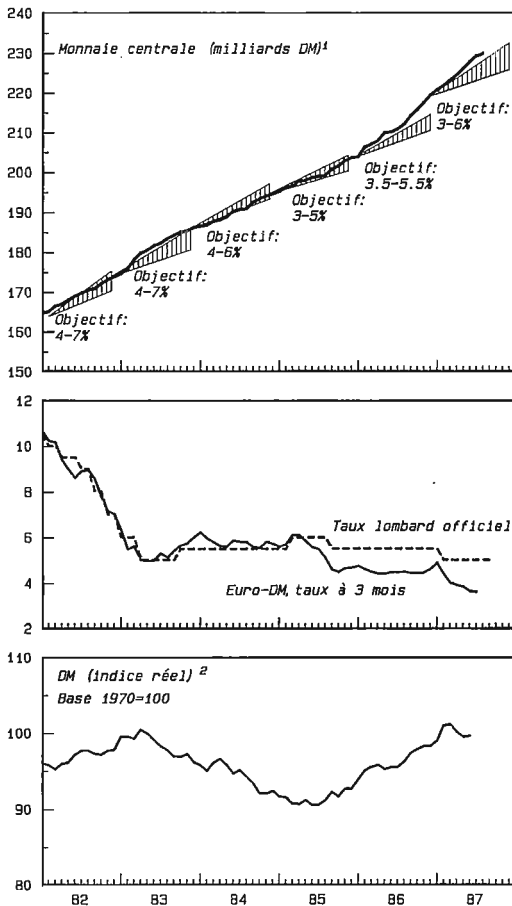
gées des variations saisonnières, les prix à la consommation ont augmenté de 4,6%, en rythme annuel, au deuxième trimestre; quant au taux annuel de renchérissement, il a atteint un niveau proche de 4%. Les prix énergétiques ont joué un rôle prépondérant dans l'évolution de l'indice.

Au printemps de 1987, la politique monétaire est devenue plus restrictive. La masse monétaire M_1 a progressé de 4% au cours des six premiers mois de l'année, alors qu'elle s'était accrue de 9,4% pendant le second semestre de 1986. En mai et en juin, elle a même marqué un recul. Le net ralentissement de l'expansion de la base monétaire dans la période récente et la hausse du taux des fonds fédéraux confirment la nouvelle orientation de la politique monétaire. Après s'être stabilisée à environ 8% pendant plus d'un an, la croissance de la base monétaire a passé, en taux annualisés, à 4,3% au début de 1987 et même à 1,2% seulement en mai. La rémunération des fonds fédéraux a augmenté de plus d'un demi-point depuis le mois de février; pendant les six mois précédents, elle était restée très proche de 6%. L'évolution de M_2 et de M_3 indique elle aussi un resserrement de la politique monétaire. Au premier semestre, l'accroissement de ces agrégats n'a même pas atteint la moitié de ce qu'il était habituellement.

République fédérale d'Allemagne

Le ralentissement économique, observé déjà à la fin de 1986, s'est poursuivi durant l'hiver en République fédérale d'Allemagne. Il était imputable en partie aux conditions climatiques, la conjoncture ayant marqué un net redressement en avril. L'hiver rigoureux a influé avant tout sur le secteur principal de la construction. En plus de cette catégorie d'investissements, d'autres composantes de la demande intérieure ont enregistré une évolution défavorable au premier trimestre. La consommation privée a stagné en termes réels; en données corrigées des variations saisonnières, elle a fléchi de 1% par rapport au trimestre précédent, alors que la consommation publique restait à un niveau inchangé. Seuls les investissements en biens d'équipement ont stimulé la conjoncture; leur progression s'est chif-

Graphique 4: République fédérale d'Allemagne



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

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

frée à 3%. Dans ces conditions, la demande de produits étrangers a été faible, et les importations ont diminué de 1,5% en volume. Quant aux exportations, elles ont marqué un nouveau recul, mouvement qui peut être attribué à l'évolution de la demande étrangère et à la revalorisation du mark. La contribution extérieure au PNB est restée néanmoins positive, mais elle était inférieure d'un tiers au résultat du trimestre correspondant de 1986. A la suite de ces tendances, le produit national brut réel a reculé de 1% par rapport au quatrième trimestre de 1986.

Les dernières données disponibles au sujet notamment du chiffre d'affaires du commerce de détail, de la production industrielle, du taux d'utilisation des capacités techniques et des entrées de commandes dans l'industrie annoncent toutes une forte reprise. Néanmoins, les chiffres relatifs au deuxième trimestre paraissent encore modestes; en dépit d'une hausse de 2,5% entre le premier et le deuxième trimestre, la production industrielle n'a pas retrouvé le niveau observé un an auparavant.

La situation s'est encore dégradée sur le marché du travail. A l'encontre des prévisions, le taux de chômage a augmenté à 8,9%, au mois de juin, en données corrigées des variations saisonnières, il avait diminué à 8,7% en octobre dernier.

Au premier semestre, la balance commerciale a dégagé une fois encore un fort excédent; son solde actif atteignait 55,5 milliards de marks, contre 50,7 milliards un an auparavant. En termes nominaux, les importations ont diminué de 6,3%, et les exportations, de 3,3%. Du fait notamment de cette évolution, l'excédent de la balance courante a augmenté de 35,1 milliards au premier semestre de 1986 à 38,5 milliards de marks un an plus tard.

Après un recul de 1% en 1986, les prix à la consommation se sont inscrits de nouveau en hausse; depuis le début de l'année, leur augmentation a atteint près de 1%. Le taux annuel de renchérissement était de 0,2% au deuxième trimestre, alors qu'une diminution de 0,6% était encore observée du premier trimestre de 1986 à la période correspondante de 1987. Il faut noter que les prix à l'importation ont fléchi d'environ 6%.

Au premier semestre, la monnaie centrale a augmenté de 8% en taux annualisé; comme l'objectif de 3 à 6% était déjà dépassé au premier trimestre, l'agrégat monétaire s'est éloigné davantage du corridor de croissance qui a été choisi. Par cette politique expansionniste, la Banque fédérale d'Allemagne a soutenu le cours du dollar. Ses interventions sur les marchés des changes au cours des cinq premiers mois de l'année ont accru considérablement les réserves en dollars.

En juin, M_1 , M_2 et M_3 dépassaient de 7 à 8,5% leur niveau du même mois de l'année précédente. Etant donné les liquidités abondantes et la phase de stabilité des prix, les taux à court terme se sont repliés jusqu'au milieu de l'année, après une hausse en mars. Les taux à long terme ont eux aussi diminué, avant de se raffermir quelque peu au mois de juin.

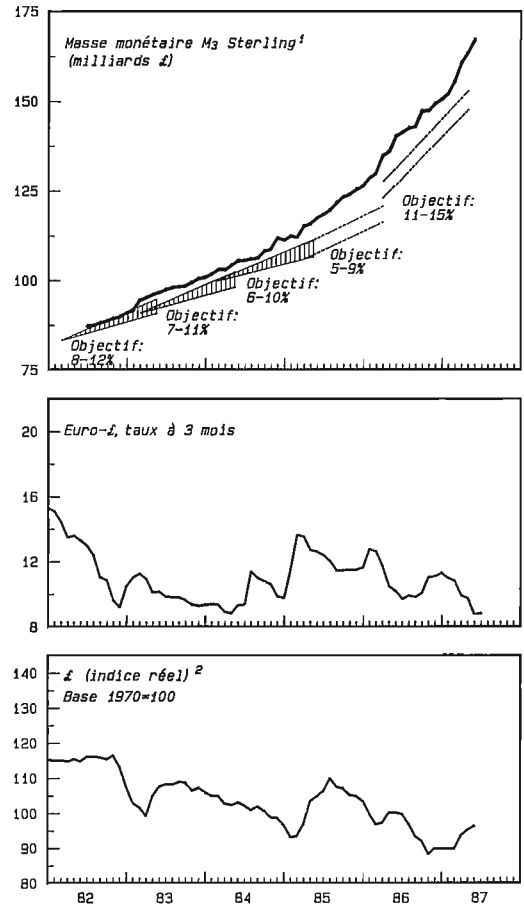
Royaume-Uni

En données corrigées des variations saisonnières, le produit intérieur brut réel a progressé de 1,1% des trois derniers mois de 1986 au premier trimestre de 1987; sa croissance a atteint 3,6% par rapport au premier trimestre de 1986. La consommation privée, stimulée par une augmentation du revenu réel disponible de quelque 3% en 1986, est restée le principal soutien de l'expansion. Les ménages ont bénéficié également d'un allègement fiscal, entré en vigueur le 1er avril 1987. Après avoir marqué une tendance irrégulière au début de l'année, le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est inscrit en hausse; au deuxième trimestre, il dépassait de quelque 6% le niveau observé un an auparavant. Les investissements bruts ont stagné au premier trimestre, la progression observée dans le secteur privé ayant été compensée par un recul dans le secteur public.

L'accélération de la conjoncture britannique s'est étendue également à l'industrie manufacturière, et la production au deuxième trimestre dépassait de 4,5% le niveau des trois mois correspondants de 1986. Au vu des entrées de commandes, cette expansion devrait se maintenir. Entre juin 1986 et le même mois de l'année suivante, le nombre des chômeurs a diminué de 250 000 et le taux de chômage a passé de 11,5 à 10,3%. Quant au nombre des places vacantes, il a augmenté de 27% du deuxième trimestre de 1986 à la même période de l'année en cours.

L'évolution des prix de détail a correspondu à ce qui a été observé dans les autres pays; le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 4,2% au mois de juin, contre 2,5% un an auparavant. Il est certain que l'augmentation des prix du pétrole et des matières premières durant les mois

Graphique 5: Royaume-Uni



¹ Données cvs; objectifs de 1982 à 1985: du mois de février au mois de mars de l'année suivante; pour 1986: du mois d'avril au mois de mars de l'année suivante, variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente; depuis avril 1987, il n'y a plus d'objectif en termes de M_3 sterling (source: Banque d'Angleterre)

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

antérieurs a ravivé le renchérissement; d'autre part, l'influence des coûts salariaux s'est atténuée. En effet, grâce notamment à des gains de productivité, la hausse des coûts unitaires du travail dans l'industrie manufacturière était inférieure à 1%, entre avril 1986 et le même mois de 1987.

Le déficit de la balance commerciale atteignait

2,4 milliards de livres au deuxième trimestre, contre 1,1 milliard pour les trois premiers mois de l'année et 0,9 milliard au deuxième trimestre de 1986. La détérioration s'explique avant tout par une nette croissance des importations au mois de mai, croissance qui est due à la vigueur de la demande intérieure. La balance des transactions courantes s'est soldée par un déficit de 630 millions de livres; son solde passif était de 607 millions de livres au premier trimestre et de 163 millions au deuxième trimestre de 1986.

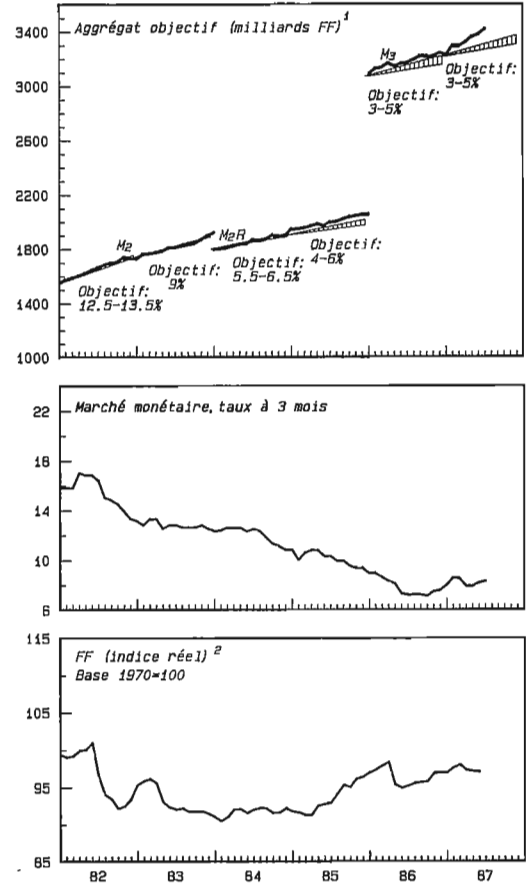
Les recettes de l'Etat pour l'année 1987 devraient atteindre un volume supérieur à ce qui était prévu initialement. Cette évolution favorable s'explique par la vigueur de l'activité économique et par les recettes, supérieures aux prévisions, que l'Etat a obtenues de la vente d'entreprises publiques. Comme les autorités s'attendent aussi à des dépenses inférieures aux chiffres retenus initialement, les besoins de fonds du secteur public pour l'année budgétaire 1987/88 passeront au-dessous de 4 milliards de livres, c'est-à-dire au-dessous du montant inscrit au budget.

Les agrégats monétaires ont évolué conformément aux prévisions. La progression de M_0 est restée à l'intérieur de la marge de 2 à 6%, choisie pour 1987/88. Entre le premier trimestre de 1986 et la période correspondante de 1987, la croissance de cet agrégat a été de 4%. Par contre, l'expansion vigoureuse de la masse monétaire M_3 sterling, due à la forte extension des crédits au secteur privé, s'est poursuivie. En août, la Banque d'Angleterre a porté de 9% à 10% son taux d'intervention sur le marché monétaire.

France

En France, la conjoncture a stagné au début de l'année. En données corrigées des variations saisonnières, le produit intérieur brut s'inscrivait, au premier trimestre, à son niveau des trois derniers mois de 1986; au troisième et au quatrième trimestres de 1986, une croissance de 0,4% avait été enregistrée par rapport à la période précédente. Toutes les composantes de la demande ont varié de moins de 1%. Les plus fortes fluctuations ont été observées pour la consommation privée (+0,3%), les stocks (+0,6%)

Graphique 6: France



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

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

et les importations (-0,8%). Le froid du début de l'année et la grève des chemins de fer ont ralenti la marche de l'économie.

Des signes de reprise sont apparus au deuxième trimestre. Les dépenses des ménages ont augmenté sensiblement, mais passagèrement, au mois d'avril. Après une longue phase de stagnation, la production industrielle a retrouvé quelque vigueur en juin. Enfin, les entrées de com-

mandes – de l'étranger en particulier – incitent à penser à une reprise de la conjoncture.

Le programme adopté par le gouvernement pour lutter contre le chômage a eu un effet favorable sur le marché du travail. Après la nette détérioration observée en particulier au début de l'année, une stabilisation a eu lieu au deuxième trimestre. Le taux de chômage, qui s'inscrivait à 11,1% pendant les mois de mars à mai, a diminué légèrement en juin.

