

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjuncture**

**No. 3
September/septembre 1986**

4. Jahrgang / 4^{eme} année

Inhalt/ Table des matières

Übersicht	143
Sommaire/Sommario	144
Abstracts	146
<hr/>	
Wirtschafts- und Währungslage	147
Situation économique et monétaire	168
<hr/>	
Pierre Languetin: Recent International Monetary Developments and the Swiss Economy	189
<hr/>	
Franz Ettlín und Robert Fluri: Der Einfluss der Steuerveranlagung auf den Notenumlauf – Identifikation und Quantifizierung	194
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	200
Chronique monétaire	200

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 147–167)

Im zweiten Quartal kühlte sich das Konjunkturklima in den Vereinigten Staaten merklich ab. Dagegen beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum in Europa, namentlich der Bundesrepublik Deutschland, wobei die Binnennachfrage die wichtigste Konjunkturstütze bildete. Der Rückgang der Teuerungsrate setzte sich im OECD-Raum dank sinkender Erdölpreise fort; im Juli betrug die Jahresteuersatzrate durchschnittlich 2,4%.

In der Schweiz deutete die rege Konsum- und Investitionsnachfrage im zweiten Quartal auf eine insgesamt immer noch gute Konjunkturlage hin. Gegenüber dem zweiten Halbjahr 1985 hat sich der Wachstumsrhythmus infolge der schwächeren Impulse aus dem Exportsektor jedoch verlangsamt. Die Beschäftigung nahm trotzdem weiter zu, und die Arbeitslosenquote bildete sich zurück.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im ersten Halbjahr um 1,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die gemessen an der anhaltend kräftigen Kreditnachfrage eher knappe Geldversorgung führte im zweiten Quartal vorübergehend zu einem Anstieg der Geld- und Kapitalmarktzinsen. Am Devisenmarkt wurde der Schweizer Franken gegenüber den meisten wichtigen Währungen, insbesondere dem amerikanischen Dollar und dem britischen Pfund, höher bewertet.

Internationale Finanzmärkte und die Schweiz (S. 189–193)

Seit dem Zweiten Weltkrieg hat die internationale Verflechtung der Schweizer Wirtschaft stark zugenommen. Schrittweise wurden Handelschranken abgebaut und der Kapitalverkehr liberalisiert. Während diese Entwicklung ein hohes Wirtschaftswachstum ermöglichte, erschwerte sie zeitweise die Geldpolitik der Nationalbank. In den letzten Jahren gaben vor allem die starken

Schwankungen des Dollars sowie die internationale Verschuldung verschiedener Länder Anlass zu Sorge. Die Nationalbank hat sich im Hinblick auf die Wechselkursstabilisierung stets für eine stärkere Zusammenarbeit zwischen den Notenbanken ausgesprochen; sie steht auch einer internationalen Überwachung der nationalen Wirtschaftspolitik, wie sie von der Zehnergruppe vorgeschlagen wurde, nicht ablehnend gegenüber. Positiv wäre eine Überwachung vor allem dann zu bewerten, wenn sie die teilnehmenden Länder zur Einsicht in die Notwendigkeit einer konsequenten Inflationsbekämpfung führen würde. Zur Entschärfung des Schuldenproblems sowie zur Stabilität der internationalen Finanzmärkte kann die Schweiz einen Beitrag leisten, indem sie sich an internationalen Hilfsprogrammen beteiligt und die Kapitalausstattung der Schweizer Banken erhöht.

Steuerveranlagung und Notenumlauf (S. 194–199)

Der Notenumlauf weist zusätzlich zu den jährlichen Saisonbewegungen ein im Zweijahresrhythmus wiederkehrendes Muster auf. Dieses deckt sich mit den beim Bund und bei den meisten Kantonen üblichen zweijährigen Steuerveranlagungsperioden. Im Dezember vor einer Neuveranlagung nimmt der Notenumlauf jeweils deutlich stärker zu als in einem Zwischenjahr. Der vorliegende Beitrag zeigt, wie der Effekt der Steuerveranlagung auf den Notenumlauf identifiziert und gemessen werden kann. Es wurde eine Reihe für den Notenumlauf gebildet, die sowohl um die üblichen saisonalen Schwankungen als auch um die durch die Veranlagungstermine hervorgerufenen Bewegungen bereinigt ist. Die Berücksichtigung des Steuerveranlagungseffekts führt zu genaueren Prognosen des Notenumlaufs und erleichtert dadurch die Geldmengensteuerung am Jahresende.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 168–188)

Au deuxième trimestre, un essoufflement de la conjoncture a été observé aux Etats-Unis. En revanche, la croissance économique s'est accélérée en Europe, notamment en République fédérale d'Allemagne, et la demande intérieure est devenue le principal moteur de la conjoncture. Grâce à la baisse des prix pétroliers, le renchérissement a continué à faiblir dans la zone de l'OCDE; au mois de juillet, son taux annuel s'inscrivait en moyenne à 2,4%.

En Suisse, la vigueur de la demande de consommation et d'investissement donne à penser que la conjoncture est restée dans l'ensemble bonne au deuxième trimestre. Par rapport au second semestre de 1985, le rythme de croissance s'est cependant ralenti, les impulsions venant des exportations ayant faibli. L'emploi a continué sa progression, et le taux de chômage a diminué.

Au premier semestre, la monnaie centrale ajustée dépassait de 1,7% son niveau de la période correspondante de 1985. Les taux d'intérêt ont augmenté temporairement au deuxième trimestre sur les marchés monétaire et financier, l'approvisionnement en monnaie étant plutôt étroit face à la demande de crédits, toujours vigoureuse. Sur le marché des changes, le franc s'est raffermi vis-à-vis de la plupart des autres monnaies, en particulier par rapport au dollar des Etats-Unis et à la livre sterling.

Les marchés financiers internationaux et la Suisse (p. 189–193)

Depuis la seconde guerre mondiale, les relations que l'économie suisse entretient avec l'étranger se sont fortement développées. Graduellement, les barrières commerciales ont été démantelées et les mouvements de capitaux ont été libéralisés. Si cette évolution a permis une forte croissance économique, elle a rendu aussi plus difficile, par moments, la conduite de la politique

monétaire. Ces dernières années, les vives fluctuations du dollar et l'endettement extérieur de plusieurs pays ont soulevé de grosses inquiétudes. En vue de parvenir à une plus grande stabilité des cours de change, la Banque nationale a toujours prôné un renforcement de la collaboration entre les banques centrales; elle n'est pas opposée à un système de surveillance internationale des politiques économiques nationales, tel celui qui est proposé par le Groupe des Dix. Une surveillance multilatérale serait positive avant tout si elle amenait les pays participants à reconnaître la nécessité de lutter résolument contre l'inflation. En participant à des aides monétaires internationales et en renforçant les fonds propres de ses banques, la Suisse peut contribuer à atténuer le problème de l'endettement international ainsi qu'à stabiliser les marchés financiers internationaux.

L'évasion fiscale et la circulation des billets (p. 194–199)

En plus des fluctuations saisonnières observées au cours de l'année, la circulation des billets marque une tendance à l'accélération lors du passage d'une année paire à une année impaire. Cette accélération coïncide avec le cycle bis-annuel que la Confédération et la plupart des cantons appliquent aux déclarations fiscales. Au cours du mois de décembre qui précède l'établissement des déclarations fiscales, la circulation des billets croît à un rythme nettement plus élevé que vers la fin d'une année intermédiaire. L'article montre comment les répercussions de l'évasion fiscale sur les billets en circulation peuvent être identifiées et mesurées. Une série présente l'évolution de la circulation des billets après correction des variations saisonnières habituelles et des mouvements dus à la cadence des déclarations fiscales. La prise en compte des effets fiscaux permet d'affiner les prévisions et facilite la gestion de la monnaie centrale en fin d'année.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 147–188)

Nel secondo trimestre si è osservato un rallentamento sensibile della congiuntura negli Stati Uniti. Per contro in Europa si è assistito ad una accelerazione della crescita economica, specialmente nella Repubblica federale tedesca, e la domanda interna è diventata il motore principale della congiuntura. Grazie al calo dei prezzi petroliferi l'inflazione è ulteriormente diminuita nei paesi dell'OCSE; nel mese di luglio il tasso annuale medio del rincaro era di 2,4%.

In Svizzera il vigore della domanda di consumo e di investimenti indica che in termini globali la congiuntura è rimasta buona anche nel secondo trimestre. Comunque, in seguito all'indebolimento degli impulsi derivanti dalle esportazioni, il ritmo della crescita è diminuito per rapporto al secondo semestre del 1985.

Nel primo semestre la base monetaria epurata superava dell'1,7% il livello registrato nello stesso periodo dell'anno precedente. Sul mercato monetario e finanziario i tassi di interesse sono aumentati temporaneamente durante il secondo trimestre, in quanto l'approvvigionamento di moneta si è rivelato alquanto ristretto di fronte alla sempre vigorosa domanda di crediti. Sul mercato dei cambi il franco si è rafforzato nei confronti della maggior parte delle altre monete, in particolare nei confronti del dollaro americano e della lira sterlina.

I mercati finanziari internazionali e la Svizzera (p. 189–193)

Dalla fine della seconda guerra mondiale le relazioni dell'economia svizzera con l'estero si sono fortemente sviluppate. Le barriere commerciali sono state gradatamente smantellate e i movimenti di capitali liberalizzati. Se da una parte questa evoluzione ha permesso una forte crescita economica, d'altra parte essa ha reso più difficile in certi momenti la condotta della politica moneta-

ria. In questi ultimi anni sono state soprattutto le forti fluttuazioni del dollaro ed il forte debito estero di molti paesi a sollevare grandi apprensioni. Al fine di ottenere una più grande stabilità dei corsi di cambio la Banca nazionale ha da sempre incoraggiato una maggiore collaborazione tra le banche centrali, e non si oppone a un sistema di sorveglianza internazionale delle politiche economiche quale proposto dal Gruppo dei dieci. Una sorveglianza multilaterale avrebbe riscontri positivi soprattutto se riuscisse a convincere i paesi partecipanti della necessità di perseguire in maniera risoluta la lotta contro l'inflazione. Partecipando agli aiuti monetari internazionali e rafforzando i fondi propri delle proprie banche, la Svizzera può contribuire ad alleviare il problema dell'indebitamento internazionale così come a stabilizzare i mercati finanziari internazionali.

L'evasione fiscale e la circolazione dei biglietti di banca (p. 194–199)

Oltre alle fluttuazioni stagionali osservate nel corso dell'anno, la circolazione delle banconote tende ad accelerare durante il passaggio da un anno pari ad un anno dispari. Questa accelerazione coincide con il ciclo biennale che la Confederazione e la maggior parte dei cantoni applicano per le dichiarazioni fiscali. Durante il mese di dicembre che precede le dichiarazioni d'imposta la circolazione dei biglietti si accresce ad un ritmo nettamente più forte che nell'ultimo mese di un anno intermedio. L'articolo mostra come si possa identificare e misurare l'impatto dell'evasione fiscale sui biglietti in circolazione e presenta una serie per l'evoluzione della circolazione dei biglietti epurata sia dalle usuali fluttuazioni stagionali, sia dalle variazioni dovute alle scadenze delle dichiarazioni fiscali. La considerazione degli effetti di natura fiscale permette di migliorare le previsioni facilitando così la gestione della base monetaria a fine anno.

Abstracts

Economic and Monetary Developments (pp.147–188)

In the United States the economic climate cooled perceptibly in the second quarter. In Europe, on the other hand, the pace of economic growth quickened – notably in West Germany – with domestic demand acting as the chief pillar of the economy. Owing to falling oil prices the inflation rate continued to recede in the OECD countries; the annual inflation rate in July averaged 2.4%.

In Switzerland lively demand for both consumer and capital goods in the second quarter indicates that the economic situation is still satisfactory overall. Compared to the second half-year of 1985, the pace of growth has, however, slowed down due to weaker stimuli from the export sector. Nevertheless, employment levels have continued to rise, with the jobless rate declining.

In the first six months of 1986 the adjusted monetary base exceeded the year-back level by 1.7%. The supply of money, which had been rather tight measured by the sustained and vigorous demand for credit, led to a temporary rise in money and capital market rates in the second quarter. On the foreign exchange market the Swiss franc appreciated against most major currencies, notably the US dollar and sterling.

International Monetary Developments and the Swiss Economy (pp. 189–193)

Since the Second World War the international involvement of the Swiss economy has increased substantially. Trade barriers have gradually been dismantled and capital movements liberalized. While this development permitted a high level of economic growth it occasionally impeded the National Bank in conducting its monetary policy.

In recent years the strong fluctuations of the US dollar and the international indebtedness of various countries have been the main causes for

concern. With a view to stabilizing exchange rates the National Bank has always been in favour of closer cooperation between the central banks; nor does it oppose international surveillance of national economic policies as proposed by the Group of Ten. Surveillance would be regarded as particularly useful if the participating countries were thereby led to see the need for a consistent battle against inflation. One contribution that Switzerland can make towards easing the international debt problem and promoting the stability of the international financial markets is to participate in international aid programmes and to increase the capital resources of the Swiss banks.

Tax Assessment and Note Circulation (pp. 194–199)

In addition to the annual seasonal adjustments, note circulation exhibits a pattern recurring every two years, simultaneously with the biennial tax assessment periods of the Confederation, which are also observed in most cantons. Every December preceding a new assessment, note circulation increases much more rapidly than in the intermediate year. The article shows how the effect of the assessment on note circulation is identified and measured. A series has been introduced for note circulation adjusted both for the usual seasonal fluctuations and for the changes brought about by the tax assessment deadlines. By taking into account the influence of the tax assessment periods it is possible to forecast note circulation more accurately, thus making it easier to set money supply targets at the end of the year.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage*
für die Sitzung des Bankrats vom 5. September 1986

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

1. Überblick

Konjunkturentwicklung

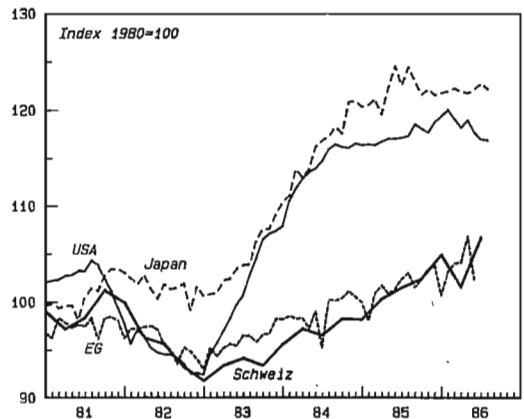
Die weltwirtschaftliche Entwicklung war im zweiten Quartal 1986 durch regional unterschiedliche Tendenzen geprägt. Rückläufige Investitionen in den Vereinigten Staaten und abnehmende reale Güterexporte in Japan brachten den beiden führenden Industriestaaten eine konjunkturelle Abkühlung. In den europäischen Ländern konnte der Wachstumsrhythmus gegenüber dem Vorquartal gesteigert werden. In den Entwicklungsländern verschlechterte sich die wirtschaftliche Lage, und das internationale Schuldenproblem verschärfte sich.

Die Verbilligung der Rohstoffe, insbesondere die drastische Senkung des Erdölpreises, hat im zweiten Quartal zu einem Rückgang der Weltinflation geführt. Die Jahreststeuerung im OECD-Raum blieb im Mai mit 2,6% auf dem tiefen Stand des Vormonats. Da Rohstoffe vor allem in Dollar gehandelt werden, hat der sinkende Preis der amerikanischen Währung ausserhalb des Dollarwährungsraumes ebenfalls zu diesem Resultat beigetragen.

Die Beschäftigung zog in den OECD-Ländern auch im zweiten Quartal weiter an, doch konnte sie mit der wachsenden Zahl der Erwerbsfähigen nicht Schritt halten. Im April betrug die Arbeitslosenquote im OECD-Raum 8,1%, gegenüber 7,9% im Januar.

* Der Bericht wurde Mitte August abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Mai, Juni und Juli 1986 bekannt wurden.

Grafik 1: Industrieproduktion

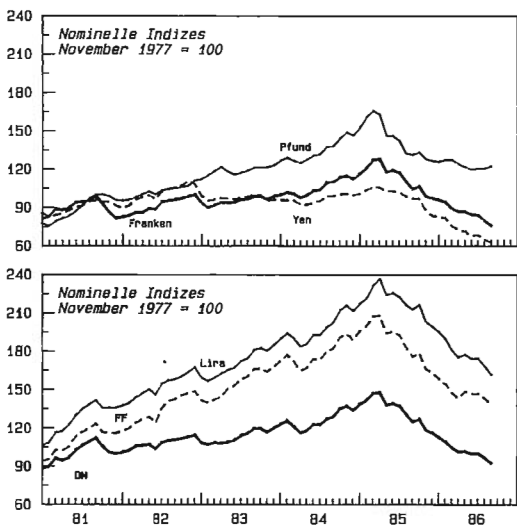


Quelle: OECD, Main Economic Indicators, Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Wirtschaftspolitik

Die optimistischen Konjunkturprognosen für das laufende Jahr sind von der tatsächlichen Entwicklung in den grossen Industrieländern bisher nicht bestätigt worden. Die Vereinigten Staaten und einige andere Länder reagierten auf die eher enttäuschende Konjunkturentwicklung mit einer Lockerung der Geldpolitik. In den Vereinigten Staaten äusserte sich der expansive Kurs in einer weiteren Beschleunigung des an sich schon hohen Wachstums der Geldmenge M_1 . Die amerikanischen Währungsbehörden nehmen diese Entwicklung vorderhand gelassen, da sie nicht mit einer wesentlichen Zunahme der Inflation rechnen. Diese Einschätzung steht im Gegensatz zur Haltung der deutschen und japanischen Zentralbank, die einen expansiven geldpolitischen Kurs im Hinblick auf die damit verbundene Inflationsgefahr ablehnen. Beide Zentralbanken haben deshalb die Leitzinsen nicht gesenkt. Die fast überall fortgesetzten Anstrengungen zur Konsolidierung der Staatsfinanzen

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



geben der Finanzpolitik der Industrieländer nach wie vor einen eher restriktiven oder neutralen Anstrich, so dass von ihr keine stimulierenden Impulse auf die Wirtschaft ausgehen.

Devisenmarkt

Im Laufe der Monate Mai bis August setzte sich die Talfahrt des amerikanischen Dollars gegenüber allen wichtigen Währungen fort. Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode war die Abwertung des Dollars gegenüber dem japanischen Yen am grössten, gefolgt vom Schweizer Franken, von der D-Mark, dem französischen Franken und der italienischen Lira.

Im zweiten Quartal wertete sich der handelsgewichtete Dollarkurs im Vergleich zur Vorjahresperiode nominal um 20% und real um 21% ab, während in der gleichen Periode der Aussenwert des japanischen Yen nominal um 34% und real um 32% stieg. Die reale handelsgewichtete Aufwertung des Schweizer Frankens und der D-Mark fiel demgegenüber mit 7% bzw. 5% deutlich geringer aus.

Mit Wirkung vom 4. August 1986 wurden die

Leitkurse des Europäischen Währungssystems (EWS) zum zehntenmal seit dessen Inkraftsetzung im März 1979 verändert. Allerdings wurde nur das irische Pfund um 8% abgewertet, während alle übrigen Währungsrelationen unverändert blieben. Diese Anpassung kam auf Irlands Wunsch zustande, dessen Wettbewerbsposition gegenüber Grossbritannien aufgrund des Verfalls des englischen Pfunds gefährdet war. Angesichts der Bedeutung der Handelsbeziehungen zwischen den beiden Ländern gab es unter den anderen EWS-Ländern keinen Widerstand gegen die Abwertung. Die Einigung wurde dadurch erleichtert, dass während der Berichtsperiode keine Spannungen innerhalb des EWS entstanden, welche die Zentralbanken zu grösseren Interventionen zwangen. Ferner wurde die norwegische Krone am 12. Mai 1986 um 9,2% abgewertet, nachdem sie in den beiden vorangegangenen Monaten stark unter Druck geraten war. Die norwegische Regierung begründete die Abwertung unter anderem mit einem unerwarteten Defizit in der Bilanz der laufenden Transaktionen aufgrund fallender Erdölpreise und mit der massiven Spekulation gegen die norwegische Krone.

Internationale Verschuldung

Die meisten Schuldnerländer litten in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres unter einer allgemeinen Verschlechterung ihrer wirtschaftlichen Lage, die sich vor allem in einem raschen Rückgang ihrer Handelsbilanzüberschüsse äusserte. Insbesondere waren die erdölexportierenden Entwicklungsländer vom Preisrückgang des Erdöls betroffen. Die dadurch bedingte Verschärfung des Schuldenproblems führte in der Folge zu einer Strategie der grösseren Gläubigerländer und der Währungsbehörden, die auf grössere Flexibilität der Anpassungsprogramme zielt und die sich verstärkt an den mittelfristigen Wachstumsmöglichkeiten der Entwicklungsländer orientiert.

Am 22. Juli erzielten der Internationale Währungsfonds und die mexikanische Regierung eine Übereinkunft, mit der Mexiko auf die rasche Verschärfung seiner Wirtschaftslage reagierte. Auf der Grundlage einer Absichtserklärung, mit

welcher der mexikanische Finanzminister einen dreijährigen Anpassungs- und Wachstumsplan vorlegte, übernimmt der Währungsfonds die Koordination einer Finanzhilfe von 12 Mrd. Dollar. Im Projekt des Währungsfonds ist vorgesehen, dass rund die Hälfte dieses Betrages durch die Geschäftsbanken aufgebracht werden sollte. Bis zur Bereitstellung des Finanzpaketes erhält Mexiko einen Überbrückungskredit von 1,6 Mrd. Dollar, an den die amerikanischen Währungsbehörden und eine Gruppe von Zentralbanken (unter ihnen die Nationalbank) zusammen 1,1 Mrd. Dollar beisteuerten. Die Nationalbank beteiligte sich am Überbrückungskredit mit einem vom Bund garantierten Betrag von 30 Mio. Dollar. Die restlichen 0,5 Mrd. Dollar wurden von den Geschäftsbanken aufgebracht.

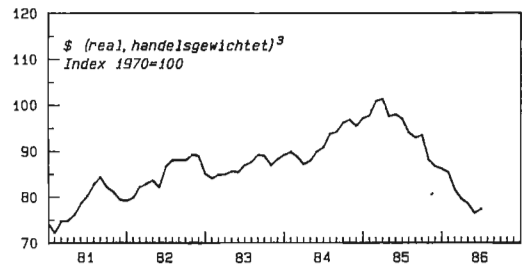
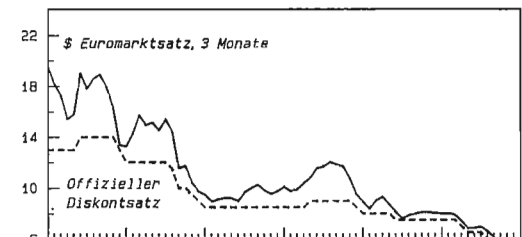
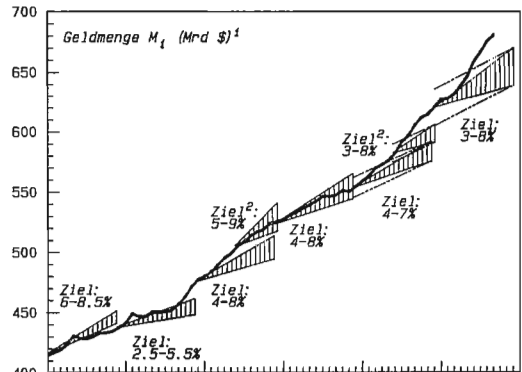
2. Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten hat sich der Aufschwung im zweiten Quartal 1986 deutlich verlangsamt. Gemessen am *realen Bruttosozialprodukt* verminderte sich die jährliche Zuwachsrate von 3,8% im ersten auf 0,6% im zweiten Quartal. Die private Konsumnachfrage nahm zwar mit 6,5% weiterhin kräftig zu. Dennoch schwächte sich das Wirtschaftswachstum ab, da die Exporte sanken (-5,6%), die lebhaft Konsumnachfrage vor allem dem Import zugute kam und ein Lagerabbau stattfand. Nachdem das Importvolumen im Vorquartal stagniert hatte, konnte im zweiten Quartal saisonbereinigt mit 20,1% wieder ein sprunghafter Anstieg verzeichnet werden. Das damit verbundene Handelsbilanzdefizit kam nicht nur durch einen Negativsaldo im Handel mit Industriegütern, sondern auch durch einen Fehlbetrag bei Energieträgern und – was ein Novum darstellt – bei landwirtschaftlichen Produkten zustande. Infolge der verschlechterten Konjunkturaussichten nahmen die Bruttoanlageinvestitionen wie bereits im ersten Quartal ab und lagen um 2,6% unter dem Stand des Vorquartals.

Die Inflation gab im zweiten Quartal weiter nach. Gemessen am Konsumentenpreisindex betrug

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

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

³ Quelle: OECD

die jährliche Teuerungsrate im zweiten Quartal 1,6%, gegenüber 3,1% im Vorquartal. Im Juni war allerdings eine Beschleunigung festzustellen; die Teuerung belief sich gegenüber Mai auf ein volles Prozent.

Für das Fiskaljahr 1986, das Ende September ausläuft, zeichnet sich ein Haushaltsdefizit von 230 Mrd. Dollar ab, womit der Fehlbetrag einige Milliarden Dollar höher ausfallen wird als in der vergangenen Rechnungsperiode. Ursprünglich

sah das Gramm-Rudman-Gesetz einen maximalen Fehlbetrag von 171,9 Mrd. Dollar vor.

Die Arbeitslosenrate fiel im Juni wieder auf 7%, nachdem sie im Mai vorübergehend auf 7,2% geklettert war. Im zweiten Quartal stieg die Beschäftigung im Durchschnitt um 295 000 Personen pro Monat.

Die Wachstumsrate der Geldmenge M_1 , die im ersten Quartal 8% betragen hatte, beschleunigte sich in den folgenden Monaten. Im Juni 1986 lag sie um 5 Prozentpunkte über dem oberen Rand des Zielkorridors von 3–8%. Hingegen entwickelte sich die Geldmenge M_2 zielkonform. Ihr Wachstumstempo nahm zwar ebenfalls zu, doch war damit keine Zielüberschreitung verbunden, da sie sich im Vorquartal noch unterhalb ihres Korridors von 6–9% befunden hatte. Die Geldmenge M_3 erhöhte sich wie schon im Vorquartal kontinuierlich und lag in der Mitte ihres Zielkorridors von 6–9%. Dank der zielkonformen Entwicklung von M_2 und M_3 ist das *Federal Reserve Board* über den massiven Zuwachs von M_1 vor derhand nicht beunruhigt. Nach seiner Meinung ist das hohe Wachstum von M_1 auf zwei Gründe zurückzuführen. Einerseits reagierte die Nachfrage nach jenen Giro Guthaben, die unverzinslich sind oder deren Zinsen nur beschränkt der Marktentwicklung folgen, stärker als erwartet auf den Rückgang der amerikanischen Zinssätze. Andererseits führt die zunehmende Tendenz, Sichtguthaben zu verzinsen, dazu, dass M_1 nicht mehr ausschliesslich als Zahlungsmittel dient, sondern immer mehr als Anlageinstrument verwendet wird.

Nachdem das Federal Reserve Board den offiziellen Diskontsatz im laufenden Jahr dreimal gesenkt hatte, setzte es ihn am 20. August erneut um einen halben Punkt auf 5,5% herab, den tiefsten Stand seit September 1977. Diese Massnahme wurde vor allem mit dem enttäuschenden Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten begründet.

Bundesrepublik Deutschland

Nach einem zögernden Beginn Anfang 1986 beschleunigte sich im Frühjahr das Wirtschafts-

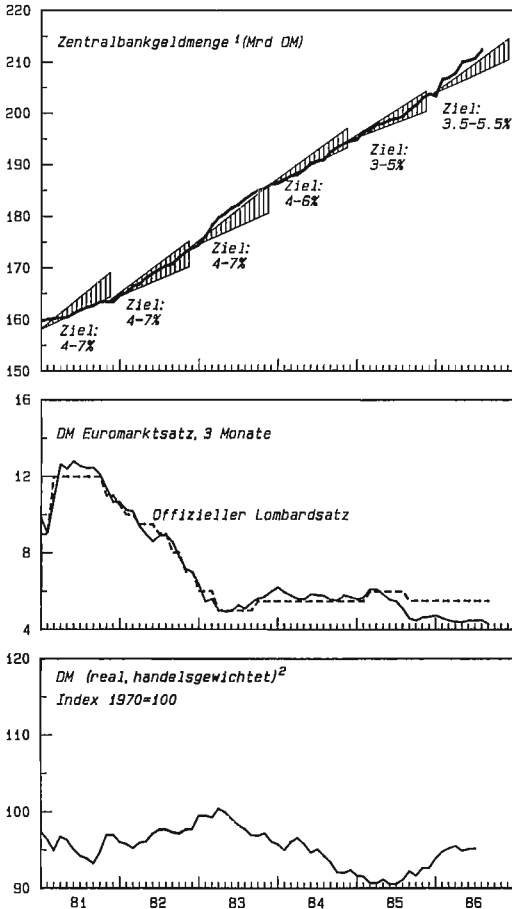
wachstum in der Bundesrepublik Deutschland. Nach ersten Schätzungen übertraf das *reale Bruttosozialprodukt* im zweiten Quartal das Vorjaheresergebnis um 3%, nachdem die entsprechende Grösse im ersten Quartal lediglich 1,6% betragen hatte. Dieser dynamische Verlauf beruhte hauptsächlich auf einer weiter anziehenden Inlandnachfrage. Der Exportsektor, welcher in den vergangenen zwei Jahren massgeblich zum wirtschaftlichen Aufschwung beigetragen hatte, verlor hingegen seine Bedeutung als Konjunkturstütze.

Im zweiten Quartal erreichte die Industrieproduktion dank einem Aufschwung im Bereich der Ausrüstungsgüter wieder ein jährliches Wachstum von rund 3%. Auch im Bausektor scheint sich eine leichte Erholung abzuzeichnen. Während die Aufträge für industrielle und gewerbliche Bauten sowie für Tiefbauten im ersten Quartal geringfügig zunahmen, bleibt die Nachfrage im Wohnungsbau nach wie vor gedrückt.

Gemäss der neuesten Umfrage des Ifo-Institutes für Wirtschaftsforschung haben zahlreiche Unternehmen ihre geplanten Investitionsausgaben für das laufende Jahr nach oben revidiert. Insgesamt dürften die Bruttoanlageinvestitionen der Industrie im Jahre 1986 das Vorjahresniveau real um 10% übertreffen, gegenüber einem aussergewöhnlichen Anstieg von 17% im vergangenen Jahr.

Wie die kräftige Belebung der Detailhandelsumsätze, insbesondere der Autoverkäufe, deutlich zeigt, setzte sich der Aufschwung des privaten Konsums fort. Seit Jahresbeginn wird dieser durch das erhöhte verfügbare Einkommen der Haushalte sowie durch den Rückgang der Inflation begünstigt. Da auf den privaten Konsum über 50% der Inlandnachfrage entfällt, dürfte er sich zur wichtigsten Konjunkturstütze herausgebildet haben.

Dagegen gingen vom Aussenhandel im zweiten Quartal nur noch geringe Wachstumsimpulse aus. Die Exporte veränderten sich im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr weder wert- noch mengenmässig, während sich die Importe, bedingt durch den Erdölpreiserfall und die Aufwertung der DM, spürbar verbilligten. Die nomi-

Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland

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

² Quelle: OECD

nellen Importe fielen innert Jahresfrist um fast 9%, während die Importmengen im zweiten Quartal um rund 10% über dem Vorjahresstand lagen. Infolge einer starken Ausweitung des Handelsbilanzüberschusses erhöhte sich der Aktivsaldo der laufenden Bilanz im zweiten Quartal auf 18,3 Mrd. D-Mark gegenüber 9,3 Mrd. D-Mark in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Die Beschäftigung stieg weiter, und die Arbeitslosenquote ging von 9,2% im ersten auf 9% im zweiten Quartal zurück. Dieser Umstand weist

darauf hin, dass zahlreiche Unternehmen auch in Zukunft mit einer günstigen Wirtschaftsentwicklung rechnen.

Die Inflation verringerte sich auch im zweiten Quartal. Seit April liegt der Konsumentenpreisindex unter dem Vorjahresniveau. Im Juli verminderten sich die Konsumentenpreise sowohl gegenüber dem Vorjahr als auch im Vergleich zum Vormonat um 0,5%.

Trotz einer deutlichen Verlangsamung im Mai und Juni übertraf das Wachstum der Zentralbankgeldmenge das von der *Deutschen Bundesbank* angestrebte Ziel von 3½–5½% auch zu Beginn des dritten Quartals. Die Zielüberschreitung widerspiegelt hauptsächlich einen unerwartet kräftigen Anstieg des Bargeldumlaufs. Trotz des verhältnismässig hohen Wachstums der Zentralbankgeldmenge sah die Bundesbank bei der halbjährlichen Überprüfung ihres Ziels von einer Änderung ihres geldpolitischen Kurses ab.

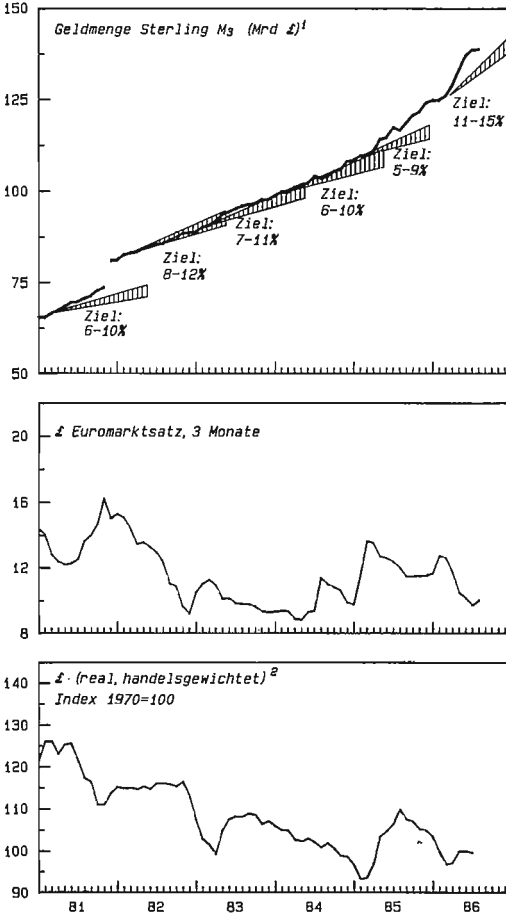
Grossbritannien

In Grossbritannien setzt sich der Konjunkturaufschwung fort: das reale *Bruttoinlandprodukt* wuchs im ersten Quartal mit einer Jahresrate von 2,9%. Den grössten prozentualen Zuwachs aller Nachfragekomponenten verzeichneten die Ausrüstungsinvestitionen mit 21,2%. Im Gegensatz dazu bildeten sich die privaten Wohnbauinvestitionen um 18,4% zurück. Die Erhöhung der Produktion des verarbeitenden Gewerbes sowie der gesamten Industrie betrug im zweiten Quartal 7,4% bzw. 5,9%; das Jahreswachstum des Bruttoinlandprodukts verringerte sich auf 2%.

Trotz des erfreulichen Verlaufs der Konjunktur nahm die Zahl der Arbeitslosen weiter zu. Die Arbeitslosenquote stieg von 13,1% im ersten Quartal auf 13,3% im Juni. Während die Zahl der Beschäftigten im verarbeitenden Gewerbe abnahm, wuchs die Gesamtbeschäftigung leicht.

Der Zerfall der Erdölpreise und der damit verbundene Rückgang der britischen Fördermenge äusserten sich auch im zweiten Quartal in einer defizitären Handelsbilanz. Der Fehlbetrag von

Grafik 5: Grossbritannien



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

² Quelle: OECD

1,6 Mrd. Pfund wurde jedoch durch einen Überschuss der Dienstleistungsbilanz kompensiert, so dass die Bilanz der laufenden Transaktionen für das zweite Quartal positiv ausfiel.

Die inflationshemmende Wirkung der tieferen Rohwarenpreise ist auch in Grossbritannien sichtbar. Gemessen am Konsumentenpreisindex verminderte sich die Jahresteuersatzrate von 4,2% im März auf 2,5% im Juni.

Im Juni lag die Geldmenge Sterling M_3 um 18,3% über dem Vorjahresstand. Dieser Zuwachs übertraf den oberen Wert des im Frühjahr festgelegten Zielkorridors von 11–15%. Das Wachstum der monetären Basis M_0 betrug in der gleichen Periode 3,1% und befand sich damit innerhalb des Zieles von 2–6%.

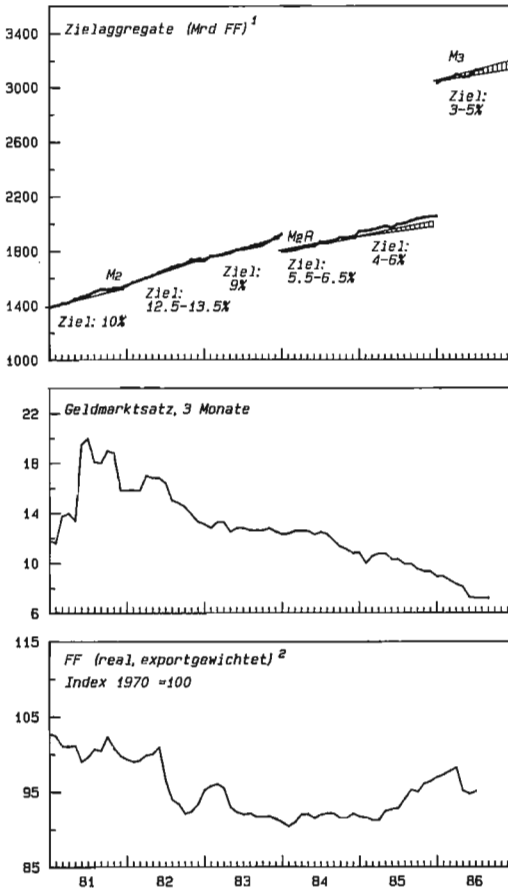
Frankreich

Im ersten Quartal 1986 verlangsamte sich die französische Wirtschaftstätigkeit erneut. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorquartal nur um 0,1%, gegenüber 0,5% im vierten Quartal. Allerdings blieb das Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal 1986 immer noch um 2,3% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Ursache dieser Abschwächung liegt im Rückgang der Auslandnachfrage, in einer Zunahme der Importe sowie einem Abbau der Lagerbestände. Die Nachfrage der Haushalte stieg im ersten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,8%, gegenüber einer Zunahme von 1,1% im ersten Quartal 1985. Die Unternehmen erhöhten ihre Investitionen gegenüber dem Vorquartal um 3%, nachdem sie im vierten Quartal stagniert hatten.

Das Wachstum der Inlandnachfrage festigte sich im zweiten Quartal. Die privaten Ausgaben, vor allem im Automobilsektor und bei den elektronischen Geräten, wuchsen lebhaft. Die dank geringerer Energiekosten und der neuen Wechselkursparitäten verbesserten Unternehmensgewinne deuten darauf hin, dass sich die Investitionen auch künftig günstig entwickeln werden.

Als Folge des Erdölpreiserückgangs verringerte sich das Handelsbilanzdefizit im ersten Quartal 1986 saisonbereinigt auf 3,5 Mrd. FF, gegenüber 14,9 Mrd. im entsprechenden Vorjahresquartal. Da sich die Dienstleistungsbilanz ebenfalls verbesserte, wies die Bilanz der laufenden Transaktionen für das erste Quartal saisonbereinigt einen Aktivsaldo von 7,0 Mrd. FF aus (1. Quartal 1985: 6,3 Mrd. FF). Infolge geringerer Überschüsse im Handel mit Agrarprodukten und Industriegütern vergrößerte sich jedoch das Handelsbilanzdefizit im zweiten Quartal saisonbereinigt auf 8,6 Mrd. FF.

Grafik 6: Frankreich



¹ Saisonbereinigt; $M_2R = M_2$ 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

Seit Jahresbeginn schwächte sich die Teuerung deutlich ab. Im Juli erhöhten sich die Konsumentenpreise gegenüber dem Vormonat um 0,1%. Damit beträgt die Jahresteuierung 2,3% gegenüber 6,1% im Juli 1985.

Die Arbeitslosenquote nahm im zweiten Quartal erneut zu; sie betrug im Juni 10,5%.

Das Beschäftigungs- und Bildungsprogramm der Regierung, das die Arbeitgeber bei der Anstel-

lung von Jugendlichen teilweise von der Abgabe der Sozialleistungen befreit, trat Mitte Juli in Kraft. Die Nationalversammlung verabschiedete Anfang Juni eine Vorlage, welche die Entlassungen aus wirtschaftlichen Gründen neu regelt. Ausserdem ist das Privatisierungsgesetz Anfang August in Kraft getreten. Es sieht vor, dass in den nächsten fünf Jahren insgesamt 65 staatliche Unternehmen (davon 38 Banken) in private Hände übergehen.

Im Mai und Juli verabschiedete die Regierung zwei Massnahmepakete, die eine weitere Liberalisierung der Devisen- und Finanzmärkte zum Ziele haben. Sie hob die geltenden Beschränkungen bei Devisenterminkäufen auf, verlängerte die Frist zur Haltung von Fremdwährungseinnahmen aus Exportgeschäften auf drei Monate und beseitigte die einschränkenden Bestimmungen beim Erwerb von Wertschriften in fremden Währungen.