Jusqu'au deuxième trimestre, aucune impulsion n'est venue du commerce extérieur. Sur ce plan, la hausse des prix pétroliers n'a eu qu'une importance secondaire. Beaucoup plus grave a été le fait que les échanges industriels, excédentaires pendant des décennies, sont devenus déficitaires à partir de mars. Au premier semestre, les exportations de marchandises se sont inscrites, en valeur, à un niveau inférieur de 1,5% au résultat de la période correspondante de 1986, et les importations ont augmenté de 2,3%. En conséquence, la balance commerciale a atteint un déficit de près de 20 milliards de francs français, contre 7,2 milliards au premier semestre de l'année précédente. Quant à la balance des transactions courantes, elle est devenue déficitaire. En données corrigées des variations saisonnières, elle a enregistré un solde passif de 4,4 milliards de francs français au premier semestre, alors qu'elle avait dégagé un excédent de 10,4 milliards pour la même période de 1986.

A fin mai, le gouvernement a adopté un plan d'urgence pour combattre le déficit croissant de la sécurité sociale. Le plan prévoit entre autres le maintien du prélèvement additionnel de 0,4% sur les revenus imposables; ce prélèvement avait été introduit l'an dernier à titre temporaire. En outre, un impôt de 1% sera prélevé sur les revenus de capitaux et la taxe sur le tabac sera augmentée.

Le gouvernement a annoncé également un nouvel assouplissement du contrôle des changes. Depuis, les entreprises françaises sont libres de contracter des emprunts à l'étranger et peuvent disposer de comptes en devises en France, et même à l'étranger, pour les entreprises exportatrices. Néanmoins, les avoirs sur ces comptes en

devises ne doivent pas dépasser le quart de leur chiffre d'affaires en monnaies étrangères. En outre, les entreprises ont la possibilité de couvrir leurs risques de change par des opérations à terme ou par d'autres techniques.

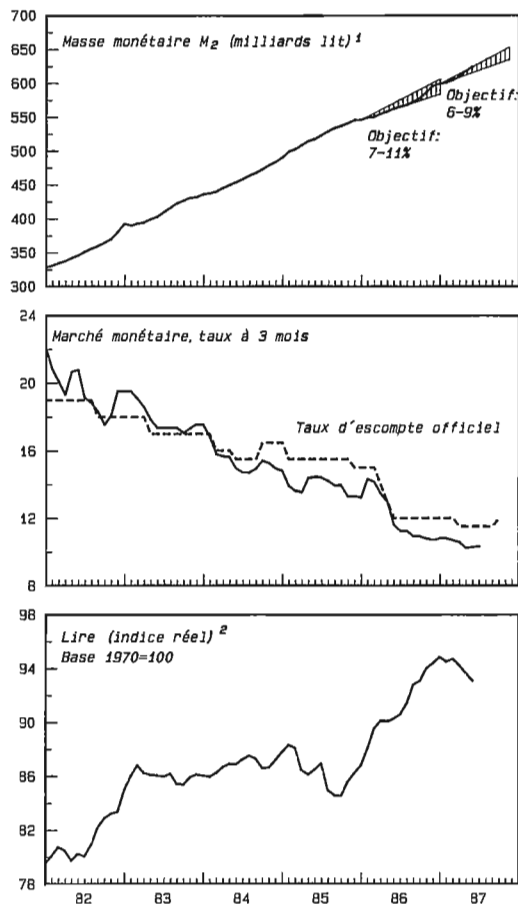
Avec effet au 30 juin, la Banque de France a réduit d'un quart de point son taux d'intervention sur le marché monétaire, ou taux des appels d'offres. Ce taux, qui était de 7,75% depuis le 10 mars, a été ramené ainsi à 7,5%. La baisse a été rendue possible par la bonne tenue du franc français et par le relâchement de la pression inflationniste. Après une brève hausse au début de l'année, le taux annuel de renchérissement s'est stabilisé aux alentours de 3,4% au deuxième trimestre. L'expansion plus faible de la masse monétaire M_2 laissait entrevoir, elle aussi, une baisse des taux d'intérêt. A fin avril, le taux annuel de croissance de cet agrégat se chiffrait à 2,7%, rythme qui est nettement inférieur à l'objectif de 4 à 6%. Par contre, l'expansion de M_3 , qui atteignait 5,5% en avril, était supérieur à l'objectif. Aussi la Banque de France s'est-elle résolue à porter de 1% à 2%, à partir du 21 juillet, les réserves minimales que les banques doivent détenir sur les comptes à terme, les bons de caisse et les titres négociables.

Italie

Au premier trimestre de 1987, le produit intérieur brut réel de l'Italie a augmenté par rapport à la période précédente de 2,3%, en taux annualisé et désaisonnalisé. Cette progression est inférieure au rythme observé pour l'année 1986. La consommation des ménages (+3,5%) et la consommation publique (+2,6%) sont restées les principaux soutiens de la conjoncture; ainsi la vigueur de la demande intérieure a suppléé la faiblesse des exportations et permis une légère hausse de la production industrielle. Cette tendance a continué au deuxième trimestre. Pour les cinq premiers mois de l'année, l'indice de la production industrielle s'est accru de près de 3% par rapport à la même période de l'année précédente.

La fermeté de la demande intérieure a fait monter en flèche le déficit de la balance commer-

Graphique 7: Italie



¹ Données cvs; objectif: variation en % du mois de décembre au même mois de l'année suivante (source: Banque d'Italie)

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

ciale. On a pu le constater particulièrement en juin; en valeur, les importations ont atteint un niveau dépassant de 18,7% le chiffre de juin 1986, et les exportations ont fléchi de 3,7%. La balance commerciale, qui avait enregistré un excédent de 346 milliards de lire en juin 1986, s'est soldée, un peu plus tard, par un déficit de 2325 milliards. Le solde passif des échanges commerciaux s'est élevé à 9130 milliards de lire au premier semestre, montant dépassant de 35% le déficit de la période correspondante de l'année précédente.

En Italie, la hausse des prix s'est accélérée plus tard que dans les autres pays. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le taux annuel de renchérissement a fléchi jusqu'au mois de juin, puis a passé à 4,2% en juillet.

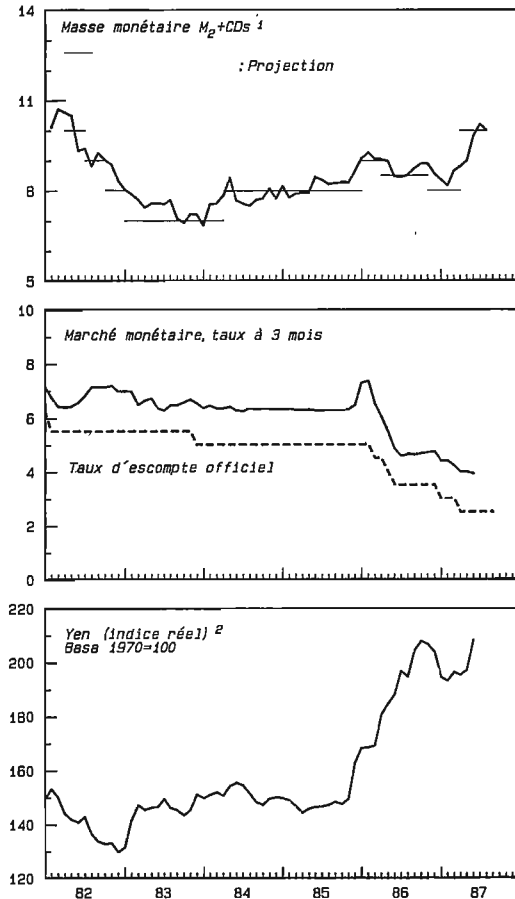
La croissance monétaire a augmenté au début de l'année. Pendant les mois de février à avril, M_2 s'inscrivait en moyenne à un niveau dépassant de 10% la valeur observée pour la période correspondante de l'année précédente. L'objectif fixé pour 1987 est de 6 à 9%. En mai, la politique monétaire est redevenue plus restrictive. En juillet, la Banque d'Italie a pu ramener à 13% le taux annuel d'expansion des crédits; ce taux était supérieur à 15% aux mois de mai et de juin. Ce repli a été accompagné d'une hausse des taux d'intérêt. Le Trésor italien a dû relever de près d'un point, au début de juillet, les rémunérations des titres publics et, sur le marché monétaire, le taux des dépôts à trois mois a passé de 10,3% à la fin de juin à 22% à la mi-juillet.

Japon

Grâce à la demande intérieure très forte, la conjoncture au Japon s'est accélérée notablement. Au deuxième trimestre toutefois, elle a de nouveau perdu beaucoup de sa vigueur, du fait des grosses difficultés de l'industrie d'exportation.

Au premier trimestre, le produit national brut réel a augmenté de 1,2% – après correction des variations saisonnières – par rapport au trimestre précédent et de 3,7% par rapport aux trois premiers mois de 1986. Une grande partie de cet accroissement est imputable aux investissements du secteur privé; en comparaison annuelle, ceux-ci se sont accrus de 7,6% en termes réels (biens d'équipement: +5,2%; construction de logements: +16,6%). Après avoir ralenti au quatrième trimestre de 1987, la consommation privée s'est elle aussi raffermie, progressant au même taux que le produit national brut. En volume, les exportations ont continué leur mouvement de recul, mais à un rythme un peu plus lent que précédemment; en effet, elles ont diminué de 2,4% par rapport à leur niveau du premier trimestre de 1987. Les importations ont en revanche augmenté encore de 5% contre 6,4% au

Graphique 8: Japon



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

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

quatrième trimestre de 1986. De ce fait, la contribution extérieure au PNB a faibli; elle était inférieure d'un tiers à la valeur enregistrée pour le même trimestre de l'année précédente.

Après les très bons résultats du début de l'année, la conjoncture japonaise a perdu de son homogénéité. Les dépenses de consommation des ménages ont continué à croître en avril et en mai, et le nombre des projets de construction de logements s'est nettement élevé en mai. D'un autre côté, il a fallu attendre le mois de juin pour observer une reprise notable de la production

industrielle; celle-ci avait encore faibli en avril et en mai. La situation financière de nombreuses entreprises est restée précaire, et les perspectives de vente sur les marchés étrangers n'incitent guère à l'optimisme.

Après la stabilisation du yen face au dollar et le renchérissement du pétrole, la baisse des exportations en volume et la hausse simultanée des importations ont commencé à transparaître dans les chiffres nominaux de la balance commerciale. L'excédent de la balance commerciale s'est réduit fortement, à partir du mois de février, en données corrigées des variations saisonnières. En mai, il était inférieur à son niveau du mois correspondant de 1986. Le solde actif s'inscrivait à 23 milliards de dollars au deuxième trimestre, contre 27,1 milliards au premier. L'excédent de la balance des transactions courantes a passé de 24,5 milliards de dollars au premier trimestre à 20,9 milliards au trimestre suivant.

La conjoncture moins favorable a entraîné une détérioration sur le marché du travail. Le taux de chômage a atteint le niveau record de 3,2% en mai. Un an auparavant, il s'inscrivait à 2,7%.

Le Japon est le seul grand pays industrialisé à avoir enregistré jusqu'au deuxième trimestre un taux de renchérissement négatif. En mai, les prix étaient encore inférieurs de 0,3% au niveau observé un an auparavant. En juin, ils étaient supérieurs de 0,5%.

Eu égard aux perspectives conjoncturelles plus sombres, le gouvernement a approuvé un plan de relance économique. Ce plan, qui porte sur 6000 milliards de yens (environ 40 milliards de dollars), devrait accroître de 2 points le produit national brut réel; il prévoit d'augmenter les dépenses consacrées aux travaux publics et à la construction de logements, ainsi que des allègements fiscaux. La dette publique ne devrait cependant pas croître fortement, car les autorités projettent de vendre des entreprises publiques. Pour stimuler davantage l'expansion économique, le gouvernement japonais a décidé de faire exécuter dès la première moitié de l'année budgétaire qui a commencé le 1er avril plus de 80% des projets publics prévus dans le budget principal.

Au deuxième trimestre, l'agrégat monétaire $M_2 + CD$, dépassait en moyenne de 10% son niveau de la période correspondante de 1986. Cette progression est supérieure à l'objectif monétaire, bien que celui-ci ait été relevé de 8% à 9%. Le dépassement n'est pas étonnant puisque la banque centrale est intervenue massivement sur les marchés des changes, au cours du premier semestre pour soutenir le cours du dollar. Au cours des cinq premiers mois, les réserves officielles

de devises se sont accrues de 26 milliards de dollars pour atteindre 64 milliards. Etant donné l'approvisionnement plus ample en liquidités et la stabilité constante des prix, la plupart des taux d'intérêt ont continué leur mouvement de repli jusqu'au milieu de l'année. Des rémunérations à long terme – emprunts d'État et obligations bancaires – ont toutefois augmenté vigoureusement en juin.

Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1984	1985	1986a)	1985a)		1986a)		1987a)		
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Etats-Unis	6,8	3,0	3,9	2,5	3,6	3,3	2,6	2,2	2,0	2,5
Rép. féd. d'Allemagne	3,0	2,5	2,4	2,2	1,7	3,3	2,1	2,4	2,2	-
Royaume-Uni b)	3,0	3,7	3,1	2,6	2,8	2,3	3,0	3,8	3,6	-
France b)	1,4	1,4	2,2	2,1	2,3	2,7	2,2	1,9	2,1	1,6
Italie b)	3,5	2,8	2,7	3,0	1,9	3,4	3,3	2,4	2,3	-
Japon	5,0	4,7	2,5	4,2	3,0	2,5	2,4	2,0	3,7	-
Suisse b)	1,8	4,0	2,8	4,2	2,0	2,7	3,2	3,2	3,3	-

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

	1984	1985	1986	1986		1987				
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis	4,3	3,5	1,9	1,3	2,2	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9
Rép. féd. d'Allemagne	2,4	2,2	-0,1	-1,1	-0,6	0,2	0,1	0,2	0,2	0,7
Royaume-Uni	5,0	6,1	3,4	3,4	3,9	4,2	4,3	4,2	4,2	4,4
France	7,4	5,8	2,7	2,1	3,3	3,4	3,5	3,4	3,3	3,4
Italie	10,8	8,6	6,1	4,7	4,3	4,2	4,2	4,2	4,1	4,2
Japon	2,2	2,1	0,6	-0,3	-1,3	-	-0,2	-0,3	0,5	0,1
Suisse	2,9	3,4	0,8	0,1	0,9	1,1	1,2	0,9	1,3	1,8

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

	1984	1985	1986	1986		1987				
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis	7,5	7,1	6,9	6,7	6,7	6,2	6,3	6,2	6,1	6,0
Rép. féd. d'Allemagne	9,1	9,3	9,0	8,7	8,8	8,9	8,9	8,8	8,9	9,0
Royaume-Uni b), d)	10,9	11,1	11,4	11,2	10,9	10,5	10,7	10,4	10,3	10,2
France b), d)	9,9	10,3	10,5	10,7	11,1	11,0	11,1	11,1	11,0	11,0
Italie b)	10,4	10,6	11,3	11,7c)	11,5c)	-	-	-	-	-
Japon	2,7	2,6	2,8	2,8	2,9	3,1	3,0	3,2	3,0	2,7
Suisse	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

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

1.4 Balance des transactions courantes

(balances des revenus; solde en milliards de dollars, données cvs)

	1984	1985	1986a)	1985		1986a)		1987a)		
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Etats-Unis	-106,5	-117,7	-140,6	-33,7	-34,0	-34,4	-36,2	-38,0	-37,1	-
Rép. féd. d'Allemagne	7,1	13,4	37,6	0,7	7,9	8,1	11,3	9,5	10,9	10,7
Royaume-Uni	1,7	3,8	-1,5	0,9	1,0	-0,1	-1,4	-1,1	1,0	1,1
France	-0,8	0,2	3,7	0,6	1,1	0,4	1,3	0,9	-0,4	-0,3
Italie b)	-4,2	-3,6	-	-2,2	-2,1	0,2	-	-	-	-
Japon	35,0	49,2	85,8	15,6	15,9	21,6	23,8	24,3	24,5	20,9
Suisse b)	4,3	5,2	7,5	1,6	2,2	1,6	1,4	2,2	2,5	-

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

L'essor de l'économie a ralenti au premier semestre de 1987, en raison surtout de la baisse des exportations et de la croissance moins forte de la consommation privée.

Au premier trimestre de 1987, l'expansion du produit intérieur brut réel a dépassé de 3,3% le niveau de la période correspondante de l'année dernière; elle était donc tout aussi vigoureuse que celle des deux trimestres précédents. En données corrigées des variations saisonnières, la conjoncture a stagné toutefois au niveau du dernier trimestre de 1986. Plusieurs indices laissent penser que cette tendance se poursuivra au deuxième trimestre. D'une part, les exportations réelles ont diminué; au premier trimestre, elles dépassaient encore très légèrement leur valeur observée un an auparavant, alors qu'au deuxième, elles étaient inférieures au niveau de l'année précédente et ce pour la première fois depuis 1983. D'autre part, la consommation privée, corrigée des variations saisonnières, n'a plus progressé depuis le milieu de 1986. Néanmoins, les dépenses de consommation ont encore augmenté de 1,7% entre le premier trimestre de 1986 et les trois mois correspondants de 1987. Les enquêtes effectuées auprès des consommateurs montrent que ces derniers sont toujours disposés à faire des achats importants. En outre, de grandes quantités de biens de consommation ont été importées au cours des derniers mois. Tous ces signes font plutôt croire à une reprise de la consommation privée. Les investissements se sont maintenus à leur niveau élevé; dans l'ensemble, ils ont été, au premier trimestre, de 8,1% supérieurs à leur volume observé un an auparavant. Quant aux stocks, ils ont aussi augmenté. Pourtant, l'examen des chiffres désaisonnalisés laisse présager la possibilité d'un affaiblissement de la demande d'investissement au cours des prochains mois, notamment celle en biens d'équipement. En revanche, les importations ont continué de progresser vigoureusement en termes réels et en données corrigées des variations saisonnières.

Au premier trimestre, la croissance annuelle de la production industrielle atteignait encore 3%. Le taux d'utilisation des capacités techniques s'est toutefois réduit en un an, en raison de l'extension de celles-ci. L'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montre que le climat s'est de nouveau amélioré dans l'industrie au deuxième trimestre et que les capacités techniques ont été utilisées dans une plus grande mesure. Certaines branches importantes ont pu compenser en partie la faiblesse de la demande étrangère par des commandes accrues de la clientèle suisse.

Le nombre des personnes occupées a dépassé, au deuxième trimestre de 1987, de 1,1% le niveau enregistré un an auparavant. Par rapport aux trimestres précédents, la croissance de l'emploi a un peu fléchi. Quant au taux de chômage, il est resté inchangé à 0,8% au deuxième trimestre.

Entre les mois d'avril et de juillet, le volume des billets en circulation a été en moyenne de 3,3% supérieur à son niveau de la période correspondante de 1986; il a donc augmenté dans une mesure inattendue. Comme la Banque nationale n'a pas voulu corriger cette évolution – en raison des incertitudes dans le domaine économique et sur les marchés des changes –, la monnaie centrale ajustée a augmenté durant cette période plus fortement que prévu.

Sur le marché monétaire, les liquidités ont atteint un niveau suffisant au deuxième trimestre; le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a oscillé entre 3¼ et 4%. L'échéance semestrielle s'est déroulée sans difficulté. Sur le marché des obligations, le volume des émissions a été relativement faible; les taux d'intérêt et les rendements sont restés stables.

Après le creux de début mai, le dollar a nettement repris de la vigueur jusqu'à la mi-août face au franc suisse. Dans le même temps, ce dernier a reculé un peu vis-à-vis du mark allemand.

Le renchérissement annuel s'est accéléré au deuxième trimestre, atteignant 1,1% pour les biens de consommation, contre 0,9% au premier trimestre de cette année et 0,1% au dernier de

1986. De leur côté, les prix de gros sont restés au-dessous de leur niveau relevé un an auparavant. Leur rythme de baisse s'est établi à 2,7% au deuxième trimestre, contre 4,1% au premier.

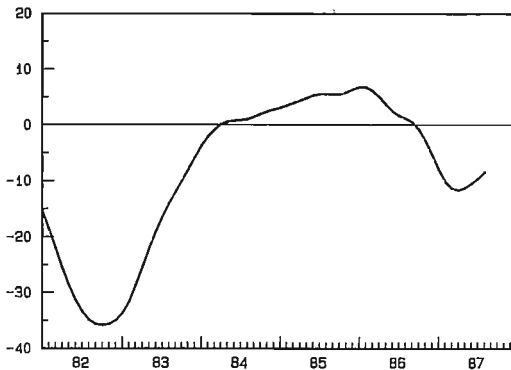
2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

La croissance du produit intérieur brut réel a stagné au premier trimestre de 1987, en données corrigées des variations saisonnières, mais, d'une année à l'autre, elle est restée élevée puisqu'elle a atteint 3,3%.

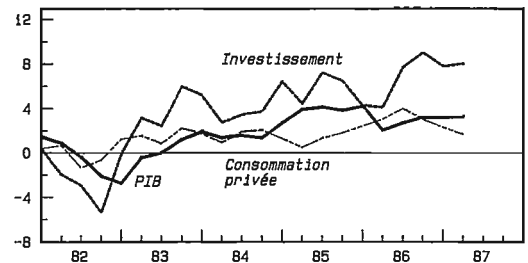
Si la production industrielle s'est aussi sensiblement contractée en données corrigées des variations saisonnières, elle était toujours de 3% supérieure au niveau enregistré une année auparavant. Une fois le cours du dollar stabilisé, l'industrie a jugé avec un peu plus d'optimisme l'évolution conjoncturelle en mai et en juin (cf. graphique 9). Les chiffres des programmes de production et des entrées de commandes prévues, relevés par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ lors de son enquête, traduisent aussi un regain de confiance depuis quelques

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹



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

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral des questions conjoncturelles

mois. En s'établissant à 86,1% au deuxième trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques a encore dépassé celui des deux trimestres précédents. Une répartition des entreprises d'après leur quote-part d'exportations fait cependant toujours apparaître une situation très contrastée. Ainsi, les entreprises à vocation fortement exportatrice, c'est-à-dire celles qui réalisent plus des deux tiers de leur chiffre d'affaires avec l'étranger, n'escomptent pas une relance des entrées de commandes ces prochains mois.

Elles envisagent au contraire de réduire quelque peu leur production. Cette évolution est surtout perceptible dans l'industrie des machines et appareils. Au premier trimestre de 1987, les commandes sont tombées au-dessous du niveau observé un an plus tôt et la réserve moyenne de travail a encore régressé. Comme les commandes de la clientèle suisse ont sensiblement augmenté en un an, la quote-part des exportations de l'industrie des machines a reculé à 60,7%, s'inscrivant au niveau le plus bas depuis la fin de 1983.

Les entrées de commandes de toute l'industrie ont été, au premier trimestre de 1987, de 2% supérieures à celles de l'année précédente. Les commandes de l'étranger ont baissé de 4%, alors que celles de la clientèle suisse augmentaient de 5%.

Consommation privée

La croissance des dépenses privées de consommation a de nouveau ralenti au cours des trois

premiers mois de 1987 par rapport à celle de la période correspondante de 1986; en termes réels, elle n'a plus été que de 1,7%, contre 2,3% au quatrième trimestre de 1986 et 3% au troisième. Plusieurs indicateurs laissent toutefois présager une reprise de la consommation privée au deuxième trimestre. Comme au premier trimestre, les importations de biens de consommation ont vivement progressé, en termes réels et après correction des variations du nombre de jours ouvrables. Après avoir reculé en mai, le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est redressé vigoureusement en juin. Les résultats de l'enquête menée en avril par l'Office fédéral des questions conjoncturelles font apparaître un climat de consommation qui reste bien orienté. C'est ainsi que les ménages interrogés envisagent toujours favorablement leur situation financière future et affichent une propension accrue à effectuer d'importants achats.

Investissements

Les investissements ont augmenté de 8,1% entre le premier trimestre de 1986 et les trois mois correspondants de cette année. La croissance annuelle des investissements en biens d'équipement a ralenti légèrement tout en se maintenant à un niveau élevé, tandis que celle des investissements en constructions a progressé lentement, mais sans discontinuer depuis le deuxième trimestre de 1986. En effet, la première a atteint 11,2% au premier trimestre de 1987 et la seconde, 5,3%.

L'industrie de la construction a connu une expansion annuelle de 18,4% des entrées de commandes (gros œuvre: 33,2%; bâtiment: 12,3%). Dans le secteur du bâtiment, l'accroissement provient des constructions industrielles et artisanales, mais aussi des constructions de logements qui ont enregistré une augmentation de 12,9% des entrées de commandes.

Commerce extérieur et balance commerciale

Les exportations suisses ont diminué, en termes réels, de 4,4% au deuxième trimestre de 1987 par rapport à la même période de 1986. Si l'on tient compte des deux jours ouvrables supplémentaires que comptait le deuxième trimestre de 1986, la baisse ne s'établit plus qu'à 1,5% environ. En données corrigées des variations saisonnières, elle dure déjà depuis le second semestre de l'année dernière. Enregistrant un recul de 6,1% en un an et en termes réels, les ventes de biens de consommation à l'étranger ont été particulièrement faibles. Les exportations de l'industrie des métaux ont régressé de 5%; celles de l'industrie des machines et appareils, qui sont comprises dans les premières, n'ont fléchi que de 2,3%. Quant aux livraisons à l'étranger de l'industrie chimique, elles ont reculé de 2,8%. Pour la première fois depuis le premier trimestre de 1986, l'indice des prix des marchandises exportées a dépassé, au deuxième trimestre, de 0,4% son niveau observé un an auparavant.

La croissance annuelle des importations s'est

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

	1983	1984	1985	1986	1986				1987	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	7,3	3,6	8,7	14,5	13,1	17,3	21,7	5,8	2,9	10,9
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	7,2	-6,4	-15,0	3,2	-4,0	16,4	-2,2	9,4	-1,2	-16,8
Logements construits dans 96 villes	-5,7	6,9	-2,3	-1,5	1,3	8,9	-5,7	-10,1	-27,2	-16,1
Projets de constructions industrielles ¹										
- volume des projets	17,4	-8,0	34,4	21,8	29,5	20,6	99,4	-27,1	35,2	7,5
- nombre de projets	11,8	31,5	12,6	5,2	12,9	-3,7	24,7	-10,6	-4,8	+18,3

¹ Constructions nouvelles et agrandissements

Source: La Vie économique, OFIAMT

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

	1983	1984	1985	1986a)	1986a)				1987a)	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Exportations, volume	0,0	6,4	9,1	2,1	0,9	3,3	4,4	0,8	2,9	-4,4
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	6,5	9,8	7,9	0,8	-0,4	3,0	0,3	0,4	3,9	-4,5
biens d'équipement	-4,0	3,1	10,7	6,5	5,7	7,3	11,3	4,4	5,7	-3,1
biens de consommation	-2,7	6,4	8,8	-1,7	-2,5	-1,1	1,4	-3,3	-1,7	-6,1
Valeurs moyennes à l'exportation	2,4	4,5	1,9	-0,7	0,4	1,0	-1,7	-3,2	-3,5	0,4
Importations, volume	4,8	7,3	5,2	8,2	6,1	11,9	11,4	3,5	7,0	3,4
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	4,9	10,1	7,6	3,7	0,8	6,7	5,8	1,4	4,5	-2,0
biens d'équipement	7,3	3,6	8,7	14,5	13,1	17,3	21,7	5,8	2,9	10,9
biens de consommation	1,0	9,6	2,5	9,0	5,4	14,7	12,7	3,8	12,1	3,6
Valeurs moyennes à l'importation	-0,8	4,0	4,7	-9,4	-6,0	-10,1	-11,6	-9,4	-8,6	-5,8

a) Chiffres provisoires

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

Source: Direction générale des douanes fédérales

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

	1983	1984	1985a)	1986*)	1986*)				1987*)	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Recettes										
Exportations de marchandises	55,0	55,8	69,1	69,2	16,6	18,1	16,5	18,0	16,5	17,3
Commerce spécial	52,7	53,7	66,6	67,0	16,0	17,5	16,0	17,5	16,0	16,8
Autres exportations de marchandises ²	2,3	2,1	2,4	2,2	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Exportations de services	14,6	16,0	20,0	19,9	5,3	4,8	5,9	4,0	5,0	4,7
Revenus de facteurs ³	24,3	23,4	28,6	27,0	6,9	6,7	6,6	6,6	6,7	6,7
Transferts sans contrepartie	1,7	2,0	2,5	2,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Total	95,5	97,2	120,1	118,8	29,5	30,3	29,9	29,3	28,9	29,4
Dépenses										
Importations de marchandises	60,7	63,6	77,8	76,4	19,1	20,0	18,4	18,9	18,7	19,5
Commerce spécial	58,1	61,1	74,8	73,5	18,3	19,2	17,8	18,1	18,0	18,8
Autres importations de marchandises ²	2,6	2,6	3,0	2,9	0,8	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8
Importations de services	8,0	8,2	10,3	10,1	1,5	2,6	4,0	2,0	1,5	2,7
Revenus de facteurs ³	15,1	13,4	15,2	15,4	3,8	3,9	3,8	3,9	4,0	4,2
Transferts sans contrepartie	3,7	3,9	4,5	4,7	1,1	1,2	1,3	1,2	1,1	1,3
Total	87,5	89,1	107,7	106,7	25,5	27,7	27,5	26,0	25,3	27,7
Solde de la balance des transactions courantes	8,0	8,1	12,4	12,1	4,0	2,6	2,4	3,3	3,5	1,7

a) Chiffres provisoires

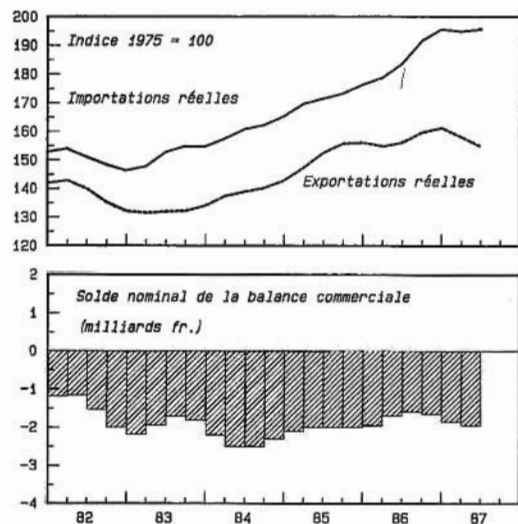
*) Selon de premières estimations

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

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

inscrite à 3,4%, en termes réels, au deuxième trimestre. Corrigée des variations du nombre de jours ouvrables, elle a atteint 6,4%. Depuis le milieu de 1986 et en données corrigées des variations saisonnières, les importations réelles

ont augmenté vigoureusement, notamment celles de biens d'investissement. Si le recul des prix à l'importation est resté important en l'espace d'une année puisqu'il s'est inscrit à 5,8%, il a été toutefois plus faible que les trimestres

Graphique 11: Commerce extérieur¹

¹ Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

précédents. Dans l'indice des produits énergétiques, les achats de mazout à l'étranger ont progressé à un rythme supérieur à la moyenne, soit de 16%. Les parts aux importations des principaux partenaires commerciaux de la Suisse n'ont pas varié.