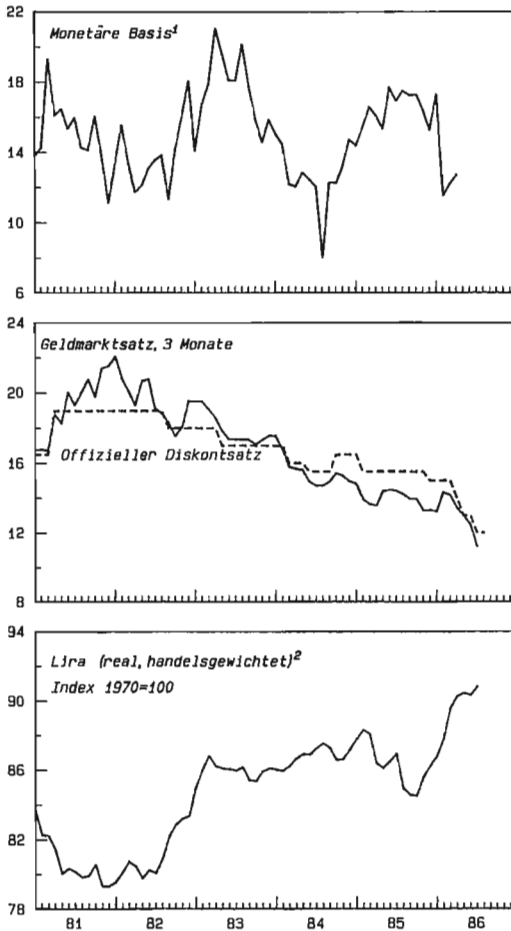
Der Inflationsrückgang führte auf den Geldmärkten zu einer Verringerung der Zinsen, die parallel zur schrittweise vorgenommenen Senkung des Interventionskurses der *Banque de France* am Geldmarkt erfolgte. Im Juni betrug dieser noch 7% gegenüber 8,75% im Februar.

Das Jahreswachstum der Geldmenge M_3 verlangsamte sich. Im Mai betrug es 5%, gegenüber 9,1% in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Italien

Nachdem die Wirtschaft im ersten Quartal stagniert hatte, waren im zweiten Quartal Anzeichen einer Belebung zu erkennen. Von Januar bis Mai stieg die industrielle Produktion saisonbereinigt um 1,5%.

Der Preisrückgang beim Erdöl und bei anderen Rohstoffen sowie die Abwertung des US-Dollars gegenüber der Lira führten zu einer drastischen Verringerung der Importpreise und damit der nominellen Importe. Da die Exporte geringfügig zunahmen, ergab sich im ersten Halbjahr eine starke Verminderung des Handelsbilanzdefizits; es betrug 6745 Mrd. Lire gegenüber 16 940 Mrd. Lire im gleichen Zeitraum des Vorjahres.

Grafik 7: Italien

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode
(Quelle: Banca d'Italia)

² Quelle: OECD

Die tieferen Energiekosten zeigten sich auch in einer Verringerung der Teuerung. Die Grosshandelspreise bildeten sich im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um 1,6% zurück. Die Konsumentenpreise erhöhten sich im zweiten Quartal noch um 0,9% gegenüber dem Vorquartal, doch blieb die jährliche Teuerungsrates mit 5,9% im Juli im internationalen Vergleich hoch.

Die jährliche Wachstumsrate der monetären Basis verlangsamte sich im April auf 10,8%, nach-

dem sie sich im ersten Quartal von 11,3% im Januar auf 12,4% im März beschleunigt hatte.

Die Rendite der staatlichen Obligationen schwächte sich in den Monaten März bis Juni ab und stabilisierte sich anschliessend. Der Dreimonatssatz ging von 13% im April auf rund 11% im Juli zurück. Ferner wurde der offizielle Diskontsatz am 27. Mai von 13% auf 12% gesenkt. Ende Juni wurden die Massnahmen zur Beschränkung des Kreditwachstums, die am 6. Januar als Stützungsmassnahme für die Lira eingeführt worden waren, wieder aufgehoben.

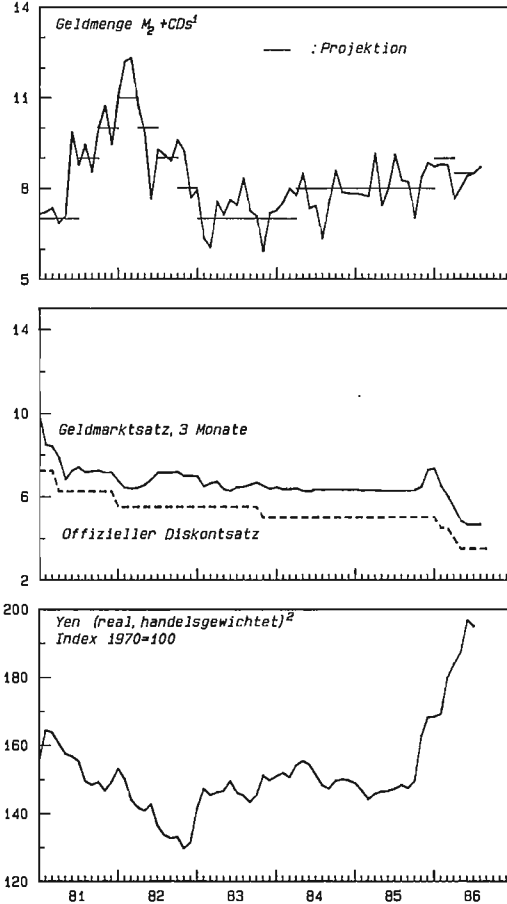
Japan

Als Folge des rückläufigen Exportvolumens schwächte sich die japanische Konjunktur im ersten Quartal 1986 deutlich ab. Gemäss provisorischen Daten ging das *reale Bruttosozialprodukt* gegenüber dem Vorquartal um 0,5% zurück. Seit Anfang 1975 hatte sich dieses nie mehr verringert. Die Komponenten der Binnennachfrage entwickelten sich unterschiedlich. Während der private Konsum um 0,7% zunahm und der Wohnungsbau sich etwas belebte, stagnierten die privaten Investitionen. Die staatlichen Investitionen sanken um 0,6%. Insgesamt wuchs die Inlandnachfrage gegenüber dem Vorquartal um 0,3%, nachdem sie im vierten Quartal 1985 um rund 1% zugenommen hatte.

Im zweiten Quartal erholte sich die Industrieproduktion zwar leicht, lag aber dennoch unter dem vor einem Jahr verzeichneten Niveau. Gemäss einer Umfrage des Ministeriums für internationalen Handel und Industrie (MITI) wurden die Investitionsvorhaben der Unternehmen für 1986 nach unten revidiert. Insgesamt wird nun mit einer Zunahme der realen Investitionen von nur 2,9% gerechnet, gegenüber einer ursprünglich geplanten Zunahme von 4,7% und einem Wachstum von 8,7% im Vorjahr. In der Industrie wird sogar mit einem Rückgang von rund 9% gerechnet, gegenüber einem Wachstum von 11% im Jahre 1985.

Handelsbilanz und Bilanz der laufenden Transaktionen verzeichneten saisonbereinigt im zweiten Quartal wieder Rekordüberschüsse, nach-

Grafik 8: Japan



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

² Quelle: OECD

1986 beinahe 60% betrug, behielt die *japanische Zentralbank* ihren leicht expansiveren geldpolitischen Kurs bei. Dennoch verlangsamte sich die Ausweitung der Geldmenge $M_2 + CD$ im zweiten Quartal auf 8,2% und liegt dadurch sowohl unter dem im ersten Quartal dieses Jahres notierten Wert von 8,4%, wie auch unter der im Dezember 1985 registrierten Grösse von 9,3%.

dem sich die Aktivsalden im ersten Quartal vorübergehend vermindert hatten. Der saisonbereinigte Handelsüberschuss erreichte im zweiten Quartal 22,4 Mrd. Dollar, gegenüber 17,4 Mrd. im Vorquartal. Der Überschuss der Bilanz der laufenden Transaktionen weitete sich auf 21,8 Mrd. Dollar aus, gegenüber 15,5 Mrd. Dollar im ersten Quartal 1986.

Im Hinblick auf die spektakuläre Aufwertung des Yens, welche zwischen September 1985 und Juli

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunktorentwicklung

1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1983	1984a)	1985a)	1985a)				1986a)		
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	3,6	6,4	2,7	4,7	2,9	1,9	2,1	2,5	2,5	2,0
BRD	1,6	2,7	2,4	3,0	0,4	3,5	3,3	2,4	1,6	3,0
Grossbritannien b)	3,2	2,8	3,2	2,7	2,6	4,3	3,1	2,9	2,5	2,4
Frankreich b)	0,9	1,5	1,3	1,3	0,3	1,3	1,5	2,1	2,3	2,7
Italien b)	-0,2	2,8	2,3	2,7	1,8	3,3	1,9	2,3	2,2	-
Japan	3,4	5,0	4,5	5,7	4,5	4,7	4,8	4,0	3,1	-
Schweiz b)	0,7	2,1	3,2	1,9	2,0	3,4	3,2	4,0	2,2	-

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1983	1984	1985	1985			1986			
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	3,2	4,3	3,5	3,5	3,1	1,6	1,6	1,6	1,7	1,6
BRD	3,3	2,4	2,2	1,8	0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5
Grossbritannien	4,6	5,0	6,0	5,5	4,9	2,8	3,0	2,8	2,5	2,4
Frankreich	9,6	7,4	5,8	4,8	3,5	2,4	2,6	2,3	2,3	2,0
Italien	15,0	10,8	8,6	8,5	7,6	6,4	6,6	6,4	6,3	5,9
Japan	1,9	2,2	2,1	1,9	1,4	0,9	0,9	1,1	0,8	-
Schweiz	2,9	2,9	3,4	3,1	1,5	0,8	1,0	0,7	0,8	0,5

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1983	1984	1985	1985			1986			
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	9,6	7,5	7,1	6,9	7,0	7,1	7,0	7,2	7,0	6,9
BRD	9,2	9,1	9,3	9,2	9,2	9,0	9,0	9,0	9,0	8,9
Grossbritannien b)	12,3	12,7	13,1	13,1	13,2	13,5	13,4	13,5	13,6	-
Frankreich b), d)	8,9	10,2	10,5	10,1	10,2	10,5	10,4	10,5	10,5	10,6
Italien b)	9,9	10,4	10,6	11,1c)	11,2c)	11,4c)	11,4	-	-	-
Japan	2,6	2,7	2,6	2,9	2,7	2,8	2,9	2,7	2,7	2,9
Schweiz	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7

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)

	1983	1984a)	1985a)	1985a)				1986a)		
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	-46,0	-107,4	-117,7	-25,5	-26,1	-27,7	-29,3	-33,7	-33,7	-
BRD	4,1	6,3	13,6	3,0	1,9	2,9	4,4	4,6	7,1	7,7
Grossbritannien	3,8	1,5	3,8	0,6	-0,5	1,8	1,5	1,3	1,8	-
Frankreich b)	-4,4	-0,8	0,6	-0,2	-0,7	0,9	0,0	1,6	-0,4	1,0
Italien b)	0,5	-4,2	-4,6	-1,6	-	-	-	-	-	-
Japan	20,8	35,0	49,2	11,6	9,4	12,1	11,7	15,6	15,5	21,8
Schweiz b)	3,9	4,4	5,2	1,1	1,3	1,2	1,1	1,6	1,9	1,6

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Obschon der konjunkturelle Aufschwung im zweiten Quartal anhielt, dürfte das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts wie schon im ersten Quartal – es erhöhte sich noch um 2,2% gegenüber 3,2% im Jahresdurchschnitt 1985 – hinter den Erwartungen zurückgeblieben sein. Vor allem die Exporte nahmen weniger stark zu, als allgemein angenommen wurde, da die Wirkungen des tieferen Erdölpreises auf die Güternachfrage der Industrieländer offensichtlich überschätzt wurden. Zudem beeinträchtigte die Dollarabwertung die Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Industrie. Hingegen bildete im zweiten Quartal der private Konsum nach wie vor eine wichtige Konjunkturstütze. Die Investitionstätigkeit war weiterhin sehr lebhaft; so wurden im industriellen Sektor die Produktionsanlagen erneut ausgeweitet. Dasselbe gilt für den gewerblich-industriellen Bau, während sich der Wohnungsbau eher abschwächte. Als Folge der sinkenden Rohwarenpreise kam es ferner zu bedeutenden Lageraufstockungen. Das starke Wachstum der Binnennachfrage spiegelte sich in den Einfuhren wider, die auf saisonbereinigter Basis kräftig expandierten.

In der Industrie stieg die Kapazitätsauslastung weiter an. Zudem kam es in manchen Branchen zu Produktionsengpässen und damit zu einer Abflachung des Produktionswachstums. In den kommenden Monaten fassen die Unternehmer keine wesentliche Erhöhung der Produktion ins Auge.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge übertraf im zweiten Quartal den entsprechenden Vorjahreswert um 1,9%. Als Folge der eher restriktiven Geldpolitik, der hohen Kreditnachfrage und einer vom Markt als knapp empfundenen Versorgung der Banken mit Ultimoliquidität erhöhten sich in den Monaten Mai bis Juni die Zinssätze. Ab Ende Juli trat dann eine Entspannung sowohl auf dem Geld- als auch auf dem Kapitalmarkt ein.

Der exportgewichtete Aussenwert des Schweizer Frankens stieg im zweiten Quartal real und

nominell weiter an. Markante Kursgewinne waren insbesondere gegenüber dem Dollar und dem britischen Pfund zu verzeichnen; etwas fester notierte der Franken zudem gegenüber der D-Mark; gegenüber dem Yen waren hingegen keine namhaften Kursveränderungen zu beobachten.

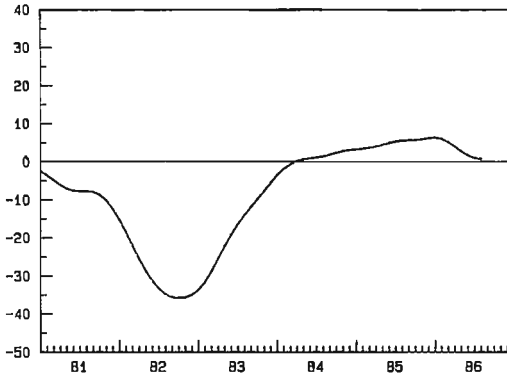
Der anhaltende Rückgang der Preise importierter Güter liess die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahresteuersatzrate erneut fallen. Diese belief sich im zweiten Quartal auf 0,8% gegenüber 1,5% im Vorquartal. Die Preise inländischer Waren nahmen nach wie vor zu. Auf der Grosshandelsstufe setzte sich der Preisrückgang fort.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

Die Jahreszuwachsrate des realen Bruttoinlandprodukts verringerte sich im ersten Quartal 1986 auf 2,2% (4. Quartal 1985: 4%). Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums ist vor allem auf das schwächere Wachstum der Güterexporte zurückzuführen.

Das Jahreswachstum der industriellen Produktion ging von 6,8% im vierten Quartal 1985 auf 1,3% im ersten Quartal 1986 zurück (Jahresdurchschnitt 1985: 5%). Zu diesem Ergebnis trugen nicht nur die schwache Exportnachfrage, sondern auch Produktionsengpässe bei. Gemäss einer Umfrage der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF) schätzen eine wachsende Zahl von Unternehmern das Angebot an Arbeitskräften und die Produktionsanlagen als zu knapp ein. Der von der KOF-ETH berechnete Sammelindikator «Geschäftsgang» spiegelt die Abschwächung der Konjunktur wider. Die Kapazitätsauslastung stieg im Verlaufe des ersten Halbjahres 1986 kontinuierlich auf 87% und erreichte damit den im vergangenen Konjunkturzyklus verzeichneten Höchstwert. Auch der Überstundenanteil am Total der geleisteten Arbeitsstunden nahm in den vergangenen Monaten wiederum zu.

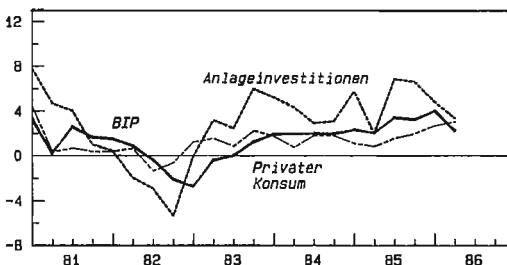
Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹

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 Fertigfabrikatlager – zusammensetzt.

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

Die Verflachung des Konjunkturaufschwungs wirkte sich auf die meisten Industriebranchen aus, wobei besonders die Konsumgüterindustrie als Folge der Höherbewertung des Schweizer Frankenurses betroffen wurde.

Nachdem sich das Wachstum der Auftragseingänge in der Industrie und im Bauhauptgewerbe in den vergangenen Quartalen verlangsamte hatte, sanken diese im ersten Quartal 1986 um 4% unter den entsprechenden Vorjahresstand, was zugleich die erste Abnahme seit dem ersten Quartal 1983 bedeutet. In der Industrie sanken

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹

¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Statistik

die Inlandaufträge im Vorjahresvergleich um 2% und jene aus dem Ausland um 8%. Die gedämpfte Auftragsentwicklung wirkte sich auch auf deren Bestände aus; diese lagen zwar gemäss der KOF-Konjunkturumfrage im ersten Quartal immer noch leicht über dem Vorjahresniveau, unterschritten es aber im Verlaufe des zweiten Quartals deutlich. Bei jenen Unternehmen, die auf Lager produzieren können, stiegen die Bestände an Fertigprodukten zum Teil etwas an. Sowohl Auftragsbestände als auch Fertigproduktelager werden deshalb zurzeit als ungünstiger beurteilt als im vergangenen Jahr.

Privater Konsum

Der private Konsum nahm im ersten Quartal saisonbereinigt weiter zu und lag um 3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Der kräftige Anstieg der realen Detailhandelsumsätze (+5,8%) und der Konsumgüterimporte (+14,7%) im zweiten Quartal deutet auf eine fortgesetzte Ausgabenfreudigkeit der Haushalte hin. Gemäss der monatlichen Umfrage der KOF im Detailhandel sind denn auch die Verkaufserwartungen für das dritte Quartal optimistisch.

Die Zahl der Übernachtungen inländischer Gäste in den Hotelbetrieben lag im zweiten Quartal um 3,2% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Neben Kalendereinflüssen – die Osterfeiertage fielen anders als im Vorjahr ins erste Quartal – dürfte die Verlagerung zu vermehrten Ferienaufenthalten im Ausland, die durch den Anstieg des Frankenurses begünstigt wurden, für den Rückgang des inländischen Tourismus verantwortlich sein.

Neben anderen Gründen führte auch die Höherbewertung des Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar zu einem markanten Rückgang des Besucherstroms aus den Vereinigten Staaten. Im zweiten Quartal lag die Zahl der amerikanischen Gäste um 40% tiefer als vor Jahresfrist. Mit einem Anteil von rund einem Fünftel stellten sie hinter den Gästen aus der Bundesrepublik Deutschland jedoch immer noch die zweitgrösste Besuchergruppe dar. Insgesamt wurde in den Hotelbetrieben ein Frequenzrückgang der ausländischen Gäste um 12,2% verzeichnet.

Investitionen

Im Gegensatz zum privaten Konsum schwächte sich die Investitionstätigkeit auf saisonbereinigter Basis gegenüber dem Vorquartal ab. Zum Rückgang trugen sowohl tiefere Bauinvestitionen als auch eine Abnahme der bis dahin kräftig expandierenden Ausrüstungsinvestitionen bei. Insgesamt lagen die Anlageinvestitionen noch um 3,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Abschwächung der Investitionstätigkeit im Ausrüstungsbereich dürfte vorübergehender Natur sein. Im zweiten Quartal stiegen die Investitionsgüterimporte wiederum kräftig (+17,3%), und der inländische Auftragseingang in der Maschinen- und Metallindustrie nahm ebenfalls zu.

Der Bausektor wird weiterhin durch widersprüchliche Tendenzen geprägt. Die Abnahme des Auftragseingangs im ersten Quartal und der Bauvorhaben für das zweite Quartal deuten auf eine Stagnation im Wohnungsbau hin. Hingegen lagen die Aufträge im Gewerbe- und Industriebau im ersten Quartal um 12% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, und die für die Monate April bis Juni gemeldeten Bauvorhaben zeigen vorderhand keine Trendwende an.

Die Ergebnisse der jährlich im Frühling vom Bundesamt für Konjunkturfragen (BfK) durchgeführten Bauerhebung bestätigen die im Vergleich zu anderen Aufschwungsphasen gedämpfte Entwicklung im Bausektor. Im Jahre 1985 wuchsen die Bauinvestitionen mit real 2% deutlich langsa-

mer als das Bruttoinlandprodukt (+4%). Während die Bauinvestitionen der öffentlichen Hand sanken (-4%) und der Wohnungsbau (inkl. Renovationen) nur leicht zunahm, stiegen die gewerblich-industriellen Bauinvestitionen um beinahe 10%. Gemäss der Umfrage des BfK wird sich dieses Muster im laufenden Jahr eher noch akzentuieren. Die Nachfrage nach Umbau- und Renovationsarbeiten dürfte auch inskünftig stärker als jene nach Neubauten steigen. Dies stellt das stark neubauorientierte und mit Überkapazitäten belastete Bauhauptgewerbe vor Anpassungsprobleme.

Aussenhandel und Bilanz der laufenden Transaktionen

Die schweizerischen Ausfuhren wuchsen im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr um real 3,3%. Gleichzeitig stiegen die Preise der ausgeführten Güter um 1%. Die grössten realen Zuwachsraten wiesen wie im Vorquartal die Investitionsgüter mit 7,3% aus, vor den Rohstoffen und Halbfabrikaten mit 3%, während die Konsumgüterexporte weiterhin rückläufig waren (-1,1%). Das überdurchschnittlich hohe Wachstum der Investitionsgüterexporte kam vor allem der Maschinen- und Apparateindustrie zugute. Während bei der chemischen Industrie das Wachstum stagnierte, war die Ausfuhr von Nahrungs- und Genussmitteln gegenüber dem Vorjahr real rückläufig.

Nach Wirtschaftsräumen gegliedert erhöhte sich

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1982	1983	1984	1985	1985				1986	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Import von Investitionsgütern, real	- 5,8	7,3	3,6	8,7	4,1	12,4	10,4	13,8	13,1	17,3
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	- 3,6	7,2	- 6,4	- 15,0	- 24,4	- 19,9	11,8	- 22,8	- 4,0	16,4
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	6,7	- 5,7	6,9	- 2,3	- 5,6	- 18,1	- 0,3	13,6	1,3	8,9
Geplante industrielle Bauten ¹										
Raumvolumen	- 22,5	17,4	- 8,0	34,4	6,4	55,9	- 7,7	96,4	29,5	20,6
Anzahl Projekte	16,3	11,8	31,5	12,6	7,9	24,4	2,2	16,5	12,9	- 3,7

¹ Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1982	1983	1984	1985a)	1985a)				1986a)	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Reale Ausfuhr	-4,4	0,0	6,4	9,1	7,4	15,5	7,7	6,4	0,9	3,3
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-3,3	6,5	9,8	7,9	7,3	12,2	8,5	4,1	-0,4	3,0
Investitionsgüter	-4,6	-4,0	3,1	10,7	3,7	18,1	12,1	10,4	5,7	7,3
Konsumgüter	-5,4	-2,7	6,4	8,8	12,6	16,6	1,9	4,3	-2,5	-1,1
Ausfuhrpreise	5,2	2,4	4,5	1,9	3,9	0,8	2,2	0,8	0,4	1,0
Reale Einfuhr	-1,8	4,8	7,3	5,2	2,7	7,1	7,7	4,5	6,1	11,9
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-3,4	4,9	10,1	7,6	7,4	10,7	7,9	4,6	0,8	6,7
Investitionsgüter	-5,9	7,3	3,6	8,7	4,1	12,4	10,4	13,7	13,1	17,3
Konsumgüter	3,0	1,0	9,6	2,5	1,8	4,9	3,8	0,8	5,4	14,7
Einfuhrpreise	-1,1	-0,8	4,0	4,7	7,3	8,2	1,1	0,9	-6,0	-10,1

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)

	1982	1983	1984r)	1985a)	1985a)				1986*)	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Warenexporte	55,0	55,8	62,9	69,1	16,6	17,7	16,2	18,6	16,6	18,1
Spezialhandel	52,7	53,7	60,7	66,6	16,0	17,1	15,6	18,0	16,0	17,5
Übrige Warenexporte ²	2,3	2,1	2,3	2,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Dienstleistungsexporte	14,6	16,0	17,6	20,0	4,9	4,9	6,2	4,1	5,5	4,8
Faktoreinkommen aus dem Ausland ³	24,3	23,4	27,7	28,7	7,4	7,3	7,1	6,9	7,1	6,9
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	1,7	2,0	2,2	2,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Total Einnahmen	95,5	97,2	110,4	120,2	29,5	30,4	30,1	30,2	29,8	30,5
Warenimporte	60,7	63,6	71,9	77,8	19,1	20,0	18,8	19,9	19,1	19,9
Spezialhandel	58,1	61,1	69,0	74,8	18,4	19,3	18,1	19,0	18,3	19,2
Übrige Warenimporte ²	2,6	2,6	2,9	3,0	0,7	0,7	0,7	0,9	0,8	0,7
Dienstleistungsimporte	8,0	8,2	9,2	10,2	1,5	2,6	4,0	2,0	1,6	2,7
Faktoreinkommen an das Ausland ³	15,1	13,4	14,9	15,0	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	3,7	3,9	4,1	4,5	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2
Total Ausgaben	87,5	89,1	100,2	107,4	25,4	27,6	27,7	26,8	25,6	27,7
Saldo der laufenden Transaktionen	8,0	8,1	10,2	12,8	4,1	2,9	2,4	3,4	4,3	2,8

a) provisorisch

r) revidiert

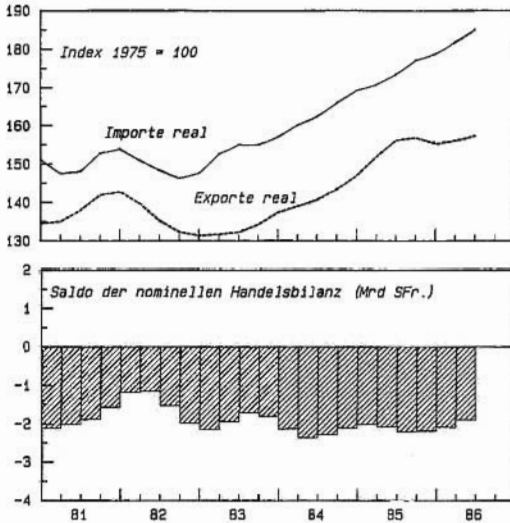
*) vorläufige Schätzung

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

im zweiten Quartal die wertmässige Ausfuhr nach der Bundesrepublik Deutschland und Frankreich gegenüber dem Vorjahr besonders stark. Hingegen verminderte sich wie im Vor-

quartal die Ausfuhr in die Vereinigten Staaten, die jedoch nach wie vor den zweiten Platz als Abnehmer von Schweizer Waren einnehmen.

Grafik 11: Aussenhandel¹

¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

Die Güterimporte stiegen im zweiten Quartal stark an und lagen real um 11,9% über dem Vorjahresstand. Überdurchschnittlich stark nahm die reale Einfuhr von Investitionsgütern (17,3%) und Konsumgütern (14,7%) zu. Besonders ausgeprägt war der nominelle Zuwachs der Importe aus der Bundesrepublik Deutschland und Italien, während die Lieferungen aus den Vereinigten Staaten und den Entwicklungsländern rückläufig waren.

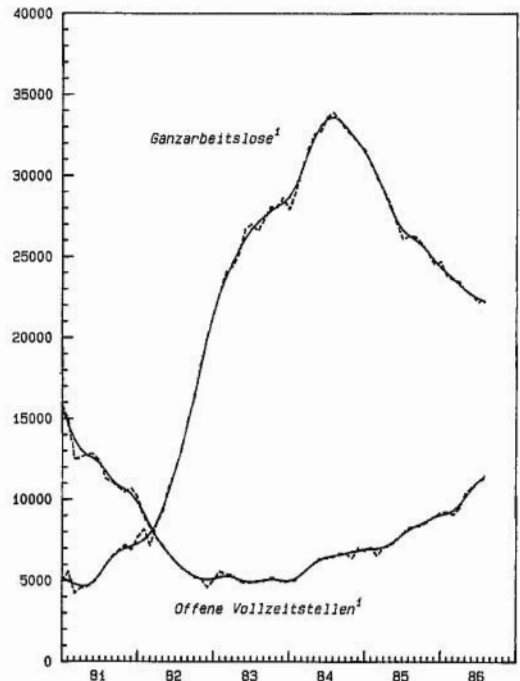
Dank einer Verbesserung des Verhältnisses der Exportpreise zu den Importpreisen nahm das Handelsbilanzdefizit trotz der sprunghaften Ausweitung der realen Importe innert Jahresfrist von 2,2 Mrd. Franken auf 1,6 Mrd. Franken im zweiten Quartal 1986 ab.

Der Überschuss der Bilanz der laufenden Transaktionen (Ertragsbilanz) verminderte sich gegenüber dem Vorjahresquartal geringfügig auf 2,8 Mrd. Franken. Wie im ersten Quartal 1986 war der Aktivsaldo bei den Kapitalerträgen rückläufig, doch verringerte sich gleichzeitig auch der Fehlbetrag im Warenverkehr im zweiten Quartal auf 1,8 Mrd. Franken, gegenüber 2,3 Mrd. im Vorjahr.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Nach einer vorübergehenden Abschwächung im ersten Quartal 1986 setzte sich das Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal beschleunigt fort. Insgesamt lag die Zahl der Beschäftigten um 1,0% über dem entsprechenden Vorjahresstand, wobei sie in der Industrie etwas stärker zunahm als im Dienstleistungssektor. Am stärksten expandierte die Beschäftigung wiederum in der Maschinen- und Apparateindustrie, gefolgt von der Metallindustrie und der Chemie. Im Bauhauptgewerbe wurde der Personalbestand erneut leicht abgebaut.

Der Anstieg der Beschäftigung führte zu einem weiteren Rückgang der Zahl der Arbeitslosen; ihr Anteil an der erwerbsfähigen Bevölkerung betrug im Juli 0,7%. Gleichzeitig nahm die Zahl der offenen Stellen stark zu; sie lag im zweiten Quartal um 43% über dem Stand vor Jahresfrist.

Grafik 12: Arbeitsmarkt

¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt
(Nicht saisonbereinigt)

	1982	1983	1984	1985	1985		1986				
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
Index der Beschäftigten ¹	-1,1 ²	-1,3	-0,4	0,8	1,0	0,9	1,0	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{3, 4}	0,4	0,8	1,0	0,9	0,8	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
Ganzarbeitslose ⁴	13 220	26 288	32 061	27 025	24 763	26 948	22 142	23 750	22 243	20 434	20 103
Kurzarbeiter ⁴	36 611	48 930	11 232	2 133	1 604	2 144	1 290	1 285	1 303	1 281	698
Offene Vollzeitstellen ⁴	6 352	5 084	6 269	7 898	8 327	9 256	11 068	10 568	11 034	11 602	11 609

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Verhältnis von Ganzarbeitslosen zur erwerbstätigen Wohnbevölkerung von 1980 in Prozent

⁴ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatsendwerten

Quelle: Die Volkswirtschaft, BIGA

Gemäss der Umfrage der Biga sind die Beschäftigungsaussichten für das dritte Quartal günstig. In vielen Branchen des Industrie- und Dienstleistungssektors herrscht nach wie vor ein ausgeprägter Mangel an qualifizierten Arbeitskräften.

Preise und Löhne

Im zweiten Quartal 1986 betrug die Jahresteuerrate noch 0,8%. Dabei stiegen die Inlandgüterpreise um 2,8%, während die Auslandgüterpreise um 4,1% sanken. Im Juli übertraf der Index der Konsumentenpreise seinen Vorjahreswert nur noch um 0,5%. Die Grosshandelspreise

lagen im Juni um 4,2% unter ihrem Vorjahresstand. Dieser Rückgang widerspiegelt hauptsächlich die Verbilligung der Energieträger und Hilfsstoffe (-16,6%). Da diese Güter vornehmlich importiert werden, ergab sich eine starke Verminderung der Importwarenpreise (-11,1%), während die Preise der Inlandwaren nur leicht sanken (-1,3%).

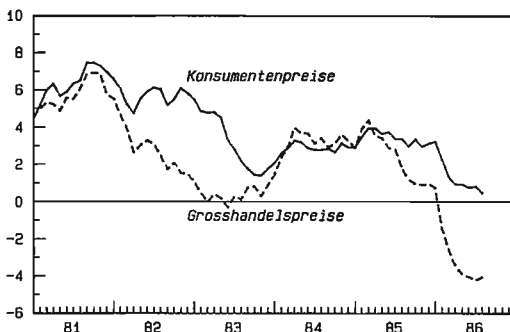
Die Löhne lagen im zweiten Quartal 1986 um 3,1% über dem Vorjahresniveau. Gemessen am Konsumentenpreisindex betrug der Reallohnzuwachs 2,3%.

3. Der monetäre Bereich

Geldmengenaggregate

Im zweiten Quartal erhöhte sich die bereinigte Notenbankgeldmenge, verglichen mit dem entsprechenden Vorjahresquartal, um 1,9%. In der ersten Jahreshälfte 1986 betrug das Geldmengenwachstum 1,7%. Der von der Nationalbank angestrebte Wert wurde damit erreicht. Wegen des Basiseffekts liegt das Ergebnis jedoch unter dem für das Jahr 1986 angestrebten Zielwert von 2%. Diese Abweichungen dürfen nicht als Zielunterschreitungen interpretiert werden. Da die Nationalbank eine möglichst kontinuierliche Ausweitung der bereinigten Notenbankgeldmenge anstrebt, werden interne monatliche Zielwerte ermittelt. Dabei werden saisonale Schwankun-

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

gen und statistische Sondereinflüsse berücksichtigt. Die aus den Zielwerten berechneten Jahreszuwachsrate ergeben im Jahresdurchschnitt das publizierte Geldmengenziel, brauchen diesem aber nicht Monat für Monat zu entsprechen.

Der Notenumlauf erhöhte sich im zweiten Quartal mit einer Jahresrate von 1% (1. Quartal 1986: 0,4%, 4. Quartal 1985: 0,3%). Im Verlaufe des zweiten Quartals trat als Folge der höheren Geld- und Kapitalmarktsätze eine Stagnation ein, die jedoch vorübergehend sein dürfte. Die bereinigten Giroguthaben stiegen im zweiten Quartal mit einer Jahreszuwachsrate von 4,7% (1. Quartal: 5,1%).

M_1 erhöhte sich im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 4,7%. Im Juni kam es als Folge der höheren Geldmarktsätze zu einer Beschleunigung des Wachstums des breiter gefassten Geldmengenaggregats M_2 auf 6,9%; die Jahreszuwachsrate im zweiten Quartal belief sich auf 5%. Das Wachstum von M_3 betrug im zweiten Quartal 6,3% gegenüber 5,7% im Vorquartal.

Finanzmärkte

Geldmarkt

Die Zinssätze am Geldmarkt stiegen im Durchschnitt der Monate Mai und Juni auf Grund der hohen Kreditnachfrage markant an und bildeten sich erst zu Beginn des zweiten Halbjahres wieder leicht zurück. Nachdem an mehreren Monatsenden verhältnismässig hohe Zinsen für Tagesgelder bezahlt worden waren, zogen auch die Zinssätze für Dreimonatsgelder an. Die Situation beruhigte sich wieder, als die Nationalbank die Banken im Juli mit rund 0,5 Mrd. Franken mehr Ultimoliquidität versorgte, vor allem in Form von frühzeitig auf den Ultimo abgeschlossenen Swaps mit Laufzeit von einem Monat.

Der Zinssatz für Dreimonatsdepots am Eurofrankenmarkt betrug in den Monaten Mai, Juni und Juli 4 $\frac{3}{8}$ %, 5% bzw. 4 $\frac{7}{8}$ %. Gleichzeitig verminderte sich die Zinsdifferenz zu den Eurodollaranlagen um rund 1 Prozentpunkt auf 1 $\frac{1}{2}$ %, während die Verzinsung von D-Mark-Anlagen zwischen Mitte Mai und Ende Juli vorübergehend sogar unter jener vergleichbarer Anlagen am Eurofrankenmarkt lag. Parallel zur Entwicklung am Eurofrankenmarkt erhöhten die Grossbanken ihre Festgeldsätze zwischen Anfang Mai und Ende Juli von 3 $\frac{1}{4}$ % auf 4 $\frac{1}{2}$ %. Im Juli und August

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
1982	22 064	0,7	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,2	7549	6,5	593	29 730	3,6
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
1985 2. Q.	23 520	1,8	7954	6,7	612	30 862	2,7
1985 3. Q.	23 263	0,6	8000	4,8	478	30 785	2,1
1985 4. Q.	23 883	0,3	8554	2,4	628	31 809	1,5
1986 1. Q.	23 921	0,4	8088	3,0	449	31 560	1,5
1986 2. Q.	23 759	1,0	8022	0,9	334	31 446	1,9
1986 April	23 797	0,9	7936	- 1,1	257	31 476	1,8
1986 Mai	23 778	1,2	7882	- 0,2	239	31 421	2,0
1986 Juni	23 702	1,0	8247	3,9	507	31 442	1,9
1986 Juli	23 769	1,3	8192	3,1	579	31 382	2,2
1986 August	23 488	1,5	7934	1,4	209	31 213	1,6

¹ Durchschnitt aus Monatswerten, in Mio. Franken

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

³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben - Ultimokredite

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,7	5,6	6,2
1985 ²	0,0	7,4	4,9
1985 1. Q. ²	- 0,5	7,1	5,0
1985 2. Q. ²	- 1,0	8,6	5,0
1985 3. Q. ²	0,3	7,2	4,4
1985 4. Q. ²	1,5	6,4	5,1
1986 1. Q. ²	3,7	4,9	5,7
1986 2. Q. ²	4,7	5,0	6,3
1986 April ²	5,5	4,5	6,1
1986 Mai ²	3,6	3,7	5,9
1986 Juni ²	5,0	6,9	7,0
1986 Juli ²	4,1	8,3	7,7

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

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

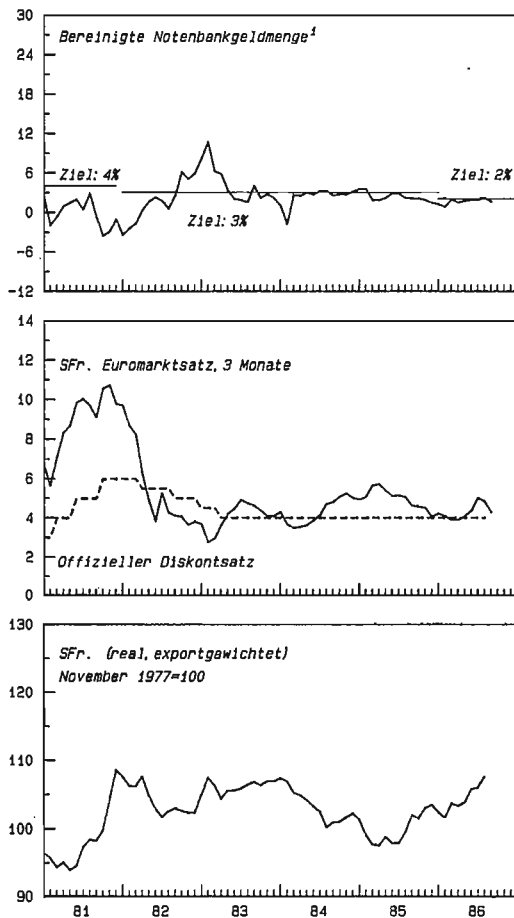
erfolgte in drei Schritten eine Reduktion auf 3¼% für alle Laufzeiten von 3–12 Monaten.

Die Giro Guthaben der Banken bei der SNB betragen im Durchschnitt der Monate Mai bis Juli 8,1 Mrd. Franken und lagen damit um 2,3% über dem Stand vor Jahresfrist. An den Monatsenden übertrafen sie ihren Vorjahreswert im Mai um 6,4%, im Juni um 5,4% und im Juli um 10,4%.

Devisenmarkt

Die Talfahrt des Dollars setzte sich in abgeschwächter Form in den Monaten Mai bis August fort. Zum erstenmal seit fünfzehn Jahren lag der amerikanische Dollar unter Fr. 1.70. Im Gegensatz zum Dollar stagnierte der japanische Yen in den Monaten Mai bis August und lag im Durchschnitt leicht über dem Kurs der Vorjahresperiode. In der gleichen Periode wertete sich die D-Mark gegenüber dem Schweizer Franken leicht ab und notierte Ende Juli knapp über

Grafik 14: Schweiz



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

80 Rappen. Während der französische Franken und die italienische Lira gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode praktisch unverändert blieben, gab das Pfund Sterling merklich nach und lag im Mittel rund 50 Rappen unter dem Vorjahreswert.

Der reale Frankenkurs lag im zweiten Quartal gegenüber allen wichtigen Währungen ausser dem Yen über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Besonders stark war die Aufwertung gegenüber dem amerikanischen Dollar (38,9%)

und dem englischen Pfund (13,9%). Der exportgewichtete reale Aussenwert des Frankens erhöhte sich um 7,2%.