Le déficit de la balance commerciale s'est chiffré à 2 milliards de francs, comme au premier trimestre.

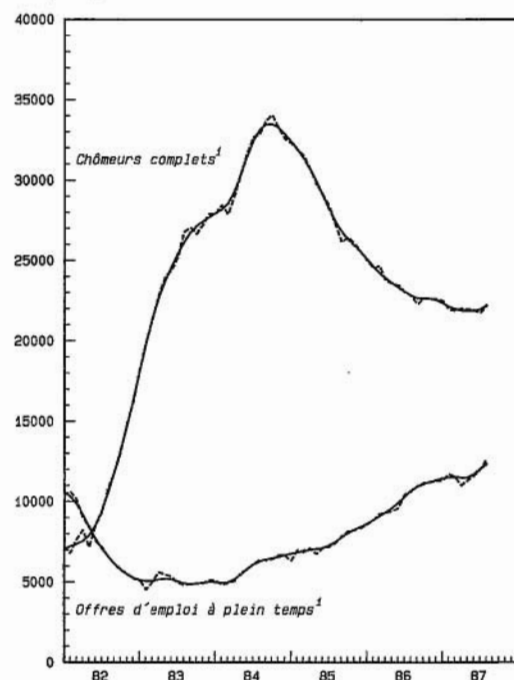
Balance des transactions courantes

L'excédent de la balance des transactions courantes a diminué de 0,9 milliard de francs entre le deuxième trimestre de 1986 et les trois mois correspondants de cette année, passant ainsi de 2,6 milliards à 1,7 milliard. Durant cette période, le solde passif des échanges de marchandises s'est alourdi de 0,3 milliard de francs, malgré des importations et des exportations nominales plus faibles. De son côté, l'excédent de la balance des services a baissé de 0,2 milliard de francs. Quant au solde actif de la balance des revenus de facteurs, il s'est allégé de 0,3 milliard de francs par rapport au deuxième trimestre de 1986, en raison de la hausse des salaires versés

aux frontaliers étrangers et de la réduction de l'excédent des opérations sur différence d'intérêt.

Emploi et marché du travail

L'emploi a progressé de 1,1% par rapport au deuxième trimestre de 1986. La croissance s'est donc légèrement ralentie puisqu'elle s'inscrivait à 1,3% au premier trimestre. La répartition par secteurs montre que, dans l'industrie – où les taux de croissance les plus élevés avaient été enregistrés en 1985 et en 1986 – l'emploi n'a augmenté que de 0,1% et que, dans les services, il a haussé de 2%. L'affaiblissement de l'emploi dans l'industrie se reflète dans la légère hausse du nombre de chômeurs partiels et dans le léger recul du nombre d'heures supplémentaires. Cette évolution ressort d'une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ.

Graphique 12: Marché du travail

¹ Données cvs et lissées

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

Tableau 5: Emploi et marché du travail

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1983	1984	1985	1986	1986		1987				
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet
Indice de l'emploi ¹	-1,3	-0,4	0,8	1,0	1,2	1,3	1,2	-	-	-	-
Taux de chômage ^{2, 3}	0,8	1,0	0,9	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Chômeurs ³	26 288	32 061	27 025	22 770	22 114	25 209	21 579	22 451	21 627	20 659	20 347
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	48 930	11 231	2 133	2 058	3 678	4 559	4 278	4 595	3 935	4 303	-
Offres d'emploi à plein temps ³	5 084	6 269	7 898	10 734	10 815	11 035	12 886	12 182	13 129	13 347	13 032

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente² Nombre des chômeurs complets en % de la population active selon le recensement de 1980³ En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Source: La Vie économique, OFIAMT

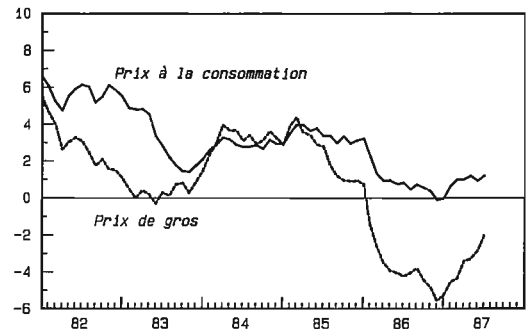
Le taux de chômage a passé, pour des motifs saisonniers, de 0,9% au premier trimestre à 0,8% au deuxième et à 0,7% au mois de juillet. Le nombre des places vacantes, annoncées aux offices du travail, a progressé jusqu'au milieu de l'année. L'indice de l'emploi établi par Manpower et calculé selon la surface des offres d'emploi parues dans les quotidiens a atteint un niveau record en février déjà; depuis, il n'a cessé de se replier.

Prix et salaires

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel s'est établi à 1,1% au deuxième trimestre. Il a augmenté légèrement par rapport au trimestre précédent (0,9%). La hausse de 2,8% des prix des services privés a contribué largement à cette évolution. La répartition selon la provenance des biens montre que les produits indigènes ont renchéri de 2,2% en moyenne au deuxième trimestre, tandis que les prix des marchandises importées baissaient de 1,6% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. En 1986, le taux de croissance des produits suisses s'était inscrit à 2,9% en moyenne.

Les prix de gros sont restés inférieurs à leur niveau observé une année auparavant. Ils ont baissé de 2,7% au deuxième trimestre, contre

4,1% au premier. Cette évolution résulte des fortes variations de la base de calcul de l'année dernière. Si le niveau des prix est resté relativement stable entre janvier et juin de cette année, les prix étaient très nettement orientés à la baisse durant la même période de 1986. La répartition selon la provenance des biens montre que l'indice a reculé, en l'espace d'une année, de 6,8% pour les marchandises importées et de 1,1% pour les produits indigènes. Toutefois, des impulsions venues de l'étranger semblent déjà raviver le renchérissement. La hausse récente des prix en dollars du pétrole et d'autres matières premières influe aussi sur l'indice des prix de gros. Entre mai et juin, l'indice des marchan-

Graphique 13: Evolution des prix¹¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

disés importées a augmenté nettement plus (0,9%) que celui des produits suisses (0,3%) et ce pour la première fois depuis longtemps.

Au deuxième trimestre, les salaires étaient de 2,6% supérieurs à leur niveau de l'année précédente. Mesurée à l'indice des prix à la consommation, la hausse réelle des salaires s'est établie à 1,5%.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Durant les mois d'avril à juillet, la monnaie centrale ajustée a dépassé de 2,9% en moyenne son niveau de la période correspondante de 1986. Cette évolution est due en grande partie à la hausse de 3,3% des billets en circulation. La croissance des billets a été inégale au fil des mois. Assez modeste en mai, elle s'est accélérée en juin et en juillet. Toutes les coupures en ont été affectées. En s'inscrivant à 3,6%, le taux de croissance des grosses coupures (billets de 500 et de 1000 francs) a été supérieure à la moyenne; celui des petites coupures (billets de 100 francs compris) a atteint 3%. Etant donné la situation incertaine des marchés des changes et de l'économie en général, la Banque nationale a

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984 ^r	2,6	5,6	6,2
1985 ^r	0,1	7,3	4,8
1986 ²	4,6	6,3	6,9
1986 2e trim. ²	5,0	4,9	6,3
1986 3e trim. ²	4,9	7,8	7,7
1986 4e trim. ²	4,5	7,7	7,9
1987 1er trim. ²	5,6	10,0	8,5
1987 2e trim. ²	5,6	9,4	8,9
1987 avril ²	5,5	10,3	9,1
1987 mai ²	5,5	9,4	8,9
1987 juin ²	5,7	8,3	8,9

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente, calculée sur la base des données de fin de mois; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes. Chiffres révisés; voir «Révision de la statistique monétaire», bulletin trimestriel 1/1985, tableau 2, et Bulletin mensuel BNS tableaux 11 et 12. Jusqu'en 1985, sans la Principauté de Liechtenstein; depuis 1986, y compris la Principauté de Liechtenstein.

^r Chiffres révisés

² Chiffres provisoires

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

M₂ = M₁ + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

décidé de ne pas compenser l'augmentation des billets en circulation par une réduction correspondante de l'expansion des avoirs en comptes

Tableau 6: Monnaie centrale ajustée (MCA)

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1, 3}	Variation en % ²
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8297	2,5	481	31 768	2,0
1986 2e trim.	23 759	1,0	8022	0,9	334	31 446	1,9
1986 3e trim.	23 615	1,5	8303	3,7	545	31 373	1,9
1986 4e trim.	24 511	2,6	8775	2,5	595	32 691	2,8
1987 1er trim.	24 639	3,0	8406	4,1	464	32 582	3,2
1987 2e trim.	24 473	3,0	8557	6,7	762	32 268	2,6
1987 avril	24 525	3,1	8705	9,1	1004	32 226	2,4
1987 mai	24 347	2,4	8256	4,7	329	32 274	2,7
1987 juin	24 546	3,6	8711	5,6	952	32 305	2,7
1987 juillet	24 682	3,8	8791	7,3	888	32 585	3,8

¹ Moyenne des valeurs mensuelles, en millions de francs

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

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

de virements. Aussi, la monnaie centrale ajustée dépassera-t-elle vraisemblablement son objectif de croissance, fixé à 2%, en moyenne, pour 1987.

L'expansion des autres agrégats monétaires, qui s'est accélérée depuis le début de l'année, est restée soutenue au deuxième trimestre; elle a atteint 5,5% pour M_1 , 9,2% pour M_2 et 8,9% pour M_3 . La hausse a touché toutes les formes de dépôts. Dans le domaine des avoirs en comptes d'épargne, elle a été la plus forte et dans celui des dépôts à vue et à terme, elle s'est affaiblie quelque peu. Cette évolution est due en partie aux rémunérations relativement attrayantes des avoirs en comptes d'épargne, des rémunérations très proches, au deuxième trimestre, de celles des dépôts à trois mois. En outre, l'écart entre les rendements de ces avoirs et ceux des obligations de caisse s'est réduit un peu. En 1986, l'extension de M_1 avait reposé principalement sur celle des dépôts à vue, alors qu'au deuxième trimestre de 1987, elle a surtout résulté de la hausse, d'une ampleur inattendue, du numéraire en circulation (3,3% par rapport au deuxième trimestre de 1986).

Marchés monétaire et financier

Marché monétaire

L'évolution des taux d'intérêt a été particulièrement calme au deuxième trimestre. Sur le marché des euro-francs, le niveau des rémunérations, mesuré au taux des dépôts à trois mois, a fluctué entre 3¾ et 4%. Certes, les taux ont augmenté à l'approche de l'échéance semestrielle, mais à partir du moment où celle-ci a paru devoir se dérouler sans problèmes, ils se sont repliés avant la fin du mois. Les grandes banques n'ont pas modifié les taux de leurs dépôts de 3 à 12 mois, qui s'élevaient à 3¼% depuis le 3 mars 1987.

Par contre, les écarts de rendement entre les placements en francs suisses et ceux en monnaies étrangères ont fluctué dans une forte mesure. Les taux des placements en marks sur l'euro-marché qui étaient orientés continuellement à la baisse depuis le début du mois de mai

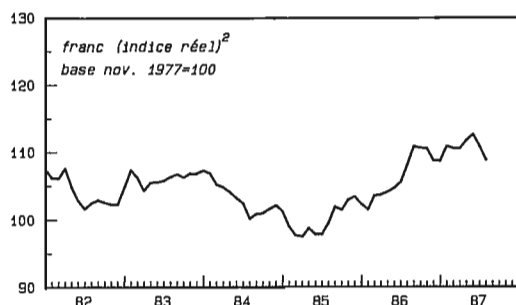
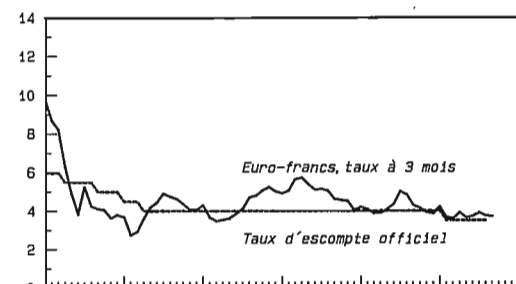
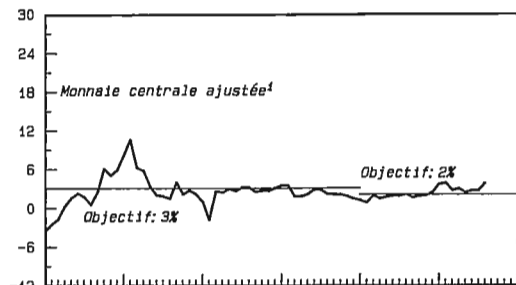
se sont établis en mai et en juin au-dessous de ceux des dépôts en francs suisses de durée comparable. Après leur reprise en juillet, l'écart a presque disparu. Inversement, les rémunérations des placements en dollars sur l'euro-marché ont fortement augmenté jusqu'à la mi-mai. La correction qu'elles ont subie en juillet a certes réduit à 3% leur écart avec les rendements des dépôts en francs sur l'euro-marché, mais cet écart est resté plus grand qu'en 1986.

D'avril à juin, les avoirs que les banques détiennent à la Banque nationale en comptes de virements se sont inscrits à 8,6 milliards de francs en moyenne, dépassant ainsi de 6,6% le niveau observé un an plus tôt. A l'échéance semestrielle, les banques ont recouru aux liquidités de l'institut d'émission dans une mesure particulièrement forte (+9,7%). En raison des taux inhabituellement élevés appliqués par les banques aux échéances mensuelles, la Banque nationale avait décidé, il y a un an, de mener durant les fins de mois une politique plus souple en matière de refinancement.

Marché des changes

Les cours de quelques monnaies importantes se sont stabilisés vis-à-vis du franc suisse entre les mois de mai et d'août. Il s'est agi notamment du cours du franc français, de celui de la livre sterling et de celui de la lire italienne. Le mark allemand s'est revalorisé légèrement et le dollar américain, un peu plus fortement, tandis que le yen japonais se dépréciait. Après avoir passé par un creux en mai, le dollar américain s'est quelque peu redressé; de la fin du mois de mai à la mi-août, il a oscillé entre fr. 1.48 et fr. 1.57.