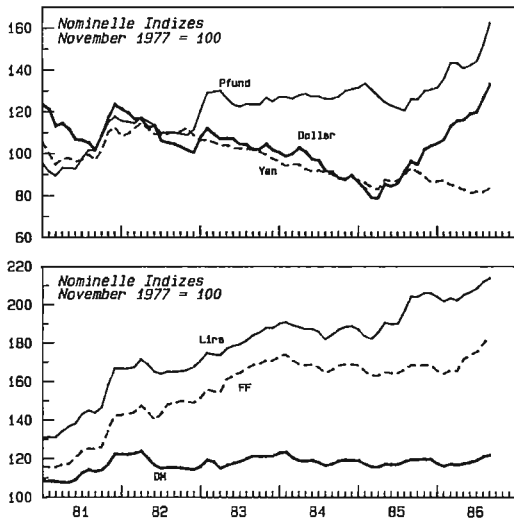
Kapitalmarkt

Der Anstieg der Zinssätze am Geldmarkt wirkte sich abgeschwächt auch auf den Kapitalmarkt aus. Nachdem verschiedene Anleihen im Monat Juni einen Zeichnungsmisserfolg erlitten hatten, wurden die Konditionen an die Marktverhältnisse angepasst. Die Coupons von Obligationenanleihen erstklassiger Schuldner der öffentlichen Hand brachten danach 4½%.

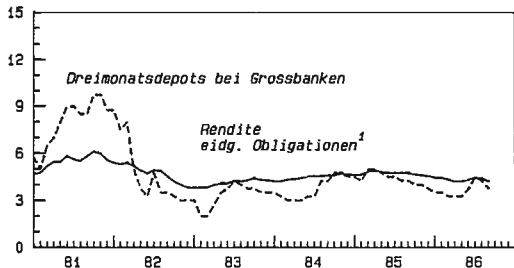
Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen (berechnet unter Berücksichtigung der Kündigung) stieg von 4,16% Mitte März (Jahrestiefstand) auf 4,48% Mitte Juni und bildete sich bis Ende Juli wieder um rund ¼ Prozentpunkt zurück.

Im Juni erhöhten die meisten Banken ihre Zinssätze auf Kassenobligationen mit kurzen Laufzeiten um ¼ Prozentpunkt. Die von den Kantonalbanken angewendeten Zinssätze lauteten damit auf 4½% für 3- bis 6jährige und 4¾% für 7-

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

bis 8jährige Kassascheine. Die Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch öffentliche Emissionen von Anleihen betrug im zweiten Quartal (ohne Konversionen) 10 Mrd. Franken (2. Quartal 1985: 4,7 Mrd.). Gleichzeitig wurden 2,7 Mrd. (1,9 Mrd.) an den Kapitalmarkt zurückbezahlt, so dass die Nettobeanspruchung rund 7,3 Mrd. betrug. Gemessen an der Nettoanspruchung belief sich der Anteil der Emissionen inländischer Schuldner auf 28%.

Die Geldaufnahme durch Obligationen wird zurzeit teilweise durch Aktienemissionen ersetzt. Im zweiten Quartal betrug das Emissionsvolumen bei den Aktien rund 3,7 Mrd. Franken, was einer Verdreifachung gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode entspricht.

Kapitalexport

Im zweiten Quartal 1986 stiegen die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte gegenüber dem Vorjahresquartal um 39% auf 13,9 Mrd. Franken. Das Volumen der bewilligten Kapitalexporte wird um rund 0,9 Mrd. überhöht ausgewiesen, da ab Juni 1986 auch die mit publiziertem Prospektauszug angekündigten (bzw. anzukündigenden) Anleihen mit Datum der Bewilligung und nicht wie bisher des Zeichnungsschlusses erfasst werden. Unter Ausklammerung dieser Geschäfte beträgt der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr 30%, während gegenüber dem ersten Quartal 1986 eine Abnahme um 8% zu

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Notes	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8	20 684,6	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	11 150,4	19 337,3	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	17 265,2	19 134,9	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1984 4. Q.	2 958,3	4 169,0	1 824,5	239,8	9 191,6
1985 1. Q.	3 902,1	5 514,5	1 768,9	311,1	11 496,6
1985 2. Q.	2 744,2	4 406,2	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3. Q.	4 086,7	3 664,2	2 274,9	296,2	10 322,0
1985 4. Q.	6 532,2	5 550,0	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1. Q. ²	6 706,5	5 708,3	1 145,1	534,7	14 094,6
1986 2. Q. ^{2,3}	11 516,8	—	1 961,4	448,1	13 926,3

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen

² provisorisch

³ ab Juni 1986 fällt die Unterscheidung zwischen Anleihen und Notes weg, vgl. Quartalsheft Nr. 2, Juni 1986, S. 137 und Monatsbericht Juli 1986, Nr. 7

verzeichnen ist. Der Anteil der Kredite am gesamten Kapitalexport fiel von 28% des Vorjahresquartals auf 17% im Berichtsquartal.

Während zunehmende Unsicherheit über die Zins- und Wechselkursentwicklung, wenig attraktive Ausgangsbedingungen für Währungsswaps sowie ein erhebliches Volumen nicht platzierter Titel im Mai die Emissionsstätigkeit deutlich dämpften, nahm das bewilligte Emissionsvolumen im Juni wieder leicht zu. Im zweiten Quartal wurde erstmals eine Doppelwährungsanleihe bewilligt, die in kanadischen Dollars rückzahlbar ist. Bei den eigenkapitalbezogenen Emissionen zeichnet sich eine Verlagerung von den Wandel- zu den Optionsanleihen ab.

Der Anteil der Industrieländer am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport stieg auf 86% (1985: 80%). Der Anteil Japans fiel von 30% im ersten Quartal auf 23%, wobei 63% der Emissionen japanischer Schuldner eigenkapitalbezogen waren. 24% der Kapitalexporte entfielen auf Schuldner in den Vereinigten Staaten, gegenüber 25% im ersten Quartal. Die Beanspruchung des Marktes durch Entwicklungsländer stagnierte auf dem Niveau des Vorjahres von durchschnittlich 5%. Osteuropäische Staatshandelsländer sowie OPEC-Schuldner beanspruchten 2 bzw. 3%. Die restlichen 4% gingen an multilaterale Entwicklungsbanken.

Bankbilanzen und Kredite

Die Entwicklung der Bankbilanzen wurde im zweiten Quartal von der weiterhin positiven Konjunktur- und einer Versteifung der Geldmarktsätze geprägt. Die Bilanzsumme (ohne Edelmetallkonti) der 71 Banken lag Ende Juni um 8,1% über dem Vorjahresstand, gegenüber 7,1% Ende März. Die Beschleunigung ist auf der Aktivseite vor allem den Anlagen bei anderen Banken und den teils unfreiwillig nicht platzierten Wertpapieren aus dem Emissionsgeschäft zuzuschreiben. Auffallend hohe Jahreszuwachsrate wiesen Ende Juni trotz hohem Dollaranteil nach wie vor die Interbankenpositionen auf (Bankendebitoren: +10,2%, Bankenkreditoren: +15,7%). Die Ausweitung des Interbankengeschäfts wurde den Banken unter anderem durch den erweiterten Eigenmittelspielraum als Folge des Dollarkursrückgangs ermöglicht.

Die positive Konjunktur- und Geldentwicklung widerspiegelt sich in dem immer noch hohen Wachstum der inländischen Kredite, das seit Jahresbeginn rund 10% beträgt. Das Jahreswachstum der kommerziellen Frankenkredite betrug Ende Juni 13,4% und jenes der Hypotheken 9,5%. Die Auslandskredite liegen vor allem wechselkursbedingt weiterhin unter dem Vorjahresniveau (Ende Juni: -6,7%), wobei aber auch die ausländischen Frankenkredite den Vorjahresstand nicht erreichten (-0,9%). Die von ausländischen Nichtbanken be-

anspruchten Frankenkredite verzeichnen seit 1982 keinen Zuwachs mehr.

Im Frankenbereich konzentrierte sich der Zufluss vor allem auf die Kreditoren, wobei besonders die Kreditoren auf Zeit wegen der mehrmaligen Zinssatzerhöhungen massiv zunahm. Demgegenüber reduzierte sich bei unverändertem Zinssatz der Spargeldbestand. Die Kassenobligationen nahmen nach der starken Ausweitung im Vorquartal nur noch wenig zu, obwohl die Sätze angehoben wurden. Frankeneinlagen aus dem Ausland stagnieren seit rund drei Jahren und erreichten Ende Juni 1986 bei den 71 Banken den Stand von 19,6 Mrd. (Höchststand Ende März 1983: 20,2 Mrd.), was lediglich 7% der gesamten Frankeneinlagen ausmacht. Hingegen betrug das Jahreswachstum der Frankeneinlagen aller Nichtbanken Ende Juni 9,1% (Ende März: 7,8%),

was beinahe jenem für Frankenkredite entspricht (9,2%). Die Fremdwährungseinlagen notieren dollarkursbedingt unter dem Vorjahresniveau (Ende Juni: -7,1%). Ein weiterhin starkes Wachstum verzeichnen die Fremdgeldaufnahmen auf dem Kapitalmarkt (Obligationenanleihen, Pfandbriefdarlehen).

Der Bestand von Treuhandgeschäften nahm im zweiten Quartal weiter ab. Das Treuhandgeschäft der 71 Banken besteht zu vier Fünfteln aus Fremdwährungen. Gegenüber dem Vorjahresmonat ergab sich Ende Juni eine Abnahme um 16,6%, wobei die Fremdwährungen wechselkursbedingt um 20,4% unter und die Frankentransaktionen um 4,2% über dem Vorjahr lagen. Bei Annahme eines unveränderten Dollarkurses würde das treuhänderische Fremdwährungsgeschäft knapp über dem Vorjahresstand liegen.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 5 septembre 1986*

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

1. Aperçu

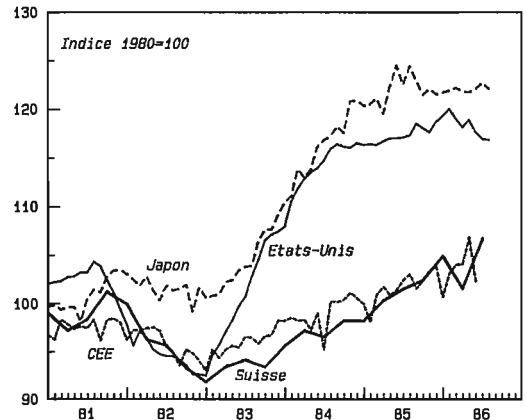
Evolution de la conjoncture

Des tendances divergentes ont marqué l'évolution de l'économie mondiale au deuxième trimestre de 1986. Le recul des investissements aux Etats-Unis et la baisse du volume des exportations de marchandises au Japon ont fortement freiné la croissance économique dans ces deux importants pays. En revanche, l'expansion en Europe a accéléré légèrement son rythme d'un trimestre à l'autre. Dans les pays en développement, la situation économique s'est détériorée et le problème de l'endettement international est devenu plus aigu.

La baisse des prix des matières premières – en particulier l'effondrement des cours du pétrole – a fait reculer l'inflation mondiale au deuxième trimestre. S'inscrivant à 2,6% en mai, le taux annuel de renchérissement dans la zone de l'OCDE est resté à son bas niveau du mois d'avril. Comme les matières premières sont cotées principalement en dollars, la dépréciation de la monnaie américaine a renforcé la baisse des prix en dehors de la zone dollar et contribué à la modération du renchérissement.

Au deuxième trimestre, l'emploi a continué sa progression dans les pays de l'OCDE, sans toutefois atteindre le rythme de croissance de la population active. Le taux de chômage s'inscrivait à 8,1% au mois d'avril dans la zone de l'OCDE, contre 7,9% en janvier.

Graphique 1: Production industrielle



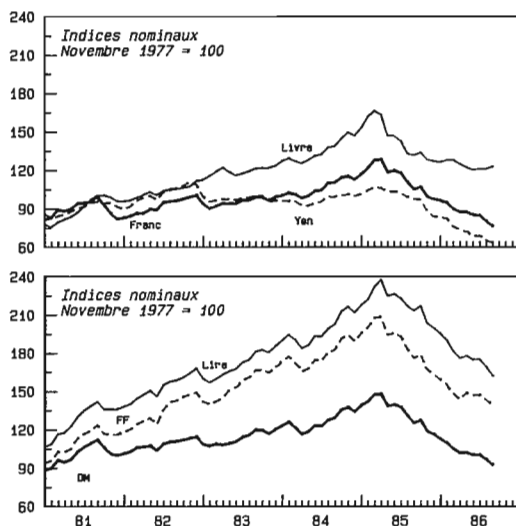
Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail

Politique économique

Dans les grands pays industrialisés, l'évolution n'a pas confirmé pour le moment les prévisions optimistes qui ont été faites pour l'année en cours. En réaction contre l'évolution économique plutôt décevante, les Etats-Unis et plusieurs autres pays ont assoupli leur politique monétaire. Aux Etats-Unis, il en est résulté une accélération de la croissance, déjà rapide, de la masse monétaire M_1 . Pour le moment, les autorités monétaires américaines ne sont pas inquiètes de cette tendance car elles ne s'attendent pas à une reprise sensible de l'inflation. Leur appréciation diffère de celle des banques centrales allemande et japonaise, qui ont renoncé à donner un cours plus expansionniste à leur politique monétaire pour éviter d'engendrer des risques accrus d'inflation. Ces deux instituts d'émission n'ont par conséquent pas réduit leurs taux directeurs. Les efforts poursuivis presque partout pour consolider les finances publiques donnent une coloration plutôt restrictive ou neutre à la politique budgétaire des pays industrialisés; sur ce plan,

* Le rapport, achevé à la mi-août, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de mai et de juillet 1986.

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



l'économie ne bénéficiera donc d'aucune impulsion.

Marchés des changes

La nette dépréciation du dollar américain vis-à-vis de toutes les principales autres monnaies a continué durant les mois de mai à août. En un an, les baisses les plus fortes ont été enregistrées face au yen, au franc suisse, au mark allemand, au franc français et à la lire italienne.

Du deuxième trimestre de 1985 à la période correspondante de l'année suivante, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, a fléchi de 20% en termes nominaux et de 21% en termes réels, alors que la valeur extérieure du yen s'élevait de 34% et de 32%. Les cours pondérés du franc suisse et du mark ont moins varié puisque la revalorisation du franc a été de 7% et celle du mark, de 5%.

Le 4 août, un nouvel ajustement a eu lieu au sein du Système monétaire européen, le dixième depuis l'entrée en vigueur du SME, au mois de mars 1979. Seule la livre irlandaise a été dévaluée de 8%, les autres monnaies restant inchan-

gées. Ce réalignement a été opéré à la demande de l'Irlande, dont la position concurrentielle vis-à-vis du Royaume-Uni était menacée par le recul de la livre sterling. Vu l'étroitesse des relations commerciales existant entre l'Irlande et le Royaume-Uni, aucun des autres pays participant au SME ne s'est opposé à cette dévaluation. L'absence de tension au sein du SME – durant la période examinée, les banques centrales n'ont pas eu à intervenir substantiellement – a facilité cette décision commune.

Le 12 mai 1986, la couronne norvégienne a été dévaluée de 9,2%, après avoir subi de fortes pressions durant deux mois. Pour le gouvernement norvégien, cette dévaluation s'explique entre autres par un déficit imprévu de la balance des transactions courantes – une conséquence de la baisse des prix pétroliers – et par une vive spéculation contre la couronne norvégienne.

Endettement international

Au premier semestre de 1986, la situation économique s'est dégradée dans la plupart des pays endettés, comme le montre notamment la rapide régression de leurs excédents commerciaux; ainsi, les pays en développement exportateurs de pétrole ont ressenti fortement les effets de la chute des prix pétroliers. Il en est résulté une aggravation du problème de l'endettement, aggravation qui a conduit les principaux pays créanciers et les autorités monétaires à définir une stratégie axée sur une plus grande souplesse et sur un renforcement des possibilités de croissance à moyen terme des pays en développement.

Le 22 juillet, le Fonds monétaire international et le gouvernement mexicain ont ébauché un accord qui montre que le Mexique entend réagir face à la rapide détérioration de sa situation économique. Se fondant sur une lettre d'intention, lettre par laquelle le ministre mexicain des finances a présenté un programme d'ajustement et de croissance économiques de trois ans, le Fonds monétaire a accepté de coordonner une aide financière de 12 milliards de dollars. Selon le projet du Fonds monétaire, la moitié environ de ce montant serait fournie par les banques

commerciales. En attendant la mise sur pied de cette aide, le Mexique peut bénéficier d'un crédit relais de 1,6 milliard de dollars. Les autorités monétaires américaines et un groupe de banques centrales y participent à concurrence de 1,1 milliard de dollars; la part de la Banque nationale s'élève à 30 millions de dollars, montant qui est garanti par la Confédération. Le solde de 0,5 milliard est fourni par des banques commerciales.

2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

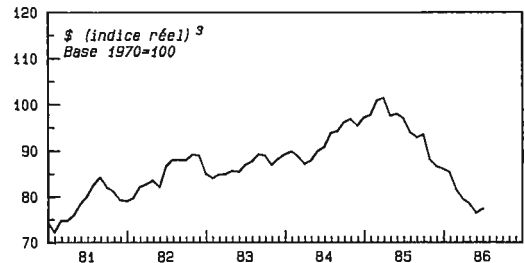
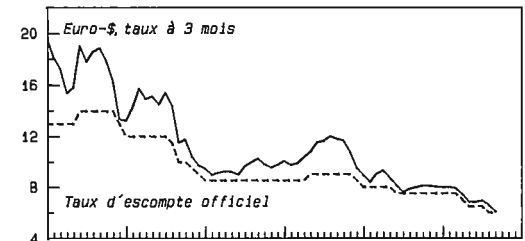
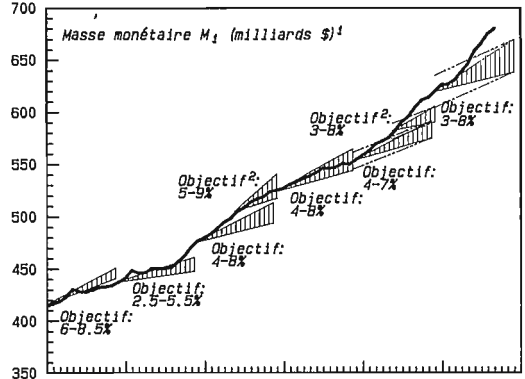
Etats-Unis

Au deuxième trimestre, la croissance économique s'est ralentie fortement aux Etats-Unis. En taux annualisés, l'expansion du *produit national brut réel* a passé de 3,8% au premier trimestre à 0,6% au trimestre suivant. La consommation privée est restée néanmoins vigoureuse, sa progression atteignant 6,5%. La croissance économique a cependant fléchi, étant donné que les exportations ont reculé de 5,6% et que la forte demande de consommation s'est traduite principalement par une hausse des importations et par une diminution des stocks. Après avoir stagné au premier trimestre, les importations se sont accrues en volume de 20,1% au deuxième trimestre, en données corrigées des variations saisonnières. Le déficit de la balance commerciale s'est creusé dans les échanges de biens industriels, mais aussi dans ceux de produits énergétiques et, fait nouveau, dans ceux de produits agricoles. Comme au premier trimestre, les investissements bruts ont diminué sous l'effet des perspectives économiques moins favorables; au deuxième trimestre, ils étaient de 2,6% inférieurs à leur niveau de la période précédente.

Du premier au deuxième trimestre, l'inflation a continué de décroître, le taux annuel de renchérissement passant de 3,1% à 1,6%. En juin toutefois, les prix à la consommation ont augmenté de 1% par rapport à mai.

Pour l'année budgétaire qui se terminera à fin septembre, le déficit des comptes de l'Etat atteindra probablement quelque 230 milliards de

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

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

dollars, soit un montant supérieur de plusieurs milliards à celui de l'exercice précédent. La loi Gramm-Rudman prévoyait initialement un excédent de dépenses ne dépassant pas 171,9 milliards de dollars.

Après être monté à 7,2% en mai, le taux de chômage a fléchi à 7% en juin. Au deuxième trimestre, 295 000 emplois ont été créés en moyenne par mois.

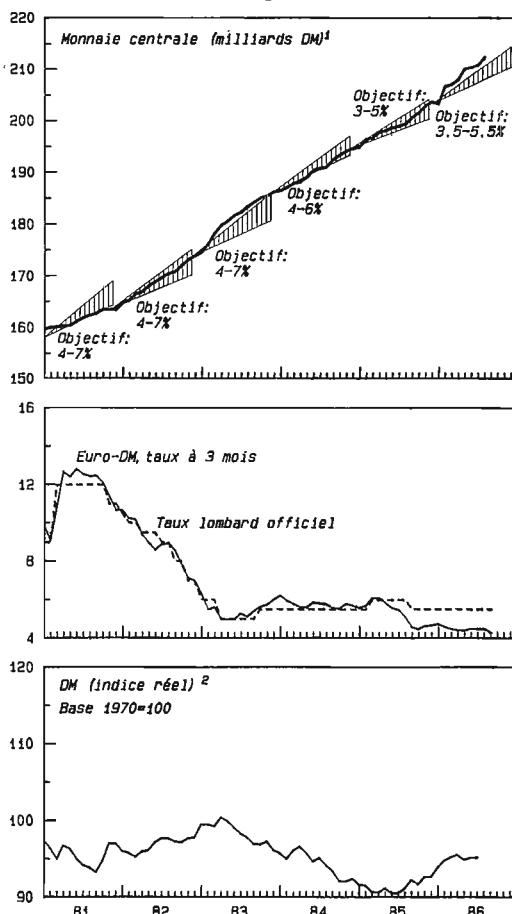
La croissance de la masse monétaire M_1 , qui avait atteint 8% au premier trimestre, s'est accélérée encore durant les mois suivants. En juin, elle dépassait de 5 points la limite supérieure de la fourchette de 3 à 8%, choisie comme objectif. En revanche, la masse monétaire M_2 a évolué conformément à son objectif, bien que son rythme d'expansion ait augmenté; au premier trimestre, elle s'était inscrite dans la partie inférieure de la fourchette de 6 à 9%. Quant à la masse monétaire M_3 , elle a progressé continuellement, comme au premier trimestre, tout en restant au milieu du corridor de 6 à 9%. Comme M_2 et M_3 ont augmenté conformément à leur objectif, le *Système de Réserve fédérale* ne s'est pas inquiété jusqu'à présent de la vigoureuse croissance de M_1 . Pour les autorités monétaires américaines, celle-ci s'explique par deux facteurs. Dans le domaine des avoirs à vue, les dépôts qui ne sont pas rémunérés et ceux dont la rémunération ne suit que partiellement l'évolution du marché ont fait l'objet d'une demande plus forte que prévu, après le recul des taux d'intérêt américains. En outre, la tendance croissante à rémunérer les avoirs à vue fait que les éléments entrant dans la composition de M_1 ne sont plus uniquement des moyens de paiement mais de plus en plus des instruments de placement.

Le taux officiel de l'escompte, qui avait été réduit à trois reprises déjà au cours de l'année, a été ramené de 6% à 5½% avec effet au 20 août. Un niveau aussi bas n'avait plus été observé depuis le mois de septembre 1977. Par cette baisse, les autorités monétaires entendent réagir face notamment à la croissance économique décevante aux Etats-Unis.

République fédérale d'Allemagne

Après une phase hésitante au début de l'année, la croissance de l'économie allemande a retrouvé de la vigueur au printemps. Selon de premières estimations, le *produit national brut réel* dépassait, au deuxième trimestre, de 3% la valeur observée un an auparavant, alors que le taux de croissance était de 1,6% au premier trimestre. Cette accélération s'explique avant tout par le dynamisme de la demande intérieure.

Graphique 4: République fédérale d'Allemagne



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

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

Les exportations ont en effet cessé de jouer le rôle de moteur principal de la conjoncture, rôle qu'elles avaient tenu au cours des deux dernières années.

Grâce à un essor dans le domaine des biens d'équipement, la production industrielle s'est accrue au deuxième trimestre d'environ 3% en taux annualisé. Une légère reprise semble se dessiner aussi dans la construction; la demande de logements est restée déprimée, mais les com-

mandes ont progressé légèrement au premier trimestre, tant pour des constructions industrielles et artisanales que dans le génie civil.

Selon la dernière enquête de l'institut de recherches conjoncturelles Ifo, de nombreuses entreprises ont révisé à la hausse les dépenses d'investissement prévues pour l'année en cours. En 1986, les investissements bruts dans l'industrie dépasseront probablement de 10%, en termes réels, leur niveau de 1985, année où ils avaient enregistré une hausse de 17%.

L'essor de la consommation privée continuera, comme le montre la vigoureuse augmentation du chiffre d'affaires du commerce de détail et, en particulier, des ventes de voitures. Depuis le début de l'année, elle est stimulée par la progression du revenu disponible des ménages et par le recul de l'inflation. Comme la consommation privée représente plus de 50% de la demande intérieure, elle est devenue vraisemblablement le principal soutien de la conjoncture.

Au deuxième trimestre, le commerce extérieur n'a été plus qu'un faible stimulant de la conjoncture. Par rapport à la période correspondante de 1985, les exportations n'ont varié ni en valeur ni en volume, alors que les prix des importations diminuaient. En l'espace d'un an, les importations ont fléchi de 9% en valeur, grâce en particulier à la chute des prix du pétrole et à la revalorisation du mark; en volume, elles ont progressé d'environ 10%. L'excédent de la balance commerciale ayant fortement augmenté, le solde actif de la balance courante a passé à 18,3 milliards de marks, contre 9,3 milliards au deuxième trimestre de 1985.

Grâce à une nouvelle amélioration de l'emploi, le taux de chômage a diminué de 9,2% au premier trimestre à 9% au deuxième. Cette amélioration est le signe que de nombreuses entreprises escomptent une évolution favorable de la conjoncture.

Le renchérissement a continué son mouvement de repli au deuxième trimestre. Depuis le mois d'avril, l'indice des prix à la consommation s'est inscrit à des niveaux inférieurs à ceux de 1985. En juillet, les prix à la consommation enregist-

traient une baisse de 0,5%, tant par rapport au mois précédent que vis-à-vis de juillet 1985.

Malgré un net ralentissement en mai et en juin, la croissance de la monnaie centrale dépassait encore, au début du troisième trimestre, l'objectif de 3½ à 5½% fixé par la *Banque fédérale d'Allemagne*. Le dépassement peut être attribué principalement à une augmentation très vigoureuse du numéraire en circulation. En dépit de l'accroissement relativement rapide de la monnaie centrale, la Banque fédérale d'Allemagne a renoncé à modifier le cours de sa politique, lors du réexamen semestriel de l'objectif monétaire.

Royaume-Uni

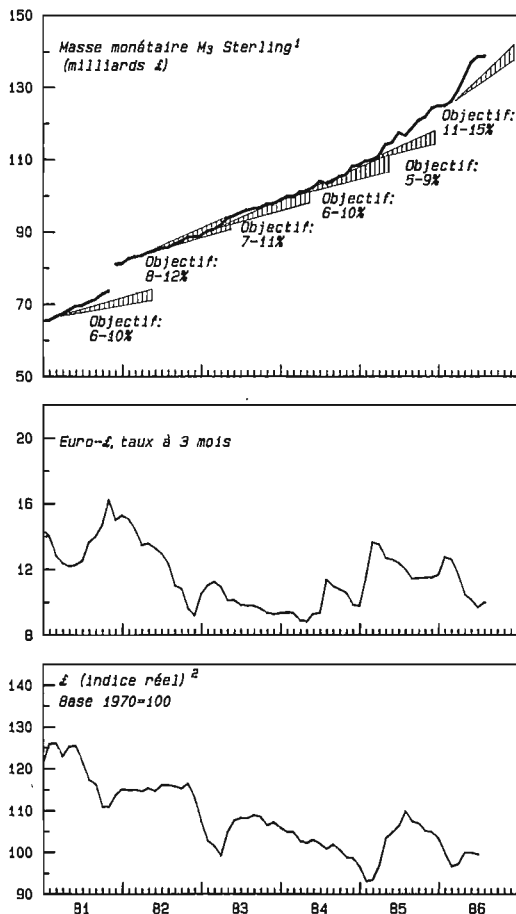
L'essor de la conjoncture s'est poursuivi au Royaume-Uni. Au premier trimestre, le *produit intérieur brut réel* a augmenté à un rythme annuel de 2,9%. Les investissements en biens d'équipement se sont accrus de 21,2%, enregistrant ainsi l'expansion relative la plus forte de toutes les composantes de la demande. Dans la construction de logements, les investissements privés ont par contre reculé de 18,4%. Au deuxième trimestre, la production s'est élevée de 7,4% dans l'industrie manufacturière et de 5,9% dans l'ensemble de l'industrie; en taux annuel, la progression du produit intérieur brut a fléchi à 2%.

Bien que l'évolution de la conjoncture ait été dans l'ensemble réjouissante, le nombre des chômeurs a augmenté et le taux de chômage a passé de 13,1% au premier trimestre à 13,3% en juin. L'emploi global a progressé légèrement, mais le nombre des personnes occupées dans l'industrie manufacturière a diminué.

La balance commerciale est restée déficitaire au deuxième trimestre. Mais le déficit de 1,6 milliard de livres, qui est dû à l'effondrement des prix pétroliers et à la baisse de la production pétrolière britannique, a été compensé par un excédent dans les services, de sorte que la balance des transactions courantes a enregistré un solde actif.

Au Royaume-Uni également, la baisse des prix

Graphique 5: Royaume-Uni



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

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

des matières premières a freiné le renchérissement. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel a reculé de 4,2% en mars à 2,5% en juin.

En juin, la masse monétaire M_3 sterling dépassait de 18,3% son niveau du même mois de l'année précédente. Sa croissance était par conséquent supérieure à la fourchette de 11 à 15%, fixée au printemps. Durant la même période, la base monétaire M_0 a augmenté de 3,1%, taux qui est conforme à l'objectif de 2 à 6%.

France

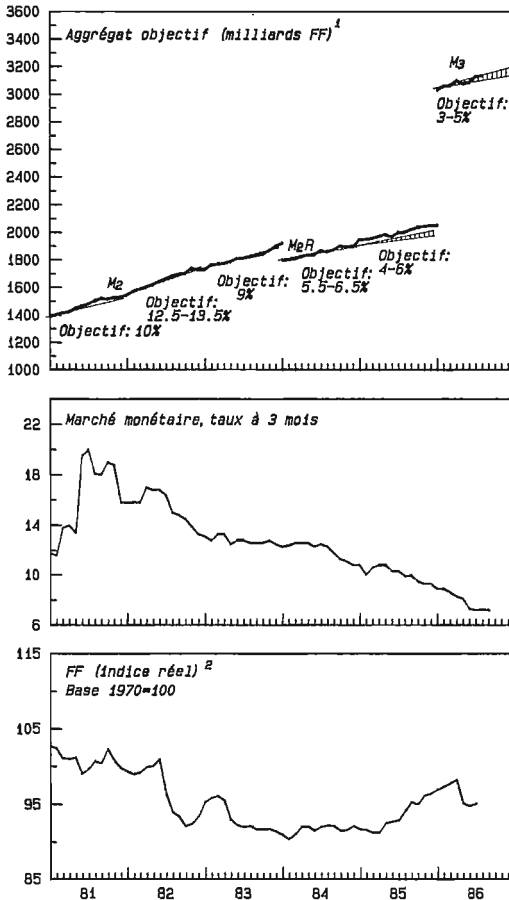
Au premier trimestre de 1986, l'activité économique a de nouveau ralenti en France. Par rapport à la période précédente, le *produit intérieur brut réel* a augmenté de 0,5% au quatrième trimestre de 1985 et de 0,1% au premier trimestre de cette année. Cependant, sa croissance face aux trois premiers mois de 1985 a été encore de 2,3%. L'affaiblissement s'explique par un recul de la demande étrangère, par une hausse des importations et par une réduction des stocks. D'un trimestre à l'autre, la progression de la demande des ménages a fléchi de 1,1% au premier trimestre de 1985 à 0,8% un an plus tard. Les investissements des entreprises se sont élevés de 3% au premier trimestre alors qu'une stagnation avait été observée au quatrième trimestre.

La croissance de la demande intérieure s'est raffermie au deuxième trimestre. Les dépenses des consommateurs ont augmenté vigoureusement dans des domaines tels les automobiles et les appareils électroniques. La baisse des coûts des produits énergétiques et la fixation de nouvelles parités monétaires ont accru les bénéfices des entreprises, de sorte que l'on peut s'attendre à une évolution favorable des investissements.

La chute des prix pétroliers a réduit le déficit de la balance commerciale; en données corrigées des variations saisonnières, il a passé de 14,9 milliards de francs français au premier trimestre de 1985 à 3,5 milliards pour les trois premiers mois de 1986. La balance des services s'étant elle aussi améliorée, le solde actif des transactions courantes a atteint 7 milliards de francs français en données corrigées des variations saisonnières, contre 6,3 milliards au premier trimestre de 1985. Au deuxième trimestre cependant, l'excédent dans les échanges de produits agricoles et de biens industriels a fléchi, de sorte que le déficit de la balance commerciale s'est élevé à 8,6 milliards de francs français, en données corrigées des variations saisonnières.

L'inflation a faibli nettement depuis le début de l'année. Les prix à la consommation ont augmenté de 0,1% de juin à juillet. Quant au taux annuel de renchérissement, il a reculé de 6,1% en juillet 1985 à 2% un an plus tard.

Graphique 6: France



¹ Données cvs; $M_2R = M_2$ moins les dépôts en banque de non-résidents; objectifs 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: Banque de France)

Le taux de chômage a augmenté au deuxième trimestre. Il s'inscrivait à 10,5% au mois de juin.

Le programme mis sur pied par le gouvernement pour promouvoir l'emploi et la formation est entré en vigueur à la mi-juillet; il allège les charges sociales des employeurs qui engagent des jeunes de moins de 25 ans. Au début du mois de juin, l'Assemblée nationale a adopté de nou-

velles dispositions régissant les licenciements pour des motifs économiques. En outre, la loi sur les privatisations a été votée au début du mois d'août. Elle prévoit le retour en mains privées, au cours des cinq prochaines années, de 65 entreprises nationalisées, parmi lesquelles figurent 38 banques.

Aux mois de mai et de juillet, le gouvernement a adopté des textes libéralisant davantage les marchés des capitaux et des changes. Il a supprimé les dispositions qui restreignaient les achats à terme de devises et allongé à trois mois le délai dans lequel les sociétés doivent convertir en francs le produit de leurs exportations. Il a abrogé également les dispositions réglementant l'achat de titres libellés en monnaies étrangères.

Le recul de l'inflation a entraîné les taux d'intérêt à court terme dans son sillage. Ce repli des rémunérations a coïncidé avec la réduction, par étapes, du taux d'intervention de la Banque de France sur le marché monétaire. Le taux d'intervention a passé de 8,75% en février à 7% en juin.

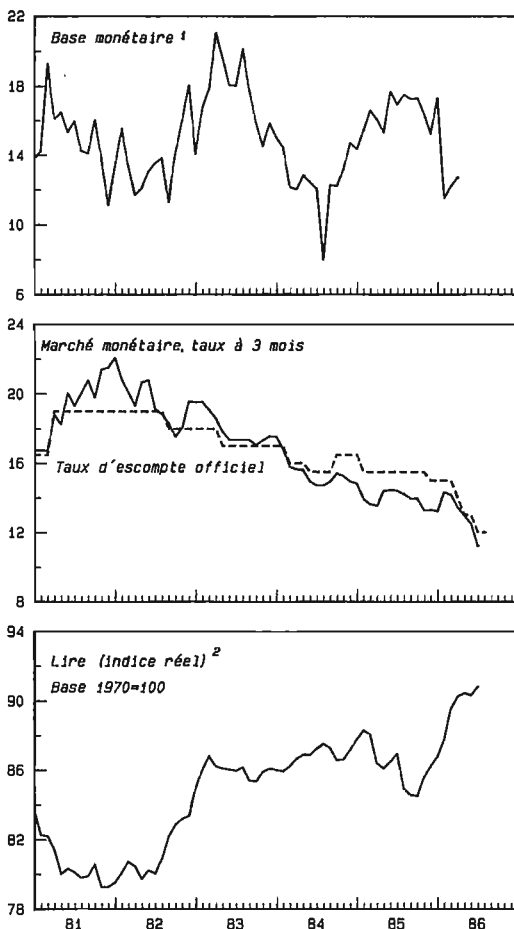
Le taux annuel de croissance de la masse monétaire M_3 a ralenti. Il s'inscrivait à 5% en mai, contre 9,1% un an auparavant.

Italie

Au premier trimestre, l'activité économique a stagné en Italie. Des signes d'accélération sont apparus cependant au deuxième trimestre. De janvier à mai, la production industrielle s'est accrue de 1,5% en données corrigées des variations saisonnières.

Sous l'effet du recul des prix du pétrole et d'autres matières premières ainsi que de la dépréciation du dollar face à la lire, les prix à l'importation – et, partant, les importations en termes nominaux – ont diminué fortement. Comme les exportations ont progressé légèrement de leur côté, le déficit de la balance commerciale s'est fortement réduit, passant de 16 940 milliards au premier semestre de 1985 à 6 745 milliards de lires cette année.

Graphique 7: Italie



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

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

La baisse des coûts énergétiques a influé également sur le renchérissement. Du premier au deuxième trimestre, les prix de gros ont fléchi de 1,6% et les prix à la consommation, augmenté de 0,9%. Le taux annuel de renchérissement a diminué à 5,9% au mois de juillet, niveau qui, comparé aux résultats des autres pays, reste élevé.

Le taux annuel d'expansion de la base monétaire a ralenti pour s'établir à 10,8% en avril; au pre-

mier trimestre, il avait passé de 11,3% en janvier à 12,4% en mars.

Après avoir fléchi entre mars et juin, le rendement des bons du Trésor s'est stabilisé. La rémunération des dépôts à trois mois a diminué de 13% en avril à quelque 11% en juillet. En outre, le taux officiel de l'escompte a été réduit de 13% à 12%, le 27 mai. Les mesures prises le 6 janvier en vue de soutenir la lire – limitation de la croissance des crédits – ont été levées à la fin du mois de juin.

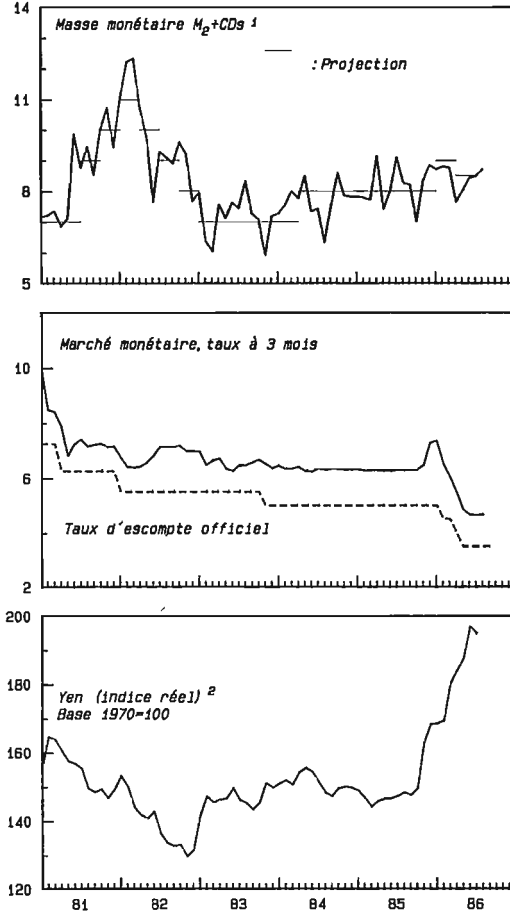
Japon

Au premier trimestre, un net affaiblissement de la conjoncture a été observé au Japon du fait de la contraction du volume des exportations. Selon des données provisoires, le *produit national brut réel* a fléchi de 0,5% par rapport au dernier trimestre de 1985; un recul n'avait plus été enregistré depuis le début de 1975. Les composantes de la demande intérieure ont marqué des tendances divergentes. La consommation privée a augmenté de 0,7% et la construction de logements s'est un peu animée; par contre, les investissements privés ont stagné et les investissements publics, diminué de 0,6%. Par rapport à la période précédente, la demande intérieure globale n'a progressé que de 0,3% au premier trimestre, contre quelque 1% le trimestre précédent.

La production industrielle s'est élevée légèrement au deuxième trimestre, sans toutefois atteindre son niveau de la période correspondante de 1985. Selon une enquête du Ministère du commerce international et de l'Industrie (MITI), les entreprises ont révisé à la baisse leurs projets d'investissement pour 1986. En termes réels; les investissements augmenteront probablement de 2,9% seulement, alors qu'un taux de 4,7% avait été prévu initialement et que leur croissance avait atteint 8,7% en 1985. Après une expansion de 11% en 1985, les investissements industriels diminueront cette année d'environ 9%, selon de récentes estimations.

En données corrigées des variations saisonnières, les excédents de la balance commerciale

Graphique 8: Japon



juillet 1986 –, la Banque du Japon a poursuivi sa politique monétaire légèrement expansionniste. Le taux annuel de croissance de la masse monétaire $M_2 + CD$ a faibli néanmoins au deuxième trimestre pour s'inscrire à 8,2%; ce rythme est inférieur à la fois aux 8,4% enregistrés au premier trimestre de 1986 et aux 9,3% observés en décembre 1985.

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)

et de la balance des transactions courantes ont atteint de nouveaux records au deuxième trimestre. La balance commerciale s'est soldée par un surplus de 22,4 milliards de dollars, contre 17,4 milliards le trimestre précédent. Quant au solde actif de la balance des transactions courantes, il a augmenté de 15,5 milliards de dollars au premier trimestre à 21,8 milliards au deuxième.