Face à toutes les monnaies importantes, le cours réel du franc suisse s'est revalorisé au deuxième trimestre par rapport à la période correspondante de l'année dernière. Vis-à-vis du dollar américain, de la livre sterling et du yen japonais, il a haussé de 23,4%, de 12,8% et de 7,1%. En dépit de l'évolution du mark, la revalorisation du franc a tout de même atteint 2,2%, en termes réels, face à cette monnaie; elle s'explique par un renchérissement plus élevé en Suisse durant la période considérée. Le cours réel du franc,

Graphique 14: Suisse

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

² Cours pondéré par les exportations

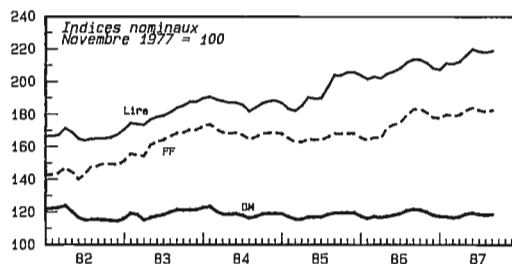
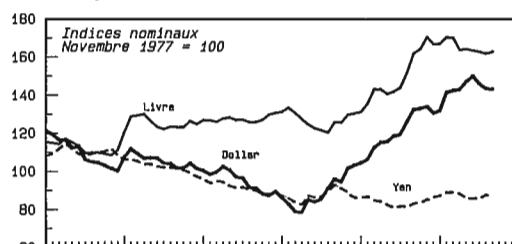
pondéré par les exportations vers nos 15 principaux partenaires commerciaux, a dépassé de 7,1% au deuxième trimestre, contre 7,6% au premier, son niveau observé un an auparavant.

Marché des capitaux

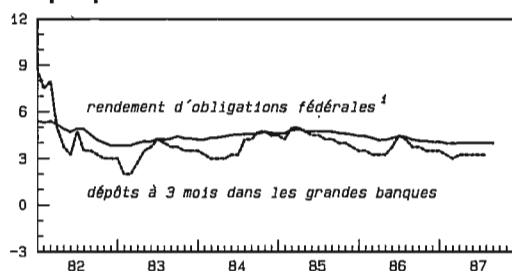
Sur le marché des obligations, le volume des émissions a été relativement faible au deuxième trimestre et les taux d'intérêt ont fait preuve de stabilité. Le nombre d'emprunts, qui n'ont pas

réussi à maintenir leur prix d'émission sur le marché avant-bourse, a augmenté; cette situation, due à des conditions parfois trop justes, a aussi touché de plus en plus d'emprunts à option, alors que des émissions précédentes avaient été cotées sur le marché hors-bourse très au-dessus de leur prix.

Les taux des emprunts obligataires et des obligations de caisse émises par les banques sont restés inchangés. Les débiteurs de premier

Graphique 15: Variations du franc¹

¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt

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

ordre ont encore assorti leurs emprunts d'un coupon de 4¼%. Sur le marché secondaire, le rendement moyen des obligations fédérales – calculé en tenant compte des clauses de dénonciation – a fluctué comme au premier trimestre aux alentours de 4% et à l'intérieur d'une marge très étroite.

Les émissions publiques d'obligations et d'actions ont totalisé 13,4 milliards de francs au deuxième trimestre de 1987, contre 18,5 milliards un an plus tôt. Les débiteurs suisses y ont contribué pour 44% (deuxième trimestre 1986: 38%). Comme les conversions d'emprunts suisses ont atteint 0,1 milliard (0,4 milliard) et les remboursements 1,4 milliard (2 milliards), le montant net prélevé sur le marché par des emprunteurs suisses s'est établi à 4,4 milliards (4,7 milliards).

Exportations de capitaux

Les autorisations d'exporter des capitaux déléguées par la Banque nationale au deuxième trimestre de 1987 ont porté sur 9,8 milliards de francs, soit 29% de moins qu'un an auparavant et 18% de moins qu'au premier trimestre. La baisse des emprunts obligataires a été particulièrement prononcée. Totalisant 7,2 milliards de

francs, ils ont diminué de 37% en un an et de 26% en l'espace d'un trimestre. En comparaison, le volume des crédits a peu varié entre le premier et le deuxième trimestre de 1987 et entre le deuxième trimestre de 1986 et la période correspondante de 1987. Par conséquent, la part des crédits aux exportations totales de capitaux a passé de 18% au deuxième trimestre de 1986 à 24% un an plus tard (cf. tableau 8, la nouvelle répartition découle de la révision du 29 mai 1986 des prescriptions relatives aux exportations de capitaux, voir bulletin trimestriel no 2, juin 1986, p. 137).

Les pays industrialisés ont absorbé 88% des exportations totales de capitaux soumises à autorisation au deuxième trimestre de 1987, contre 85% un an auparavant. De 23% au deuxième trimestre de 1986 et de 36% au premier de 1987, la part des débiteurs japonais est tombée à 15% au deuxième trimestre de 1987. Les emprunts convertibles et à option ont représenté 66% de l'ensemble des émissions de débiteurs japonais. Au deuxième trimestre de 1987, les pays en développement ont prélevé 10%, contre 5% un an plus tôt. Cette augmentation provient essentiellement d'opérations effectuées par l'intermédiaire des centres off-shore des Caraïbes. Seuls 2% des exportations de capitaux sont revenus aux économies à planification centralisée et aux

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1982	27 683,3	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	30 976,4	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	30 487,7	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	36 400,1	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1986	44 359,4	6 768,0	1 259,7	51 387,1
1985 3e trim.	7 750,9	2 274,9	296,2	10 322,0
1985 4e trim.	12 082,2	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1er trim.	12 307,8	1 175,0	555,4	14 038,2
1986 2e trim.	11 360,8	1 956,5	484,5	13 801,8
1986 3e trim.	8 480,6	2 509,6	144,2	11 134,4
1986 4e trim.	11 210,2	1 126,9	75,6	12 412,7
1987 1er trim. ²	9 642,8	2 120,2	180,4	11 943,4
1987 2e trim. ²	7 436,4 ³	1 970,8	347,2	9 754,4

¹ Y compris des emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies

² Chiffres provisoires

³ Y compris des reprises d'actions pour une somme de 251,4 millions de francs

pays de l'OPEP, contre près de 6% au deuxième trimestre de 1986. En l'espace d'un an, la part des institutions multilatérales de développement a passé de 4% à moins de 1%.

Bilans bancaires et crédits

Au deuxième trimestre, les bilans bancaires ont encore subi l'influence de la baisse du dollar. La croissance annuelle des bilans des 71 banques atteignait 9,2% à fin juin, contre 8,1% un an auparavant.

En l'espace d'un an, les placements financiers (liquidités, avoirs nets résultant des opérations interbancaires, effets de change, papiers monétaires et titres) ont augmenté de 1%. Seuls les liquidités et les titres ont dépassé leurs niveaux relevés un an auparavant; les titres, qui sont surtout libellés en francs suisses, ont enregistré une nouvelle fois le taux d'expansion le plus élevé, soit 10,1%. Une part de cette progression est due aux conditions trop justes des nouvelles émissions, qui ont contraint les banques à acquérir les titres qui ne trouvaient pas preneurs. Par contre, les effets de change et les papiers monétaires qui sont surtout libellés en monnaies étrangères, ont reculé de 6,3%.

Au deuxième trimestre, les crédits à la clientèle suisse et ceux à la clientèle étrangère ont évolué inégalement. Si les premiers ont progressé de 9,5% en l'espace d'une année, les seconds ont augmenté de 3,8%, contrairement à l'évolution

observée ces derniers mois. Les prêts hypothécaires, le poste le plus important, ont augmenté de 10,1%. C'est en 1982 qu'un taux supérieur avait été enregistré pour la dernière fois. De même, les avances et prêts à terme fixe et en blanc, qui sont libellés pour moitié environ en monnaies étrangères, ont progressé dans une mesure supérieure à la moyenne. Par contre, les crédits consentis aux collectivités publiques ont fléchi de 10,3% en un an.

Le taux annuel de croissance des fonds de la clientèle (dépôts à vue et à terme, dépôts d'épargne, livrets et carnets de dépôts, obligations de caisse et obligations) s'est inscrit à 7,1%. Les comptes créanciers à vue et libellés en francs ont encore enregistré une augmentation supérieure à la moyenne; celle-ci a toutefois ralenti puisqu'elle a atteint 11,1%. L'accélération de la croissance des dépôts d'épargne ainsi que des livrets et carnets de dépôt, observée depuis le début de 1987, a continué au deuxième trimestre; le rythme d'expansion s'est élevé à 8,9%. Bien que l'expansion des obligations de caisse se soit maintenue à 7% jusqu'au milieu de l'année, le volume de ces papiers a diminué continuellement depuis le mois de février.

Le montant des affaires fiduciaires est resté inférieur au deuxième trimestre à celui des trois mois correspondants de 1986 (juin 1987: -14,6%). Alors que les fonds fiduciaires en francs n'ont augmenté que de 1%, ceux en monnaies étrangères reculaient de 18,4%; ce repli est toutefois moins prononcé que durant les mois précédents.

Geldpolitische Standortbestimmung zur Jahresmitte

Referat von Dr. Markus Lusser, Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank*, an der Sommerveranstaltung der CGU – Christliche Gewerbe- und Unternehmervereinigung Aargau

Wir stehen vor der Jahresmitte: Allenthalben ist dies die Zeit der Zwischenbilanzen. Was läge da für den auf Ende Juni zu einem Referat eingeladenen Notenbankvertreter näher als der Versuch einer Standortbestimmung zum geldpolitischen Kurs?

Ich habe aus der notenbankpolitischen «Zwischenbilanz» zu dieser Jahreszeit schon fast eine Tradition gemacht. Vor zwei Jahren hatte ich mich dabei – ich erinnere mich noch gut – mit dem unterwartet raschen Anstieg der Teuerung auseinanderzusetzen: Der Konsumentenpreisindex war im ersten Quartal 1985 um 2,4% gestiegen. Die Angst vor wachsender Teuerung beherrschte die Diskussion. In der Politik – in der Wirtschaftspolitik ganz besonders – wechselt der Wind sehr rasch. Das Inflationsproblem ist mittlerweile in den Hintergrund gerückt. Wer sich ihm noch widmet, riskiert, sogar von Ökonomen als Psychopath verdächtigt zu werden. Das Interesse der Medien – und jener, die sich deren zu bedienen verstehen – dreht sich um die Wechselkurse.

Ich möchte im heutigen Gespräch mit Ihnen auf diese Probleme – auf die Inflation und auf die Wechselkurse – eingehen. Lassen Sie mich zuvor aber das internationale Umfeld und die Lage der schweizerischen Wirtschaft skizzieren!

1. Das internationale Umfeld

Der Konjunkturaufschwung ist ins Stocken geraten. Er setzt sich in den westlichen Industriestaaten nur mehr zögernd fort. Diese Verlangsamung des Wachstumsrhythmus der Wirtschaft ist nicht verwunderlich. Die Aufschwungsphase kommt nun bereits in ihr sechstes Jahr. Sechs Jahre sind für einen Konjunkturaufschwung ein beachtliches Alter.

Der Rückgang der Wachstumsraten verbreitet trotzdem Ungemach. Zwei Gründe lassen sich ausmachen:

- In einigen wichtigen Ländern – den USA vorab – stehen Wahlen bevor. Die herrschenden Regierungsparteien bestehen Wahlkämpfe lieber nicht während einer Konjunkturflaute.
- Die Wirtschaftspolitik sieht sich zudem bereits seit einigen Jahren mit ernststen Problemen – wie etwa der Verschuldungskrise – konfrontiert. Viele dieser Probleme lassen sich nur vor dem Hintergrund eines ausreichenden Wirtschaftswachstums lösen.

Die Verantwortlichen einiger Länder fordern daher – mit zunehmendem Druck – eine zusätzliche Stimulierung der Wirtschaft. Die Erfahrungen mit einer aktivistischen Wirtschaftspolitik sind bisher zwar – ich erinnere an die Fehlschläge in den sechziger und siebziger Jahren – alles andere als befriedigend ausgefallen. Wirtschaftspolitiker sind aber – so macht es jedenfalls den Anschein – wenig lernfähig. Die Sorge um die Preisstabilität ist angesichts der vergleichsweise tiefen – wenn auch tendenziell wieder ansteigenden – Teuerungsraten im Bewusstsein der meisten von ihnen vor andern drängenden Problemen in den Hintergrund getreten. Konjunkturpolitisches Hüft und Hott hat in der Vergangenheit allerdings immer wieder zu massiven Wechselkursverschiebungen geführt. Die Koordination wirtschaftspolitischer Massnahmen stand daher in der letzten Zeit stets ganz oben auf der Traktandenliste internationaler Wirtschaftstreffen.

Die Einigung auf ein gemeinsames Vorgehen in der Wirtschaftspolitik ist jedoch – das hat der jüngste Gipfel in Venedig deutlich demonstriert – ein sehr schwieriges Unterfangen. Der institutionelle Hintergrund und die Interessenlage – sie vor allem – sind von Land zu Land zu unterschiedlich.

* gehalten in Würenlingen am 25. Juni 1987

Die Vereinigten Staaten sind an die Grenzen ihrer Expansionspolitik gestossen. Sie haben in dieser Situation versucht, den Rückgang des Dollarkurses zu benutzen, um Japan und die Bundesrepublik Deutschland zu einer expansiveren Wirtschaftspolitik zu bewegen. Solche Versuche sind bei der heutigen Situation an den Devisenmärkten sehr riskant geworden. Ein weiterer Fall des Dollars müsste der gesamten Weltwirtschaft zum Schaden gereichen. Er würde

- in den Vereinigten Staaten die Teuerung anheizen und
- in Europa und Japan das Risiko einer Rezession erhöhen.

Japan lässt – vor diesem Hintergrund – Anzeichen einer expansiveren Gangart erkennen. In Europa besteht weniger Neigung, die Risiken, die mit einer expansiveren Wirtschaftspolitik unvermeidlich verbunden sind, einzugehen. Dies gilt – nach wie vor – besonders für die Bundesrepublik Deutschland. Zahlreiche deutsche Exponenten der Wirtschaftspolitik lassen sich nicht gerne noch weiter von ihrem stabilitätspolitischen Kurs abbringen.

Wie wird das internationale Seilziehen um die Gestaltung der Wirtschaftspolitik ausgehen? Die Unsicherheit darüber dürfte bestehen bleiben. Sie erleichtert den Prognostikern das Handwerk nicht.