Etant donné la revalorisation spectaculaire du yen – près de 60% entre septembre 1985 et

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1983	1984a)	1985a)	1984a)			1985a)			1986a)	
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	
Etats-Unis	3,6	6,4	2,7	4,7	2,9	1,9	2,1	2,5	2,5	2,0	
Rép. féd.											
d'Allemagne	1,6	2,7	2,4	3,0	0,4	3,5	3,3	2,4	1,6	3,0	
Royaume-Uni b)	3,2	2,8	3,2	2,7	2,6	4,3	3,1	2,9	2,5	2,4	
France b)	0,9	1,5	1,3	1,3	0,3	1,3	1,5	2,1	2,3	2,7	
Italie b)	-0,2	2,8	2,3	2,7	1,8	3,3	1,9	2,3	2,2	-	
Japon	3,4	5,0	4,5	5,7	4,5	4,7	4,8	4,0	3,1	-	
Suisse b)	0,7	2,1	3,2	1,9	2,0	3,4	3,2	4,0	2,2	-	

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

	1983	1984	1985	1985		1986					
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet	
Etats-Unis	3,2	4,3	3,5	3,5	3,1	1,6	1,6	1,6	1,7	1,6	
Rép. féd.											
d'Allemagne	3,3	2,4	2,2	1,8	0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	
Royaume-Uni	4,6	5,0	6,0	5,5	4,9	2,8	3,0	2,8	2,5	2,4	
France	9,6	7,4	5,8	4,8	3,5	2,4	2,6	2,3	2,3	2,0	
Italie	15,0	10,8	8,6	8,5	7,6	6,4	6,6	6,4	6,3	5,9	
Japon	1,9	2,2	2,1	1,9	1,4	0,9	0,9	1,1	0,8	-	
Suisse	2,9	2,9	3,4	3,1	1,5	0,8	1,0	0,7	0,8	0,5	

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

	1983	1984	1985	1985		1986					
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet	
Etats-Unis	9,6	7,5	7,1	6,9	7,0	7,1	7,0	7,2	7,0	6,9	
Rép. féd.											
d'Allemagne	9,2	9,1	9,3	9,2	9,2	9,0	9,0	9,0	9,0	8,9	
Royaume-Uni b)	12,3	12,7	13,1	13,1	13,2	13,5	13,4	13,5	13,6	-	
France b), d)	8,9	10,2	10,5	10,1	10,2	10,5	10,4	10,5	10,5	10,6	
Italie b)	9,9	10,4	10,6	11,1c)	11,2c)	11,4c)	11,4	-	-	-	
Japon	2,6	2,7	2,6	2,9	2,7	2,8	2,9	2,7	2,7	2,9	
Suisse	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	

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

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

	1983	1984a)	1985a)	1984a)			1985a)			1986a)	
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	
Etats-Unis	-46,0	-107,4	-117,7	-25,5	-26,1	-27,7	-29,3	-33,7	-33,7	-	
Rép. féd.											
d'Allemagne	4,1	6,3	13,6	3,0	1,9	2,9	4,4	4,6	7,1	7,7	
Royaume-Uni	3,8	1,5	3,8	0,6	-0,5	1,8	1,5	1,3	1,8	-	
France b)	-4,4	-0,8	0,6	-0,2	-0,7	0,9	0,0	1,6	-0,4	1,0	
Italie b)	0,5	-4,2	-4,6	-1,6	-	-	-	-	-	-	
Japon	20,8	35,0	49,2	11,6	9,4	12,1	11,7	15,6	15,5	21,8	
Suisse b)	3,9	4,4	5,2	1,1	1,3	1,2	1,1	1,6	1,9	1,6	

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

Bien que l'essor conjoncturel se soit maintenu au deuxième trimestre, la croissance du *produit intérieur brut réel* ne semble pas correspondre aux prévisions. Au premier trimestre déjà, elle n'avait atteint que 2,2%, contre 3,2% en moyenne l'année passée. Le rythme d'expansion des exportations, en particulier, a été plus lent que prévu généralement, car les effets de la baisse des prix du pétrole sur la demande de biens des pays industrialisés ont été manifestement surestimés. De plus, le recul du dollar a réduit la compétitivité de l'industrie suisse. En revanche, la consommation privée est restée un important soutien de la conjoncture au deuxième trimestre. La propension à investir a été encore très vigoureuse; ainsi, le secteur industriel a de nouveau pu étendre ses installations de production. Les investissements en constructions industrielles et artisanales ont eux aussi fortement progressé, alors que ceux en constructions de logements tendaient à la baisse. Le recul des prix des matières premières a entraîné de considérables reconstitutions de stocks. La forte expansion de la demande intérieure s'est reflétée dans le volume des importations, qui a augmenté vigoureusement en données corrigées des variations saisonnières.

L'utilisation des capacités techniques s'est encore améliorée dans l'industrie. Des goulots d'étranglement ont affecté maintes branches, entraînant ainsi un ralentissement de la croissance de la production. Les entrepreneurs n'ont plus l'espoir de pouvoir accroître sensiblement la production au cours des prochains mois.

Au deuxième trimestre, la monnaie centrale ajustée était de 1,9% supérieure au niveau observé un an plus tôt. Une politique monétaire plutôt restrictive, une forte demande de crédits et un approvisionnement en liquidités, jugé trop juste lors des échéances, ont provoqué une hausse des taux d'intérêt en mai et en juin. A partir de la fin du mois de juillet, une détente est apparue sur les marchés monétaire et financier.

Le cours du franc suisse, pondéré en fonction des exportations, s'est encore revalorisé au deuxième trimestre, tant en termes réels que nominaux. Il a haussé nettement par rapport au dollar et à la livre sterling; face au mark allemand, le franc s'est également raffermi. Vis-à-vis du yen, il n'a toutefois pas enregistré de notables fluctuations.

Le taux annuel de renchérissement, mesuré par l'indice des prix à la consommation, a encore diminué à la suite du recul constant des prix des marchandises importées. Au deuxième trimestre, il s'est inscrit à 0,8%, contre 1,5% au premier. Les prix des biens indigènes ont continué d'augmenter. Quant aux prix de gros, ils sont restés orientés à la baisse.

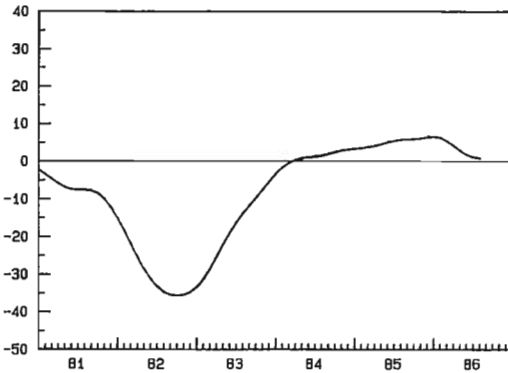
2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

La croissance annuelle du produit intérieur brut réel a faibli au premier trimestre de 1986. En effet, elle a atteint 2,2%, contre 4% pour les trois derniers mois de 1985. La principale cause de ce fléchissement réside dans le ralentissement de l'expansion des exportations de biens.

L'accroissement annuel de la production industrielle a passé de 6,8% au dernier trimestre de 1985 à 1,3% au premier de 1986 (moyenne de 1985: 5%). Ce recul a résulté de la faiblesse des exportations et de difficultés au niveau de la production. Selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, un nombre croissant d'entrepreneurs estime l'offre de main-d'œuvre trop limitée et les installations de production insuffisantes. L'indice composite sur la marche des affaires, que publie ce centre, confirme le ralentissement de la croissance économique. Au cours du premier semestre de 1986, l'utilisation des capacités techniques n'a cessé de s'améliorer, atteignant 87% à fin juin, soit le niveau le plus élevé du précédent cycle conjoncturel. De même, la part des heures supplémentaires au total des heures travaillées a augmenté de nouveau durant les derniers mois.

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹

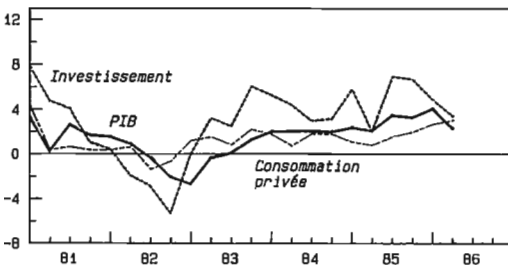


¹ Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis).
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, test conjoncturel

L'affaiblissement de l'expansion économique s'est propagé à la plupart des branches industrielles, la plus touchée étant celle des biens de consommation, du fait de la revalorisation du franc suisse.

Après avoir vu leur progression ralentir au cours des trimestres précédents, les commandes enregistrées par l'industrie et le secteur principal de la construction se sont établies, au premier trimestre de 1986, 4% au-dessous du niveau observé un an auparavant; il s'agit de la première baisse depuis le premier trimestre de 1983. En

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente
Source: Office fédéral de la statistique

l'espace d'un an, les commandes confiées à l'industrie par des résidents ont reculé de 2% et celles provenant de l'étranger, de 8%. Cette baisse des entrées n'a pas manqué d'influer sur les carnets de commandes; selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, ces derniers étaient nettement inférieurs, au deuxième trimestre, à leur niveau de la période correspondante de 1985, alors qu'une augmentation était encore observée au premier trimestre. Dans certaines entreprises, les stocks de produit finis ont un peu augmenté. C'est pourquoi, on considère sous un angle moins favorable que l'année dernière l'état des carnets de commandes et des stocks de produits finis.

Consommation privée

La consommation privée a encore progressé au premier trimestre en données corrigées des variations saisonnières; elle dépassait de 3% son niveau du même trimestre de 1985. La vigoureuse croissance du chiffre d'affaires du commerce de détail (5,8%) et des importations de biens de consommation (14,7%), au deuxième trimestre, laisse présager que la propension des ménages à dépenser restera élevée. Selon l'enquête mensuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ sur le commerce de détail, les prévisions de vente pour le troisième trimestre sont elles aussi optimistes.

Au deuxième trimestre, le nombre des nuitées de la clientèle suisse dans l'hôtellerie était de 3,2% inférieur à celui de l'année précédente. Abstraction faite d'effets saisonniers – les jours de Pâques sont tombés sur le premier trimestre, contrairement à 1985 –, ce recul est vraisemblablement imputable à une préférence croissante pour les séjours à l'étranger, favorisés encore par la hausse du franc.

La revalorisation du franc suisse par rapport au dollar américain, combinée à d'autres facteurs, a entraîné un ralentissement considérable du flot des visiteurs provenant des Etats-Unis. Au deuxième trimestre, le nombre des hôtes américains était de 40% inférieur à celui des trois mois correspondants de 1985. Avec une part d'environ 20% du total des touristes, la clientèle améri-

caine restait toutefois au deuxième rang, après les Allemands. Dans l'ensemble de l'hôtellerie, les touristes étrangers ont diminué de 12,2%.

Investissements

Les investissements ont pris le contre-pied de la consommation privée en s'affaiblissant par rapport au trimestre précédent en données corrigées des variations saisonnières. La baisse des investissements en constructions ainsi que celle des investissements en biens d'équipement, jusqu'alors en forte hausse, expliquent cette évolution. Cependant, les investissements globaux étaient encore de 3,4% supérieurs au niveau observé un an auparavant. La faible propension à investir en biens d'équipement devrait être temporaire. Au deuxième trimestre, les importations de biens d'investissement ont de nouveau vigoureusement progressé (17,3%) et les commandes passées à l'industrie des machines et des métaux par des résidents ont également augmenté.

Le secteur de la construction est toujours soumis à des tendances contradictoires. Le recul des entrées de commandes, au premier trimestre, et des projets de construction, au deuxième, annonce une stagnation de la construction de logements. En revanche, les commandes en constructions industrielles et artisanales dépassaient de 12%, au premier trimestre, celles du trimestre correspondant de 1985. Aucun retournement de

tendance n'a été observé pour les projets de construction annoncés entre avril et juin.

Chaque printemps, l'Office fédéral des questions conjoncturelles effectue une enquête sur la construction. Les résultats du dernier relevé confirment la croissance plus faible du secteur de la construction, par rapport à d'autres phases d'expansion. En 1985, les investissements en constructions ont progressé, en volume, beaucoup moins vite (2%) que le produit intérieur brut (4%). Alors que les investissements en constructions du secteur public reculaient de 4% et que la construction (y compris la rénovation) de logements n'augmentait que légèrement, les investissements en constructions industrielles et artisanales se sont accrus de près de 10%. D'après l'enquête susmentionnée, cette tendance devrait encore s'amplifier au cours de l'année. A l'avenir, la demande en travaux de transformation et de rénovation haussera vraisemblablement plus vite que celle en constructions nouvelles. Cette situation va confronter le secteur principal de la construction – nettement orienté sur les nouvelles constructions et encombré de capacités excédentaires – à de sérieux problèmes d'adaptation.

Commerce extérieur et balance des transactions courantes

Au deuxième trimestre, le volume des exportations suisses dépassait de 3,3% celui de la pé-

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

	1982	1983	1984	1985	1985				1986	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	- 5,8	7,3	3,6	8,7	4,1	12,4	10,4	13,8	13,1	17,3
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	- 3,6	7,2	- 6,4	- 15,0	- 24,4	- 19,9	11,8	- 22,8	- 4,0	16,4
Logements construits, dans 96 villes	6,7	- 5,7	6,9	- 2,3	- 5,6	- 18,1	- 0,3	13,6	1,3	8,9
Projets de constructions industrielles ¹										
- volume des projets	- 22,5	17,4	- 8,0	34,4	6,4	55,9	- 7,7	96,4	29,5	20,6
- nombre de projets	16,3	11,8	31,5	12,6	7,9	24,4	2,2	16,5	12,9	- 3,7

¹ Constructions nouvelles et agrandissements

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

	1982	1983	1984	1985a)	1985a)				1986a)	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Exportations, volume	- 4,4	0,0	6,4	9,1	7,4	15,5	7,7	6,4	0,9	3,3
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	- 3,3	6,5	9,8	7,9	7,3	12,2	8,5	4,1	- 0,4	3,0
biens d'équipement	- 4,6	- 4,0	3,1	10,7	3,7	18,1	12,1	10,4	5,7	7,3
biens de consommation	- 5,4	- 2,7	6,4	8,8	12,6	16,6	1,9	4,3	- 2,5	- 1,1
Valeurs moyennes à l'exportation	5,2	2,4	4,5	1,9	3,9	0,8	2,2	0,8	0,4	1,0
Importations, volume	- 1,8	4,8	7,3	5,2	2,7	7,1	7,7	4,5	6,1	11,9
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	- 3,4	4,9	10,1	7,6	7,4	10,7	7,9	4,6	0,8	6,7
biens d'équipement	- 5,9	7,3	3,6	8,7	4,1	12,4	10,4	13,7	13,1	17,3
biens de consommation	3,0	1,0	9,6	2,5	1,8	4,9	3,8	0,8	5,4	14,7
Valeurs moyennes à l'importation	- 1,1	- 0,8	4,0	4,7	7,3	8,2	1,1	0,9	- 6,0	- 10,1

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)

	1982	1983	1984r)	1985a)	1985a)				1986*)	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Recettes										
Exportations de marchandises	55,0	55,8	62,9	69,1	16,6	17,7	16,2	18,6	16,6	18,1
Commerce spécial	52,7	53,7	60,7	66,6	16,0	17,1	15,6	18,0	16,0	17,5
Autres exportations de marchandises ²	2,3	2,1	2,3	2,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Exportations de services	14,6	16,0	17,6	20,0	4,9	4,9	6,2	4,1	5,5	4,8
Revenus de facteurs ³	24,3	23,4	27,7	28,7	7,4	7,3	7,1	6,9	7,1	6,9
Transferts sans contrepartie	1,7	2,0	2,2	2,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Total	95,5	97,2	110,4	120,2	29,5	30,4	30,1	30,2	29,8	30,5
Dépenses										
Importations de marchandises	60,7	63,6	71,9	77,8	19,1	20,0	18,8	19,9	19,1	19,9
Commerce spécial	58,1	61,1	69,0	74,8	18,4	19,3	18,1	19,0	18,3	19,2
Autres importations de marchandises ²	2,6	2,6	2,9	3,0	0,7	0,7	0,7	0,9	0,8	0,7
Importations de services	8,0	8,2	9,2	10,2	1,5	2,6	4,0	2,0	1,6	2,7
Revenus de facteurs ³	15,1	13,4	14,9	15,0	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9
Transferts sans contrepartie	3,7	3,9	4,1	4,5	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2
Total	87,5	89,1	100,2	107,4	25,4	27,6	27,7	26,8	25,6	27,7
Salde de la balance des transactions courantes	8,0	8,1	10,2	12,8	4,1	2,9	2,4	3,4	4,3	2,8

a) Chiffres provisoires

r) Chiffres révisés

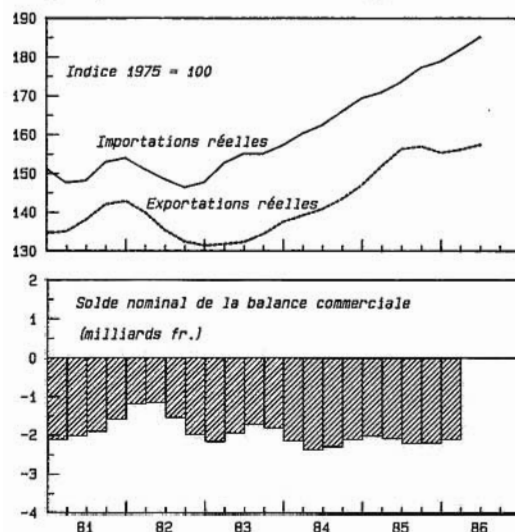
*) Selon de premières estimations

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

riode correspondante de l'année précédente; les prix des biens exportés ont augmenté de 1%. Comme au trimestre précédent, les biens d'investissement ont enregistré le taux d'expansion le plus élevé (7,3%), devant les matières pre-

mières et les produits semi-finis (3%); les ventes à l'étranger de biens de consommation ont, quant à elles, encore baissé (-1,1%). La croissance, supérieure à la moyenne, des livraisons de biens d'investissement a surtout profité à

Graphique 11: Commerce extérieur¹

¹ Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

l'industrie des machines et appareils. Les exportations de l'industrie chimique ont stagné et celles de l'industrie alimentaire ont même reculé, en termes réels, par rapport à l'année dernière.

La répartition par pays montre que les exportations en valeur vers la République fédérale d'Allemagne et vers la France ont progressé dans une mesure particulièrement forte par rapport à l'année dernière. Par contre, les livraisons aux Etats-Unis ont diminué, comme au premier trimestre. Ce pays est resté toutefois le deuxième client de l'industrie suisse.

Au deuxième trimestre, les importations de biens ont augmenté de 11,9% en volume par rapport à la même période de 1985. Les achats à l'étranger de biens d'investissement (17,3%) et de biens de consommation (14,7%) ont également haussé très fortement. L'expansion des livraisons en provenance de la République fédérale et de l'Italie a été particulièrement prononcée, tandis que celles des Etats-Unis et des pays en développement marquaient un recul.

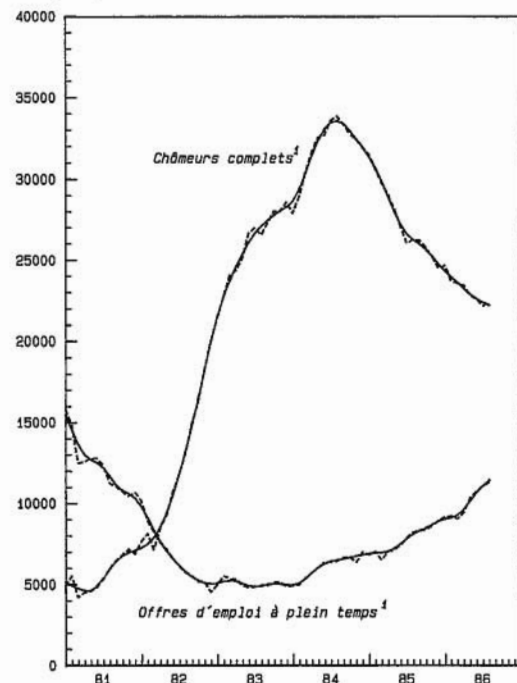
Grâce à l'amélioration du rapport entre les prix à l'exportation et à l'importation, le déficit de la

balance commerciale s'est réduit malgré la nette croissance du volume des importations. De 2,2 milliards de francs au deuxième trimestre de 1985, il a passé à 1,6 milliard au trimestre correspondant de cette année.

L'excédent de la balance des transactions courantes (balance des revenus) a reculé légèrement par rapport au deuxième trimestre de 1985 pour s'établir à 2,8 milliards de francs. Comme au trimestre précédent, le solde actif des revenus de capitaux a diminué, alors que le déficit des échanges de marchandises passait de 2,3 milliards au deuxième trimestre de 1985 à 1,8 milliard de francs un an plus tard.

Emploi et marché du travail

Après avoir faibli au premier trimestre de 1986, la croissance de l'emploi s'est de nouveau accélérée.