Die Wachstumsprognosen für das laufende Jahr mussten in einigen Ländern – vor noch nicht allzu langer Zeit – nach unten revidiert werden. Jüngstens mehren sich nun aber wieder die Stimmen jener, die für das kommende Halbjahr eine Wachstumsbeschleunigung voraussagen. Solche Zuversicht kommt vor allem aus den Vereinigten Staaten. Es ist allerdings wenig klar, woher die Impulse in diesem Land kommen sollen. Ein Nachfrageschub ist weder beim privaten oder öffentlichen Konsum noch bei den Investitionen zu erwarten. Das hohe Wirtschaftswachstum im ersten Quartal war vor allem durch den Lageraufbau bedingt. Dieser Umstand stimmt nicht gerade zuversichtlich. Damit bleibt der Export. Es ist nicht auszuschliessen, dass sich die Wirkung des massiven Dollarrückgangs der letzten zwei Jahre auf die amerikanischen Ausfuhren nun doch langsam einzustellen beginnt.

Würden die übrigen OECD-Staaten von einer solchen Belebung stark profitieren? Das ist nicht zu erwarten. Wahrscheinlicher ist dagegen, dass die finanzpolitischen Konjunkturimpulse und die expansive Geldpolitik im einen oder andern Land allmählich Wachstumswirksamkeit zeigen.

Eine solche Entwicklung verspricht allerdings nicht nur positive Wirkungen. Sie dürfte – sollte sie sich bewahrheiten – das Preisniveau nicht unberührt lassen. Die massive Geldmengenausweitung der letzten Jahre könnte – mit andern Worten – in einigen westlichen Industriestaaten der Inflation wieder Vorschub leisten.

2. Die wirtschaftliche Lage in der Schweiz

Wie ist – in diesem schwierigen und unsicheren internationalen Umfeld – die wirtschaftliche Situation der Schweiz zu beurteilen? Die meisten Auguren rechnen für das laufende – und übrigens auch für das kommende – Jahr mit einer weiterhin günstigen, sich allerdings zunehmend abschwächenden Konjunktur. Die Verlangsamung dürfte von allen wichtigen Komponenten des Sozialprodukts ausgehen. Die Exporttätigkeit – traditionell wichtigster Impulsgeber der schweizerischen Konjunktur – wird durch den hohen Kurs des Schweizer Frankens wie durch die generelle Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in wichtigen Absatzländern gedämpft. Der private Konsum – in den beiden letzten Jahren eine wichtige Stütze des konjunkturellen Aufschwungs – dürfte allmählich an Kraft verlieren. Die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern entwickelt sich erfahrungsgemäss in Zyklen. Eine Abschwächung in diesem Bereich würde – nach der regen Nachfrage der letzten Jahre – nicht überraschen. Die Investitionstätigkeit schliesslich ist immer noch recht rege. Von der starken internationalen Konkurrenz geht ein beachtlicher Innovations- und Investitionsdruck auf die schweizerische Wirtschaft aus. Das Schwergewicht der Investitionen liegt deshalb nach wie vor bei den Rationalisierungsinvestitionen. Die Verlangsamung der Exporttätigkeit dürfte indes diese Investitionsdynamik in den kommenden Monaten ebenfalls dämpfen.

Die Teuerung wird trotz der Konjunkturabschwä-

chung vermutlich leicht ansteigen. Der unvorhergesehene Preiszusammenbruch am Erdölmarkt und die Verbilligung der Importe aus dem Dollarraum haben sie praktisch auf Null gedrückt. Die Wirkung dieses einmaligen Preisschocks wird im Laufe dieses Jahres verebben. Die Teuerung wird sich damit allmählich wieder dem Trend – er liegt im Bereich von 2% – annähern.

Dies ist noch unbefriedigend. Eine Teuerung von 2% ist – gemessen an dem von der Nationalbank verfolgten Ziel einer Null-Teuerung – zu hoch. Ich darf aber – im Zusammenhang mit der Teuerungsentwicklung der letzten Jahre – trotzdem von einer erfolgreichen Geldpolitik sprechen; denn die Schweiz musste in der nun langsam auslaufenden Aufschwungphase einen im Vergleich zu früheren Perioden der Konjunkturbelebung nur recht bescheidenen Anstieg des Preisniveaus hinnehmen.

3. Überlegungen zur Geld- und Währungspolitik

Die Nationalbank kann diesen Erfolg allerdings nicht auf ihr Konto allein buchen. Ihre Stabilisierungspolitik wäre sicher weniger erfolgreich gewesen, wenn nicht auch die meisten andern westlichen Notenbanken in der ersten Hälfte der achtziger Jahre eine vorwiegend auf die Teuerungsbekämpfung ausgerichtete Geldpolitik betrieben hätten.

Das Umfeld hat sich – seit Mitte des Jahrzehnts – indessen stark gewandelt. Die Vereinigten Staaten sind in ihrer Geldpolitik wieder auf einen Expansionskurs eingeschwenkt. Weitere grosse Industriestaaten sind ihnen auf diesem Pfad gefolgt. Die Höherbewertung des Schweizer Frankens, die dieser Kurswechsel mit sich brachte, wäre bei besserer internationaler Koordination der Wirtschaftspolitik zweifelsohne weniger abrupt ausgefallen.

Ich möchte damit allerdings nicht einer undifferenzierten internationalen wirtschaftspolitischen Koordination das Wort reden. Im Gegenteil! Eine internationale Koordination der Wirtschaftspolitik im Sinne eines Clubs von Inflationisten ist aus meiner Sicht völlig ungeeignet, die anstehenden

Wirtschaftsprobleme einer grundlegenden Lösung zuzuführen. Eine solche Koordination steht für die Nationalbank nicht zur Diskussion. Willkommen wäre uns dagegen eine Koordination im Sinne einer international abgestimmten Stabilisierungspolitik. Sie würde uns eine spürbare Erleichterung bringen und ein günstiges Umfeld für unsere schweizerische Stabilisierungspolitik schaffen.

Entspricht eine Koordination dieser Art dem Geist der Stunde? Dies erscheint mir als zweifelhaft. Ich befürchte schon eher, dass eine internationale Koordination der Konjunkturpolitik – wenn sie überhaupt gelingt – derzeit nur im Zeichen einer weiteren Konjunkturstimulierung möglich ist. Das ist – darüber dürfen wir uns keinen Illusionen hingeben – keine erfreuliche Aussicht. Eine konsequente Stabilisierungspolitik – wie sie die Nationalbank mit ihrer langfristig auf das Wachstumspotential der Wirtschaft abgestimmten Geldmengenexpansion seit einigen Jahren betreibt – wird in einem solchen internationalen Umfeld zusehends schwieriger. Erfolge im Bereiche der Teuerungsbekämpfung müssen dann – mehr und mehr – mit erratischen Fluktuationen an den Devisenmärkten erkauf werden. Die Wechselkursschwankungen sind deshalb nicht von ungefähr erneut ins Zentrum der öffentlichen Diskussion gerückt.

Der Kurs des amerikanischen Dollars ist mittlerweile auf ein Niveau, das der schweizerischen Exportwirtschaft Sorge bereitet, gesunken. Die Frage, ob schweizerische Produkte an den Auslandsmärkten preislich noch konkurrenzfähig sind, ist wieder aktuell geworden. Mit zunehmenden Schwierigkeiten kämpft vor allem die Maschinenindustrie. Die Aufträge, die sie aus dem Ausland hereinholt, sind rückläufig. Es wäre dumm, die Augen vor diesen Schwierigkeiten zu verschliessen. Wir sollten die Lage aber auch nicht unnötig dramatisieren. Es erscheint mir vor allem als verfrüht, Erinnerungen an die späten siebziger Jahre zu wecken. Der Unterschied zu 1987, als unsere Währung zu einem einsamen Höhenflug ansetzte, ist – das ist deutlich sichtbar – recht gross. Der Schweizer Franken teilt heute im Gegensatz zu damals seine Spitzenposition mit dem Yen sowie der D-Mark und weiteren mit dieser über das EWS verbundenen europä-

schen Währungen. Das ist von grosser Bedeutung. Die Japaner und unsere europäischen Nachbarn – die Deutschen vorab – sind in vielem die stärksten Konkurrenten der schweizerischen Exportwirtschaft auf den Weltmärkten.

Welche Faktoren haben diese Entwicklung, die sich deutlich von den späten siebziger Jahren unterscheidet, begünstigt? Sie sind vielschichtig.

- Ein erster wichtiger Faktor dürfte sein, dass die grossen europäischen Industrieländer – aber auch Japan – in den achtziger Jahren auf einen stabilitätsorientierten wirtschaftspolitischen Kurs eingeschwenkt sind. Das Europäische Währungssystem hat dabei in Europa die stabilitätswilligen Kräfte in den einzelnen Ländern zweifellos gestärkt. Der Schweizer Franken teilt damit den Stabilitätsvorteil heute mit mehreren Währungen. Er steht als Alternative zu Dollaranlagen nicht mehr im Vordergrund, sondern ist eine Diversifikationsmöglichkeit neben andern.
- Der politische Bonus – zweitens –, den die schweizerische Währung lange genoss, hat an Gewicht verloren. Die Schweiz galt dank ihrer Neutralität – und ihres Abseitsstehens im Zweiten Weltkrieg – lange Zeit als besonders sicherer Hort für Ersparnisse. Dies dürfte heute – da Europa im strategischen Kräftespiel eine Einheit bildet – aus der Sicht ausländischer Anleger nicht mehr im gleichen Ausmass der Fall sein.
- Eine Rolle dürfte – drittens – der Umstand spielen, dass die Länder mit den grossen Ertragsbilanzüberschüssen – und demnach mit dem grössten Anlagebedarf – im Gegensatz zu den späten siebziger Jahren nicht mehr im vorderasiatischen Erdölgürtel liegen. Die Überschüsse fallen heute bei Industriestaaten wie der Bundesrepublik Deutschland und Japan an. Die Araber hatten seinerzeit eine ausgeprägte Vorliebe für flüssige Anlagen in der Form von Bankeinlagen. Anleger aus den Industrieländern plazieren ihre Mittel lieber an liquiden Märkten in Wertpapieren. Die Märkte für Schweizer-Franken-Anleihen und -Aktien sind – im internationalen Vergleich – eng. Sie üben auf ausländische Anleger – vor allem auf die japanischen Anleger – daher keine sehr grosse Anziehungskraft aus.

Die massiven Investitionen und die tiefgreifenden Strukturbereinigungen, die zahlreiche schweizerische Unternehmungen – Unternehmungen namentlich der Exportwirtschaft – seit der Rezession der siebziger Jahre durchgeführt haben, sind ein weiterer Grund zur Zuversicht. Die schweizerische Exportwirtschaft ist resistent geworden.

Trotzdem: es wäre – ich habe es bereits gesagt – falsch, die Lage zu verharmlosen. Wechselkurse haben – wie andere Preise auch – Signal- und Allokationsfunktion. Es gilt zu beachten, dass Produzenten und Exporteure die gegenwärtige Dollarschwäche nicht falsch interpretieren und als Signal dafür nehmen, Produktions- und Vertriebskapazitäten, die einer langfristig sinnvollen Erschliessung ausländischer Märkte dienen, abzubauen. Eine solche Entwicklung bedeutete volkswirtschaftliche Verluste. Sie wäre nicht zu rechtfertigen. Die Nationalbank hat daher die Pflicht, das Geschehen an den Devisenmärkten mit grösster Aufmerksamkeit zu verfolgen.

Die Nationalbank hat diese Pflicht in den ersten sechs Monaten dieses Jahres auch wahrgenommen. Sie hat sich bemüht, Fluktuationen an den Devisenmärkten so gut als möglich zu dämpfen. Drei Massnahmen namentlich kamen dabei zur Anwendung.

- Die Nationalbank ist – erstens – im Rahmen der international koordinierten Aktion zur Stützung und Stabilisierung des Dollarkurses zu verschiedenen Malen gemeinsam mit befreundeten Notenbanken am Devisenmarkt aktiv geworden.
- Sie hat – zweitens – auch ihre flexible Ultimopolitik fortgesetzt, um eine allzu knappe Dosierung des Liquiditätsangebots an den Monatsenden und einen von da ausgehenden unerwünschten Aufwärtsdruck auf die Geldmarktsätze zu verhindern.
- Sie hat schliesslich – drittens – darauf verzichtet, den unerwartet starken Anstieg des Notenumlaufs voll bei den Giro Guthaben zu kompensieren.

Die Nationalbank hat damit vom Flexibilitätsspielraum, den sie sich bei der Festlegung des Geldmengenziels jeweils einräumt, Gebrauch

gemacht. Die bereinigte Notenbankgeldmenge bewegt sich – als Folge dieser Massnahmen – derzeit über dem vorgesehenen Zielpfad. Die Abweichung liegt jedoch im Streubereich des von der Nationalbank als Richtlinie verstandenen Geldmengenziels von 2% für das Jahr 1987. Sie gibt vorderhand deshalb auch keinen Anlass zu stabilitätspolitischen Bedenken.

Die Strategie der Nationalbank hat sich bisher bewährt. Der Dollar hat sich in der letzten Zeit auf ein Niveau um Fr. 1.50 eingependelt. Er dürfte in der zurückhaltenderen Liquiditätsversorgung, die die Federal Reserve seit Jahresbeginn betreibt, eine Stütze finden. Die D-Mark bewegt sich – wie bereits seit einigen Jahren – zwischen 80 und 85 Rappen. Diese geringe Schwankungsbreite der D-Mark ist nicht verwunderlich. Sie ist das Resultat einer weitgehend übereinstimmenden – vor allem im Ziel der Erhaltung der Stabilität des Preisniveaus übereinstimmenden – Politik von Bundesbank und Nationalbank. Die Wachstumsraten der Geldmengenaggregate M_1 und M_2 zeigen, dass die Liquiditätsausweitung in der Schweiz und in der Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet der fühlbaren Zielüberschreitungen bei der deutschen Zentralbankgeldmenge in den letzten 18 Monaten – nicht allzu weit auseinanderliegt.

4. Ausblick

Wie geht es in der zweiten Jahreshälfte weiter? Die Nationalbank hat – jedenfalls aus heutiger Sicht – keinen Anlass, von ihrem auf die Erhaltung der Stabilität des Preisniveaus ausgerichteten geldpolitischen Kurs abzugehen. Sie wird angesichts der unsicheren Lage am Devisenmarkt die bereits bisher bewiesene Flexibilität aber weiterhin aufrechterhalten.

Das durchschnittliche Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge dürfte in diesem Jahr deshalb mit grosser Wahrscheinlichkeit in der Größenordnung von 2½% liegen. In Anbetracht dieser leichten Lockerung des Restriktionsgrades dürften die Geldmarktsätze in der zweiten Jahreshälfte der im Ausland hier und dort festzustellenden Tendenz zur Versteifung widerstehen. Die Kapitalmarktsätze – die Durchschnittsrendite

der Bundesobligationen als repräsentativster Indikator bewegt sich seit Anfang Februar um 4% – werden sich vermutlich ebenfalls nicht stark verändern. Tiefere Zinssätze stärken tendenziell die Auftriebskräfte in der Wirtschaft. Trotz der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und der zweifellos heiklen Wechselkurslage besteht meines Erachtens – alles in allem – kein Grund für Pessimismus.

Zur Hypothekarmarge: Messung, Aussagekraft, Alternativgrösse

Herbert Seiterle

1. Einleitung

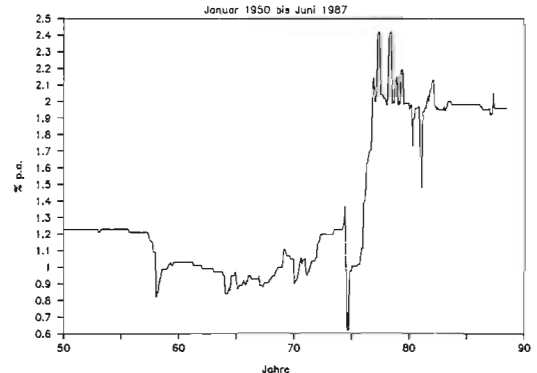
Der Zinssatz auf Althypotheken hat in der Schweiz eine hohe politische Bedeutung, da er die Einkommensverteilung zwischen Mietern, Hauseigentümern und Banken beeinflusst. Traditionellerweise steht die Hypothekarmarge, ein Mass für einen Bruttogewinn der Hypothekargläubiger, im Zentrum der öffentlichen Diskussion. Über die Marge wird die Höhe des Hypothekarsatzes einerseits kritisiert und andererseits prognostiziert.

Im folgenden werden einige Bemerkungen zur Messung und Interpretation einer Marge gemacht, und es wird versucht, eine alternative Grösse zur Vorhersage von Hypothekarsatz-Anpassungen zu finden. Abschnitt 2 befasst sich mit der herkömmlichen Hypothekarmarge und begründet, warum sie der heutigen Situation nicht mehr gerecht wird. In Abschnitt 3 wird eine neue Marge vorgestellt, und in Abschnitt 4 wird ihre Entwicklung in der Vergangenheit beschrieben. Die letzten Abschnitte befassen sich mit der Prognose des Hypothekarsatzes. Nach einer Kritik der Marge als Prognosegrösse (Abschnitt 5) wird in Abschnitt 6 ein alternativer Indikator vorgestellt.

2. Die herkömmliche Margenabschätzung

Die Hypothekarmarge entspricht der Differenz zwischen dem Ertragssatz auf Hypotheken und dem Satz für ihre Finanzierung. Die Messung des Finanzierungssatzes ist prinzipiell mit Schwierigkeiten verbunden, denn es ist nicht möglich, den Hypothekaranlagen, einem einzelnen Aktivum des Gläubigers – typischerweise einer Bank –, in objektiv gültiger Weise bestimmte Passiven zuzuordnen. In der Schweiz gilt aber weitgehend als Konsens, dass Hypotheken soweit wie möglich durch Spargelder finanziert werden. Die traditionelle Definition der Hypothekarmarge als Differenz zwischen Hypothekar- und Spareinlagensatz war damit so lange ge-

Grafik 1: Herkömmliche Hypothekarmarge



rechtfertigt, als die Bestände an Spargeldern zur Hypothekarfinanzierung ausreichen. Grafik 1 gibt die Entwicklung der herkömmlichen Marge seit 1950 wieder.

In den späten siebziger und frühen achtziger Jahren wuchsen die Spargelder weniger stark als die Hypotheken, so dass die Banken zunehmend zu alternativer, teurerer Hypothekenfinanzierung übergehen mussten. Die herkömmliche Margenabschätzung wird dieser Situation nicht gerecht, und eine Änderung der Abschätzungsmethode drängt sich auf.

3. Eine bilanzabhängige Abschätzungsmethode

Eine bilanzabhängige Abschätzung beruht auf folgenden Grundgedanken¹: Sofern die Spargelder nicht ausreichen¹, werden weitere Gelder (Kassaobligationen, Pfandbriefe, Anleiheobligationen)

¹ Die Depositen und Einlagekonti sind in die Spargelder S eingeschlossen (vgl. Anhang 2). Diese Konti verzinsen sich zu einem Satz, der annähernd dem Spareinlagensatz entspricht. Gemäss Aussage der Banken ist ein kleiner Teil der Spargelder nicht zur Hypothekarfinanzierung verfügbar. Wir berücksichtigten dies, indem wir nur 90% der Spargelder einsetzten (vgl. Anhang 1). Bei den 71 Banken reichten Ende Juni 1987 90% der Spargelder zur Finanzierung von 72.1% der Hypothekarkredite aus.

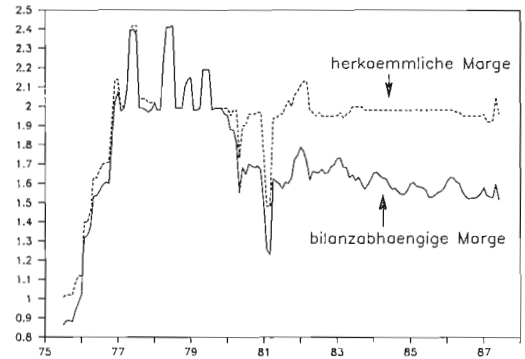
gationen) zur Hypothekarfinanzierung herbeigezogen. Die Kosten dieser Gelder können mit gegenwärtigen und vergangenen längerfristigen Zinssätzen angenähert werden. Die Berechnungsweise ist in Anhang 1 detailliert dargestellt.

Die bilanzabhängige Marge ist in der Regel kleiner als die herkömmliche, höchstens aber gleich gross (wenn ein Spargelderüberschuss besteht). Im Gegensatz zur herkömmlichen Marge schlagen sich Bestandesveränderungen in den Bankbilanzen – Beispiel: Umlagerungen von Spareinlagen in Termineinlagen – in der Margenhöhe nieder.

4. Zur zeitlichen Margenentwicklung

Grafik 2 zeigt die Entwicklung von herkömmlicher und neuer Marge im inländischen Hypothekengeschäft der 71 Banken seit Mitte 1975. Bis Ende der siebziger Jahre wichen die beiden Masszahlen wenig voneinander ab. Später aber musste vermehrt auf teurere Hypothekarfinanzierung zurückgegriffen werden, was sich in einer zunehmenden Differenz zwischen her-

Grafik 2: Hypothekarmargen



kömmlicher und bilanzabhängiger Marge spiegelte. Gegenwärtig beträgt diese Differenz rund 0.4 Prozentpunkte (vgl. Tabelle 1).

Wie die herkömmliche ist auch die bilanzabhängige Marge etwa seit 1982 recht konstant und etwas niedriger als in den späten siebziger Jahren. Sie liegt aber deutlich höher als in den ersten drei Nachkriegsjahrzehnten (vgl. Grafik 1). Welches sind die Gründe für diesen langfristigen Margenanstieg?

Tabelle 1: Margen im Hypothekengeschäft

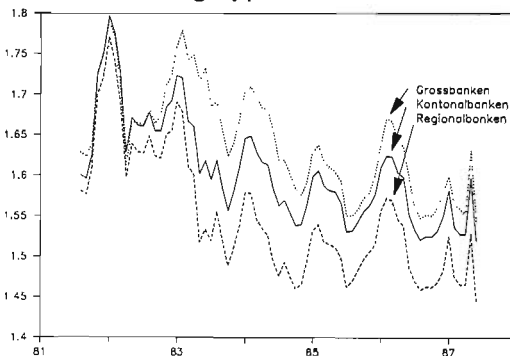
Periode	herkömmliche Marge	bilanzabhängige Margen nach Bankengruppen			
		total	Grossbanken	Kantonalbanken	Regionalbanken
85.7	1.98	1.53	1.55	1.53	1.47
85.8	1.98	1.54	1.56	1.54	1.48
85.9	1.98	1.55	1.57	1.55	1.50
85.10	1.98	1.56	1.58	1.56	1.51
85.11	1.98	1.58	1.60	1.58	1.51
85.12	1.98	1.61	1.64	1.61	1.56
86.1	1.98	1.63	1.67	1.62	1.57
86.2	1.98	1.63	1.67	1.62	1.57
86.3	1.97	1.61	1.64	1.60	1.55
86.4	1.97	1.60	1.63	1.60	1.54
86.5	1.95	1.56	1.60	1.55	1.49
86.6	1.95	1.53	1.56	1.53	1.47
86.7	1.95	1.52	1.55	1.52	1.46
86.8	1.95	1.52	1.55	1.52	1.46
86.9	1.95	1.52	1.55	1.52	1.46
86.10	1.95	1.53	1.56	1.53	1.47
86.11	1.95	1.55	1.58	1.55	1.48
86.12	1.96	1.58	1.60	1.58	1.52
87.1	1.92	1.54	1.56	1.54	1.48
87.2	1.92	1.53	1.56	1.53	1.46
87.3	1.93	1.53	1.55	1.53	1.47
87.4	2.05	1.60	1.63	1.60	1.53
87.5	1.96	1.52	1.54	1.52	1.44

Zunächst ist festzuhalten, dass die Marge eine Bruttogrösse ist. Der Nettogewinn aus dem Hypothekengeschäft ist kaum im selben Ausmass angewachsen, da auch verschiedene Kostenkomponenten angestiegen sind. So hat sich der Anteil der Depositenkonti am Total der Spargelder von 19,2% (Juni 1975) auf 28,2% (Mai 1987) erhöht, und die Depositenkonti (unter anderen Gehaltskonti) verursachen relativ hohe Verwaltungskosten. Weiter erhöhten die grossen Zinsschwankungen, wie sie die siebziger und frühen achtziger Jahre prägten, das Risiko, was ebenfalls in Richtung Kostenerhöhung wirkte.

In den letzten Jahren dürfte sich die Ausdehnung der Gehaltskonti und die damit verbundene Erhöhung der Verwaltungskosten abgeschwächt haben, und die Kosten des Zinsrisikos sind angesichts der ruhigen Zinsentwicklung in den späten achtziger Jahren zurückgegangen. Dies erklärt möglicherweise die gegenüber den späten siebziger Jahren leicht tiefere Marge.

Die bilanzabhängige Berechnungsmethode erlaubt eine Aufgliederung nach verschiedenen Gläubigern oder Gläubigergruppen. Unterteilt man die 71 Banken in die drei Gruppen «4 Grossbanken», «29 Kantonalbanken» und «38 Regionalbanken und Sparkassen», so ergeben sich gewisse Abweichungen in den Margenverläufen (vgl. Tabelle 1 und Grafik 3). Insbesondere zeigt es sich, dass in den achtziger Jahren die Marge der Kantonalbanken geringfügig und die der Regionalbanken und Sparkassen deutlich kleiner war als jene der Grossbanken. Es kommt

Grafik 3: Bilanzabhängige Marge nach Bankengruppen



hinzu, dass die Verwaltungskosten der Grossbanken kaum über jenen der Regionalbanken liegen dürften. Damit ist es durchaus möglich, dass eine bestimmte Höhe des Hypothekensatzes für die Grossbanken noch akzeptabel ist, für einzelne Regionalbanken jedoch bereits unter der Gewinnschwelle liegt.

5. Die Aussagekraft der Hypothekermarge in bezug auf die zukünftige Entwicklung des Hypothekensatzes

In der öffentlichen Diskussion um die Hypothekermarge herrscht das normative Element vor: Wird die Marge als zu hoch empfunden, so wird den Banken vorgeworfen, sie machten ungegerechtfertigte Gewinne auf Kosten der Hypothekenschuldner oder – ein seltenerer Vorwurf – auf Kosten der Sparer. Anhand der bilanzabhängigen Marge kann wieder – wie früher anhand der traditionellen Marge – abgeschätzt werden, ob Hypothekaranlagen für eine Bank, eine Bankengruppe oder die Banken insgesamt lohnender oder weniger lohnend geworden sind als beispielsweise im Vorjahr.

Oft wird die Marge aber auch als vorläufiger Indikator betrachtet: Aus einer hohen Marge wird auf eine bevorstehende Senkung des Hypothekensatzes geschlossen. Tatsächlich besteht ein empirischer Zusammenhang zwischen Margenhöhe und zukünftiger Hypothekensatzbewegung; er ist aber sehr locker, und damit sind Prognosen, die auf die Marge abstellen, mit grosser Unsicherheit behaftet.

Wie erklärt sich dieser empirische Zusammenhang? Er wäre dann plausibel, wenn sich ein Kausalzusammenhang zwischen Margenhöhe und zukünftiger Hypothekensatzbewegung herstellen liesse. Dies gelingt auch, aber nur über denjenigen Teil der Hypotheken, der nicht durch Spargelder finanziert wird: Aufgrund einer Erhöhung der Kapitalmarktsätze steigen allmählich die Finanzierungskosten, und die bilanzabhängige Marge sinkt, bis die Banken sich gezwungen sehen, den Hypothekensatz heraufzusetzen.

Für den mit Spargeldern finanzierten Teil der Hypotheken gilt keine entsprechende Argumen-

tation: Erhöhte Geld- und Kapitalmarktsätze würden eine Abwanderung der Spareinlagen nach sich ziehen. Die Banken warten aber in der Regel nicht zu, bis die Marge wegen eines verringerten Spareinlagenanteils sinkt; sie erhöhen vorher den Spareinlagensatz und parallel dazu den Hypothekensatz. So kommt es zu Hypothekensatzbewegungen, die sich nicht zuvor in der Marge ankündigen. Aus diesem Grunde ist der empirische Zusammenhang zwischen Margenhöhe und zukünftiger Hypothekensatzbewegung nicht eng.

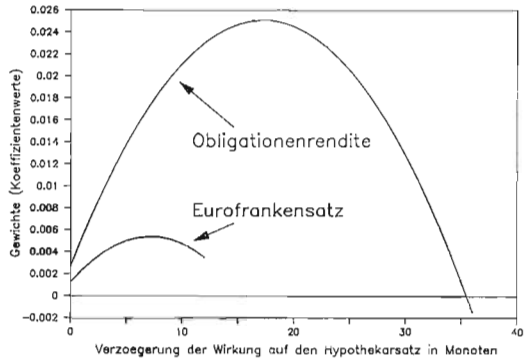
6. Ein alternativer Indikator für die Hypothekensatzentwicklung

Ausgangspunkt für die Suche nach einem alternativen Indikator ist die Frage, wie es zu einer Hypothekensatzänderung kommt. In der Argumentation zu dieser Frage im letzten Abschnitt spielt eine vorgängige Änderung von Geld- und Kapitalmarktsätzen die zentrale Rolle. Wenn täglich am Markt bestimmte Geld- und Kapitalmarktsätze den Hypothekensatz wesentlich beeinflussen und ihm zeitlich vorauslaufen, dann eignen sie sich zur Prognose.

Die Arbitrage auf dem Geld- und Kapitalmarkt bewirkt, dass die Renditedifferenzen verschiedener Anlagen weitgehend auf unterschiedliche Fristigkeit und Bonität zurückgeführt werden können. Da der Hypothekarmarkt einen Teil des gesamten Kapitalmarkts bildet, spielen hypothekenspezifische Angebots- und Nachfrageelemente wie beispielsweise die Bauinvestitionen eine untergeordnete Rolle. Wir verzichteten auf den Einbau solcher Elemente und basierten unseren Indikator im wesentlichen auf zwei repräsentative Zinssätze, einen kurz- und einen langfristigen.

Unser Indikator berechnet sich als Linearkombination von gegenwärtigen und 12 bzw. 36 vergangenen Monatswerten des 3-Monats-Eurofrankensatzes und der Bundesobligationenrendite. Die Gewichte der insgesamt 50 Zinssätze wurden über eine Regression mit 2 quadratischen Polynomen mit Anfangsrestriktion bestimmt, der die 258 Monate vom Januar 1966 bis zum Juni 1987 zugrunde lagen. Ein konstanter

Grafik 4: Verzögerungsverteilungen

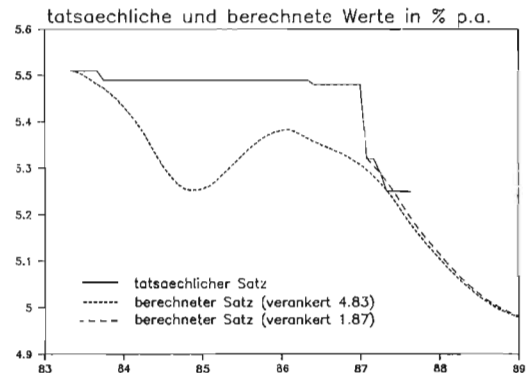


Term soll insbesondere Bonitätsabstand und Verwaltungskosten auffangen, und eine Trendvariable, die bis Ende 1982 linear ansteigt und dann konstant bleibt, steht für die im Abschnitt 4 beschriebene Margenentwicklung.

Die empirische Schätzung ergibt, dass die Obligationenrendite die wichtigere Prognosegrösse ist und ihr der Hypothekensatz mit einer durchschnittlichen Verzögerung von 17 Monaten folgt. Die durchschnittliche Verzögerung auf den Eurofrankensatz beträgt 7 Monate. Grafik 4 zeigt die Verzögerungsverteilungen der Obligationenrendite und des Eurofrankensatzes. Der Anhang 3 enthält technische Angaben zu den Schätzergebnissen.

Da die Banken den Hypothekensatz nicht täglich anpassen, kann er zeitweise erheblich vom kapitalmarktmässig richtigen Satz abweichen. Eine

Grafik 5: Hypothekensatz



Abschätzung für einen kapitalmarktkonformen Hypothekensatz muss an einem Zeitpunkt anknüpfen, in dem der Hypothekensatz in diesem Sinne richtig lag. Man darf annehmen, dass dies am ehesten unmittelbar nach einer Satzanpassung der Fall ist; wir verankerten deshalb dynamische Prognosen am Aprilwert 1983 und am Januarwert 1987 (vgl. Grafik 5).

Anhand der in Tabelle 2 und in Grafik 5 dargestellten berechneten Werte lässt sich ersehen, dass der Geld- und Kapitalmarkt nach der Hypothekensatz-Senkung im April 1983 einen Druck in Richtung einer weiteren Senkung ausübte. Nach einer Abschwächung im Jahre 1985 baute sich der Senkungsdruck ab Anfang 1986 wieder auf.

Diese Entwicklung des vorausberechneten Hypothekensatzes gab uns im März 1986 Anlass zur – später bestätigten – Vermutung, dass der Hypothekensatz per Jahreswechsel angepasst werde.

Die am Januar 1987 verankerten Werte stimmen recht gut mit den am April 1983 verankerten überein. Die Annahme, dass der Hypothekensatz unmittelbar nach einer Anpassung richtig im Geld- und Kapitalmarkt liegt, erhält damit eine gewisse Stütze. Beide Berechnungen weisen auf eine erneut fallende Tendenz hin. Bei unveränderten Geld- und Kapitalmarktsätzen kann vermutet werden, dass der Hypothekensatz gegen Ende 1988 nochmals gesenkt wird.

Tabelle 2: Tatsächliche und berechnete Hypothekensätze

Periode	tatsächl.	berechnet, verankert im		Periode	tatsächl.	berechnet, verankert im	
		April 1983	Januar 1987			April 1983	Januar 1987
1983.4	5.51	5.51		1986.3	5.49	5.37	
1983.5	5.51	5.51		1986.4	5.49	5.36	
1983.6	5.51	5.50		1986.5	5.48	5.36	
1983.7	5.51	5.49		1986.6	5.48	5.35	
1983.8	5.51	5.48		1986.7	5.48	5.34	
1983.9	5.49	5.47		1986.8	5.48	5.34	
1983.10	5.49	5.46		1986.9	5.48	5.33	
1983.11	5.49	5.45		1986.10	5.48	5.32	
1983.12	5.49	5.43		1986.11	5.48	5.31	
1984.1	5.49	5.41		1986.12	5.48	5.31	
1984.2	5.49	5.40		1987.1	5.32	5.29	5.32
1984.3	5.49	5.38		1987.2	5.32	5.28	5.30
1984.4	5.49	5.35		1987.3	5.29	5.27	5.29
1984.5	5.49	5.33		1987.4	5.25	5.25	5.27
1984.6	5.49	5.30		1987.5	5.25	5.23	5.25
1984.7	5.49	5.28		1987.6	5.25	5.21	5.23
1984.8	5.49	5.27		1987.7		5.19	5.20
1984.9	5.49	5.26		1987.8		5.17	5.18
1984.10	5.49	5.25		1987.9		5.15	5.17
1984.11	5.49	5.25		1987.10		5.14	5.15
1984.12	5.49	5.25		1987.11		5.12	5.13
1985.1	5.49	5.26		1987.12		5.10	5.11
1985.2	5.49	5.27		1988.1		5.09	5.10
1985.3	5.49	5.28		1988.2		5.07	5.08
1985.4	5.49	5.30		1988.3		5.06	5.07
1985.5	5.49	5.31		1988.4		5.05	5.05
1985.6	5.49	5.33		1988.5		5.03	5.04
1985.7	5.49	5.34		1988.6		5.02	5.03
1985.8	5.49	5.35		1988.7		5.01	5.02
1985.9	5.49	5.36		1988.8		5.00	5.01
1985.10	5.49	5.37		1988.9		5.00	5.00
1985.11	5.49	5.38		1988.10		4.99	4.99
1985.12	5.49	5.38		1988.11		4.98	4.99
1986.1	5.49	5.38		1988.12		4.98	4.98
1986.2	5.49	5.38					

7. Grenzen und Entwicklungsmöglichkeiten des Ansatzes

Unser Indikator ist ein relativ grobes Mass. Insbesondere lässt sich eine bevorstehende Hypothekarsatzanpassung nur ungenau datieren². Eine Ungenauigkeit des Ansatzes besteht sicher darin, dass er dieselbe Anpassungsgeschwindigkeit für Erhöhungen und Senkungen des Hypothekarsatzes impliziert. Dies ist nicht unbedingt realistisch. Eine Erhöhung wird letztlich durch das Näherrücken der Gewinnschwelle erzwungen. Eine Senkung kommt anders zustande; man kann hier unter anderem über die – allerdings eingeschränkte – Konkurrenz der Hypothekargläubiger argumentieren. Die Vermutung liegt nahe, dass eine Anpassung nach oben den Geld- und Kapitalmarktsätzen schneller folgt als eine solche nach unten. Sollte unser Indikator in der Zukunft einmal über dem herrschenden Hypothekarsatz liegen, so darf nicht überraschen, wenn die Banken schneller reagieren als in den vergangenen Jahren tieferliegenden Indikatoren beobachtet.

In der vorliegenden Studie ging es darum, einen den Hypothekarsatzbewegungen vorlaufenden Indikator zu entwickeln, und nicht darum, einen Teil des Kapitalmarktes zu modellieren. Ausgehend von diesem Ziel wurde einem einfachen Ansatz der Vorzug gegeben. Die Gefahr, auf unzutreffenden Annahmen aufzubauen und dadurch zu einer falschen Indikation zu kommen, ist so kleiner als bei einem Strukturansatz, der auf Verhaltenshypothesen für die beteiligten Wirtschaftssubjekte basiert. Der Indikator darf nicht überinterpretiert werden. Er gibt Hinweise

² Ein dynamischer Probit-Ansatz (vgl. Eichengreen et al. [1985]) würde den Weg zur Datierung der Anpassungen eröffnen, indem er deren Diskontinuität explizit berücksichtigte. Der Vorteil müsste allerdings durch höhere Komplexität und damit geringere Überblickbarkeit des Ansatzes erkaufte werden. Zudem müsste sich die Studie auf den Hypothekarsatz einer einzelnen Bank beschränken; ein Durchschnittssatz für die Schweiz bewegt sich nicht nur in Schritten von 25 oder 50 Basispunkten.

³ Die Ursachen der langfristigen Margenerhöhung (vgl. Abschnitt 4) können anhand des Indikators nicht eruiert werden. Auch die Suche nach den genaueren Ursachen der Länge der zeitlichen Verzögerungen von Hypothekarsatz-Anpassungen muss Verhaltensmodellen vorbehalten bleiben (vgl. Kugler [1985]).

für die zukünftige Entwicklung des Hypothekarsatzes, sagt aber wenig darüber aus, welche wirtschaftlichen Verhaltensweisen für die Höhe des Satzes verantwortlich sind³.

Anhang 1: Die bilanzabhängige Margenabschätzung

Zur Berechnung der bilanzabhängigen Marge ist zunächst abzuklären, ob der Anteil $a = 90\%$ der Spargelder S zur Finanzierung der Hypotheken H ausreicht. Ist dies der Fall ($aS \geq H$), so wird die bilanzabhängige Marge m wie die herkömmliche m' als Differenz zwischen Hypothekarsatz h und Spareinlagensatz s berechnet:

$$m = h - s = m'$$

Gilt $aS < H$, so muss der Anteil $H - aS$ der Hypotheken auf andere Weise – zum Satze f – finanziert werden. f ist die durchschnittliche Verzinsung anderer Bankpassiven (Kassaobligationen, Pfandbriefe, Anleiheobligationen u. a.), die zur Hypothekarfinanzierung herbeigezogen werden. f wurde durch das folgende gleitende Mittel der Bundesobligationenrendite o angenähert:

$$f_t = (o_t + o_{t-12} + o_{t-24} + o_{t-36})/4 + 0,35\%$$

(t: Zeitindex [Monate])

Der Summand $0,35\%$ steht als Näherung für den Bonitätsabstand zwischen Banken- und Bundesobligationen. Als durchschnittlicher Satz d für die gesamte Hypothekarfinanzierung ergibt sich dann

$$d = (aSs + [H - aS]f)/H$$

und

$$m = h - d$$

ist eine bilanzabhängige grobe Abschätzung der Bruttomarge.

Bemerkung zur Sensitivität:

Die vorgeschlagene Methode der Margenabschätzung beruht auf einer Reihe arbiträrer An-

nahmen. Die Resultate ändern sich aber nur geringfügig, wenn die Annahmen verändert werden. Wird der Kassaobligationensatz anstelle der bonitätskorrigierten Bundesobligationenrendite verwendet, kommt ein nur unwesentlich veränderter Margenverlauf zustande. Ebensovienig ändert sich, wenn a – der Anteil der Spargelder, die zur Hypothekarfinanzierung verwendet werden – auf 80% statt 90% gesetzt wird.

Anhang 2: Daten

Die vorliegende Untersuchung stützt sich auf folgendes Zahlenmaterial:

a) Zinssätze

Hypothekarsatz (Symbol: h):
Durchschnittssatz der 29 Kantonalbanken auf alte erste Hypotheken im allgemeinen Wohnungsbau.

Spareinlagensatz (s):
Durchschnittssatz der 29 Kantonalbanken auf Spareinlagen.

Bundesobligationen-Rendite (o):
Durchschnittsrendite SNB Eidgenössischer Obligationen nach Fälligkeit.

Eurofrankensatz (e):
Zins Eurofranken 3 Monate, Ankauf 11.00 Uhr.

b) Bilanzpositionen

Hypotheken (H):
Inländische Hypothekaranlagen.

Spargelder (S):
Spareinlagen Inland + Depositen und Einlagehefte Inland.

Folgende Bestände wurden den Variablen H und S zugeordnet:

- Totalbestand der 71 Banken, die der SNB monatliche Bilanzmeldungen machen,
- Totalbestand der 4 Grossbanken,
- Totalbestand der 29 Kantonalbanken,
- Totalbestand der 38 Regionalbanken und Sparkassen.

Anhang 3: Schätzergebnisse

Schätzperiode: Monate von 1966.1 bis 1987.6

Geschätzte Gleichung:

$$h = 1.30 + .004 \cdot td + .025 \cdot o_1 - .002 \cdot o_2 + \\ (3.7) \quad (5.0) \quad (9.7) \quad (-.2) \\ + .005 \cdot e_1 + .004 \cdot e_2 \\ (2.9) \quad (1.0)$$

Variable:

h : Hypothekarsatz.

td : Trendvariable; zu Beginn der Schätzperiode auf den Wert 0 gesetzt, wächst sie monatlich bis Ende 1982 um eine Einheit an und bleibt dann konstant.

o_1, o_2, e_1, e_2 : Transformierte Variable der Verzögerungsverteilung von Obligationenrendite o und Eurofrankensatz e . Es wurden quadratische Polynome mit Anfangsrestriktion und maximalen Verzögerungen von 36 bzw. 12 Monaten angesetzt.

In Klammern stehen die entsprechenden t -Werte.

Für die Residuen wurde ein autoregressiver Prozess erster Ordnung angenommen; der Schätzwert für den Autoregressionskoeffizienten beträgt .91.

Statistiken für die gesamthafte Beurteilung:

Bestimmtheitskoeffizient (korrigiert): .985

F-Wert: 3348

Durbin-Watson-Koeffizient: 2.08

Quadratsumme der Residuen: 1.20

Standardfehler: .07

Literatur

- Eichengreen (1985), B., Watson, M. W., und Grossman, R. S.: «Bank Rate Policy under The Interwar Gold Standard: A Dynamic Probit Model», *The Economic Journal*, 95 (Sept. 1985), S. 725–745.
- Kugler (1985), P.: «Ungleichgewichtsökonomie für den schweizerischen Hypothekarsatz», *Schweiz. Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, Heft 1/1985, S. 35–44.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Rückzahlung des Überbrückungskredits an Argentinien

Am 15. Juli 1987 zahlte die argentinische Zentralbank den Überbrückungskredit vom März zurück (vgl. Quartalsheft Nr. 1, März 1987). Das Engagement der SNB, die eine Substitutionszusage (mit Bundesgarantie) über 20 Mio. Dollar für einen Kredit der BIZ geleistet hatte, ist damit beendet.

Remboursement du crédit relais accordé à l'Argentine

Le 15 juillet 1987, la banque centrale d'Argentine a remboursé le crédit relais qu'elle avait obtenu au mois de mars de cette année (voir bulletin trimestriel no 1, mars 1987). L'engagement de la Banque nationale – celle-ci avait donné une promesse de substitution (avec garantie de la Confédération) pour une part de 20 millions de dollars du crédit fourni par la BRI – a ainsi pris fin.