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)

	1982	1983	1984	1985	1986						
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet
Indice de l'emploi ¹	-1,1 ²	-1,3	-0,4	0,8	1,0	0,9	1,0	-	-	-	-
Taux de chômage ^{3, 4}	0,4	0,8	1,0	0,9	0,8	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
Chômeurs ⁴	13 220	26 288	32 061	27 025	24 763	26 948	22 142	23 750	22 243	20 434	20 103
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ⁴	36 611	48 930	11 232	2 133	1 604	2 144	1 290	1 285	1 303	1 281	698
Offres d'emploi à plein temps ⁴	6 352	5 084	6 269	7 898	8 327	9 256	11 068	10 568	11 034	11 602	11 609

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

³ Nombre de chômeurs complets en % de la population active de 1980

⁴ En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Source: La Vie économique, OFIAMT

rée au deuxième trimestre. Le nombre total des personnes occupées dépassait de 1% celui de la même période de 1985. La progression a été un peu plus forte dans l'industrie que dans le secteur des services. C'est dans l'industrie des machines et appareils que l'emploi s'est de nouveau le plus accru, puis dans la métallurgie et la chimie. Le secteur principal de la construction a de nouveau connu une légère baisse.

La hausse de l'emploi a provoqué une nouvelle diminution du nombre des chômeurs, le taux de chômage passant à 0,7% en juillet. L'offre de places vacantes s'est en revanche notablement élargie; au deuxième trimestre, elle était de 43% supérieure à celle de la période correspondante de 1985. Selon l'enquête de l'OFIAMT, les perspectives d'emploi sont bonnes pour le troisième trimestre. De nombreuses branches de l'industrie et des services continuent à souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qualifiée.

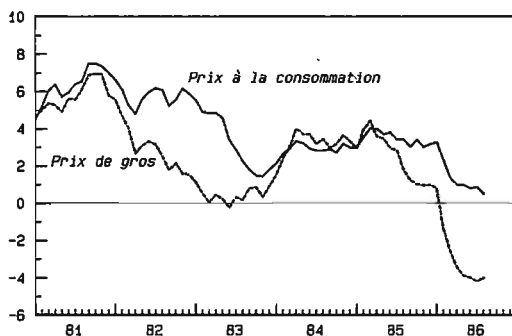
Prix et salaires

Au deuxième trimestre de 1986, le taux annuel de renchérissement était de 0,8%. Les prix des marchandises indigènes ont augmenté de 2,8%, alors que ceux des biens importés reculaient de 4,1%. En juillet, l'indice des prix à la consommation n'était plus que de 0,5% supérieur à son niveau de juillet 1985.

En juin, les prix de gros étaient de 4,2% inférieurs à leur niveau de juin 1985. Ce recul reflète surtout la baisse des prix des produits énergétiques et connexes (-16,6%). Comme la majeure partie de ces produits est achetée à l'étranger, les prix des biens importés se sont nettement repliés (-11,1%), ceux des marchandises suisses ne fléchissant que légèrement (-1,3%).

Au deuxième trimestre de 1986, les salaires dépassaient de 3,1% le niveau observé un an auparavant. Mesurée à l'indice des prix à la consommation, la hausse réelle des salaires s'est inscrite à 2,3%.

Graphique 13: Evolution des prix¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Au deuxième trimestre, la monnaie centrale ajustée a augmenté de 1,9% par rapport à la période correspondante de 1985. L'expansion monétaire, qui a été de 1,7% au premier semestre, a suivi le sentier de croissance tracé par la Banque nationale. En raison d'un effet de base, ce résultat est toutefois inférieur aux 2% fixés pour 1986. Cette évolution ne peut être interprétée comme un écart par rapport à l'objectif. Comme la Banque nationale vise une expansion de la monnaie centrale ajustée aussi continue que possible, elle fixe des objectifs internes de croissance pour chaque mois, en tenant compte des variations saisonnières et des effets statistiques particuliers. Les taux annuels de croissance, issus des valeurs mensuelles, correspondent en moyenne à l'objectif monétaire annoncé. Ces taux peuvent toutefois s'écarter certains mois de l'objectif publié.

Au deuxième trimestre, les billets en circulation se sont accrus de 1% en rythme annuel (premier trimestre de 1986: 0,4%; quatrième trimestre de 1985: 0,3%). A la suite de la hausse des taux à court et à long terme, une stagnation est apparue

durant le deuxième trimestre; elle ne devrait toutefois être que temporaire. Les avoirs en comptes de virements, déduction faite des crédits destinés au financement des échéances, ont progressé de 4,7% en un an, contre 5,1% au premier trimestre.

Au deuxième trimestre, M_1 était de 4,7% supérieure à son niveau de 1985. La hausse des taux à court terme a accéléré, en juin, la croissance de M_2 (6,9%), agrégat monétaire répondant à une définition plus large; son taux annuel d'expansion a été de 5% au deuxième trimestre. M_3 s'est accrue de 6,3% au deuxième trimestre, contre 5,7% au premier.

Marchés monétaire et financier

Marché monétaire

En mai et en juin, les taux d'intérêt se sont vigoureusement raffermis sur le marché monétaire, du fait de la forte demande de crédits; ce n'est qu'au début du second semestre qu'ils se sont légèrement repliés. La rémunération de l'argent au jour le jour ayant été relativement élevée lors de plusieurs échéances mensuelles, les taux à plus long terme ont été eux aussi orientés à la

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
1982	22 064	0,7	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,2	7549	6,5	593	29 730	3,6
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
1985 2e trim.	23 520	1,8	7954	6,7	612	30 862	2,7
1985 3e trim.	23 263	0,6	8000	4,8	478	30 785	2,1
1985 4e trim.	23 883	0,3	8554	2,4	628	31 809	1,5
1986 1er trim.	23 921	0,4	8088	3,0	449	31 560	1,5
1986 2e trim.	23 759	1,0	8022	0,9	334	31 446	1,9
1986 avril	23 797	0,9	7936	- 1,1	257	31 476	1,8
1986 mai	23 778	1,2	7882	- 0,2	239	31 421	2,0
1986 juin	23 702	1,0	8247	3,9	507	31 442	1,9
1986 juillet	23 769	1,3	8192	3,1	579	31 382	2,2
1986 août	23 488	1,5	7934	1,4	209	31 213	1,6

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

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,7	5,6	6,2
1985 ²	0,0	7,4	4,9
1985 1er trim. ²	- 0,5	7,1	5,0
1985 2e trim. ²	- 1,0	8,6	5,0
1985 3e trim. ²	0,3	7,2	4,4
1985 4e trim. ²	1,5	6,4	5,1
1986 1er trim. ²	3,7	4,9	5,7
1986 2e trim. ²	4,7	5,0	6,3
1986 avril ²	5,5	4,5	6,1
1986 mai ²	3,6	3,7	5,9
1986 juin ²	5,0	6,9	7,0
1986 juillet ²	4,1	8,3	7,7

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. Chiffre révisés; voir «Révision de la statistique monétaire», bulletin trimestriel 1/1985, tableau 2, et Bulletin mensuel BNS tableaux 11 et 12; Principauté de Liechtenstein = territoire étranger

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

hausse. Une détente est de nouveau apparue après que la Banque nationale eut accru de 0,5 milliard de francs son aide financière à l'occasion de l'échéance de juillet; pour l'essentiel, cet accroissement a résulté du fait que la Banque nationale a conclu avant l'échéance des swaps d'une durée d'un mois, qui étaient prévus pour les premiers jours d'août.

Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois s'est inscrit à 4¾% en mai, à 5% en juin et à 4¾% en juillet. Dans le même temps, l'écart entre les taux des placements en francs et ceux en dollars s'est réduit d'un point environ pour s'établir à 1½%. Quant aux rémunérations des placements en marks, elles ont été, entre la mi-mai et la fin juillet, parfois inférieures à celles des dépôts de même durée sur le marché des euro-francs. Suivant l'évolution de ce marché, les grandes banques ont relevé de 3¼% à 4½% les taux de leurs dépôts à terme fixe, entre le début du mois de mai et la fin juin. En juillet et en août, elles ont ramené à 3¾%, en

trois étapes, les rémunérations qu'elles servent sur les fonds de 3 à 12 mois.

Les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale se sont chiffrés à 8,1 milliards, en moyenne, entre mai et juillet, soit 2,3% de plus qu'un an auparavant. A l'échéance de mai, ils étaient de 6,4% supérieurs à leur niveau observé un an plus tôt; à celle de juin, ils le dépassaient de 5,4% et à celle de juillet, de 10,4%.

Marché des changes

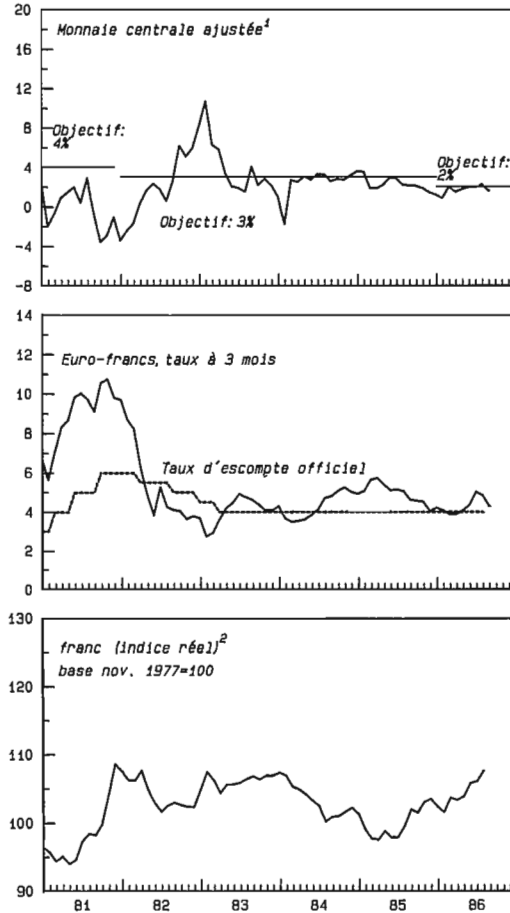
Entre mai et août, le net repli du dollar s'est poursuivi, sous une forme atténuée toutefois. Pour la première fois depuis cinq ans et demi, la monnaie américaine s'est établie au-dessous de fr. 1,70. Contrairement au cours du dollar, celui du yen japonais a stagné, entre mai et août, tout en dépassant légèrement, en moyenne, son niveau de la période correspondante de 1985. Dans le même temps, le mark allemand s'est légèrement déprécié face au franc suisse: à fin juillet, il était très légèrement supérieur à 80 centimes. Par rapport à leurs cotations relevées un an auparavant, le franc français et la lire italienne n'ont presque pas varié, tandis que la livre sterling reculait sensiblement; elle était, en moyenne, de 50 centimes inférieure à son cours de la même période de 1985.

Par rapport au deuxième trimestre de 1985, le cours réel du franc s'est revalorisé face à toutes les principales monnaies, à l'exception du yen. Sa progression a été particulièrement forte vis-à-vis du dollar américain (38,9%) et de la livre sterling (13,9%). Pondéré par les exportations vers nos principaux partenaires commerciaux, le cours réel du franc s'est accru de 7,2%.

Marché des capitaux

La hausse des taux à court terme a influé, sous une forme atténuée, sur le marché des capitaux. Comme plusieurs émissions n'ont pu être entièrement placées en juin, les conditions des obligations ont été adaptées en juillet. Les coupons

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

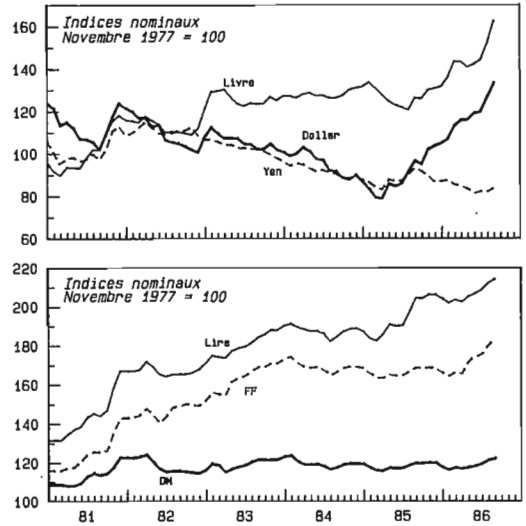
² Cours pondéré par les exportations

des emprunts émis par des collectivités de droit public de premier ordre ont été portés à 4½%.

Le rendement moyen des obligations fédérales, calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, a passé de 4,16% à la mi-mars – son niveau le plus bas de l'année – à 4,48% à la mi-juin; il a ensuite de nouveau reculé jusqu'à fin juillet, perdant un dixième de point environ.

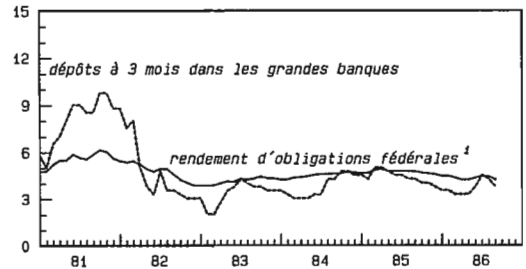
En juin, la plupart des banques ont relevé d'un quart de point environ les rémunérations de leurs

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

obligations de caisse de courte durée. Depuis, les banques cantonales servent 4½% sur les obligations de caisse de 3 à 6 ans et 4¾% sur celles de 7 et 8 ans.

Le prélèvement d'argent frais par l'émission publique d'obligations (sans les conversions) s'est inscrit à 10 milliards de francs au deuxième trimestre, contre 4,7 milliards un an auparavant.

Comme les remboursements se sont élevés à 2,7 milliards (1,9 milliard au deuxième trimestre de 1985), le montant net prélevé sur le marché a atteint 7,3 milliards. De cette somme, 28% revenaient à des débiteurs suisses.

Au lieu de lancer des emprunts obligataires, nombre de sociétés préfèrent actuellement émettre des actions. Au deuxième trimestre, les émissions d'actions ont totalisé quelque 3,7 milliards de francs, soit un montant trois fois plus important qu'un an auparavant.

Exportations de capitaux

Les autorisations d'exporter des capitaux que la Banque nationale a délivrées durant le deuxième trimestre de 1986 ont porté sur 13,9 milliards de francs, soit 39% de plus qu'un an plus tôt. Cette somme comprend un montant de 0,9 milliard de francs qui s'explique par le fait que, depuis le mois de juin 1986, la statistique est dressée, pour tous les emprunts, sur la base de la date d'autorisation et non plus en fonction de la fin de la période de souscription. Abstraction faite de cette modification, la hausse s'est chiffrée à 30% par rapport à la même période de l'année précédente, alors que, par rapport au trimestre précédent de 1986, un recul de 8% était enregistré. La part des crédits au total des exportations de

capitaux a passé de 28% au deuxième trimestre de 1985 à 17% au deuxième trimestre de 1986.

Alors qu'une plus grande incertitude au sujet de l'évolution des taux d'intérêt et des cours de change, que des conditions moins attrayantes pour les swaps de monnaie et qu'un volume important de titres non placés avaient nettement réduit le volume des émissions en mai, celui-ci a de nouveau augmenté au mois de juin. Au deuxième trimestre, l'émission d'un emprunt à deux monnaies, avec remboursement en dollars canadiens, a été autorisée pour la première fois. En outre, les emprunts à option semblent de plus en plus préférés aux obligations convertibles.

La part des pays industrialisés au total des exportations de capitaux a passé à 86% (1985: 80%). Celle du Japon a reculé de 30% au premier trimestre à 23% au deuxième trimestre, 63% des émissions étant convertibles ou à option. 24% des exportations de capitaux revenaient à des débiteurs américains, contre 25% au premier trimestre. En ce qui concerne les pays en développement, ils ont prélevé sur le marché une part identique à celle de 1985, soit 5% en moyenne. Les parts des pays de l'Europe de l'Est aux économies à planification centralisée et des pays de l'OPEP se sont élevées à 2 et 3%. Les 4% restant sont allés aux banques de développement.

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

	Emprunts ¹	«Notes»	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8	20 684,6	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	11 150,4	19 337,3	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	17 265,2	19 134,9	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1984 4e trim.	2 958,3	4 169,0	1 824,5	239,8	9 191,6
1985 1er trim.	3 902,1	5 514,5	1 768,9	311,1	11 496,6
1985 2e trim.	2 744,2	4 406,2	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3e trim.	4 086,7	3 664,2	2 274,9	296,2	10 322,0
1985 4e trim.	6 532,2	5 550,0	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1er trim. ²	6 706,5	5 708,3	1 145,1	534,7	14 094,6
1986 2e trim. ^{2,3}	11 516,8	—	1 961,4	448,1	13 926,3

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

² Chiffres provisoires

³ Depuis le mois de juin 1986, on ne distingue plus les «notes» des emprunts (voir Monnaie et conjoncture no 2, juin 1986, page 137, Bulletin mensuel no 7, page 6)

Bilans bancaires et crédits

L'évolution des bilans bancaires a été marquée au deuxième trimestre par la conjoncture toujours bien orientée et par le raffermissement des taux à court terme. A fin juin, la somme des bilans (sans les comptes-métal) des 71 banques était de 8,1% supérieure au niveau observé un an auparavant, contre 7,1% à fin mars. A l'actif, cette accélération est due surtout aux placements auprès d'autres banques et aux titres du fait notamment des papiers-valeurs qui n'ont pas trouvé preneur au moment de leur émission. A fin juin, la croissance annuelle des positions interbancaires était toujours très rapide (avoirs en banque: 10,2%; engagements en banque: 15,7%), malgré la forte proportion libellée en dollars. Cet accroissement des affaires interbancaires a été rendu possible entre autres par la marge de manœuvre que les banques ont obtenue, sur le plan des fonds propres, du fait de la chute du dollar.

La bonne conjoncture a permis aux crédits à la clientèle suisse de croître encore fortement, soit de 10% environ depuis le début de l'année. A fin juin, l'expansion annuelle des crédits commerciaux s'est inscrite à 13,4% et celle des prêts hypothécaires, à 9,5%. Quant aux crédits octroyés aux non-résidents, ils sont restés inférieurs au niveau observé un an auparavant (fin juin 1986: -6,7%), en raison surtout des fluctuations des cours de change; les crédits en francs à la clientèle étrangère ont également baissé (-0,9%) en un an. Ces derniers crédits n'ont plus augmenté depuis 1982.

Dans le domaine des dépôts libellés en francs, l'afflux de fonds de la clientèle s'est concentré sur les comptes créanciers, où les fonds à terme

surtout ont progressé massivement, à la suite des relèvements successifs des taux d'intérêt. Les fonds d'épargne, dont les taux n'ont pas varié, ont diminué par contre. Après avoir haussé fortement au trimestre précédent, le volume des obligations de caisse ne s'est accru que faiblement, bien que les taux aient été relevés. Les dépôts en francs de non-résidents stagnent depuis trois ans environ; à fin juin, ils s'élevaient à 19,6 milliards de francs dans les 71 banques et représentaient 7% seulement de l'ensemble des dépôts en francs. Leur plus haut niveau remonte à fin mars 1983, avec un montant de 20,2 milliards de francs. En revanche, la croissance annuelle des dépôts en francs de l'ensemble de la clientèle non bancaire s'inscrivait à 9,1% à fin juin, contre 7,8% à fin mars; elle correspondait donc à peu près à celle des crédits en francs (9,2%). En raison de la baisse du dollar, les dépôts en monnaies étrangères étaient inférieurs au niveau observé un an auparavant (fin juin 1986: -7,1%). Quant aux recueils de fonds sur le marché des capitaux (emprunts obligataires et emprunts auprès des centrales d'émission de lettres de gage), ils ont de nouveau enregistré une forte croissance.

Au deuxième trimestre, le montant des opérations fiduciaires s'est encore réduit. Les quatre cinquièmes des affaires fiduciaires des 71 banques sont passées en monnaies étrangères. A fin juin, ces opérations ont diminué de 16,6% par rapport au niveau observé un an auparavant; ces transactions en monnaies étrangères ont reculé de 20,4%, du fait de l'évolution des cours de change, alors que les opérations en francs haussaient de 4,2%. Si le cours du dollar était resté stable, les affaires fiduciaires en monnaies étrangères auraient dépassé légèrement leur niveau de fin juin 1985.

Recent International Monetary Developments and the Swiss Economy

Pierre Languetin*

As a result of rapid growth in international trade and capital flows, the interdependence among national economies has increased dramatically since World War II. Switzerland has not shunned the trend toward globalization of goods and capital markets. On the contrary, Switzerland is linked closely to the world economy through trade and capital flows. With exports accounting for roughly 40 percent of gross national product, the Swiss economy is highly sensitive to fluctuations in foreign demand for domestically produced goods and services. Furthermore, in view of Switzerland's role as a financial centre, foreign economic developments may impinge on the domestic economy through capital flows. The Swiss banking system and Swiss capital markets not only act as intermediaries between foreign lenders and borrowers, but they also serve as important avenues for the export of domestic capital. Due to a relatively high domestic savings ratio and negligible government budget deficits, domestically generated loanable funds are more than sufficient to finance investment by the domestic private sector. Excess funds are, therefore, placed abroad in the form of bank loans to foreigners, portfolio and private investments, as well as other assets. The importance of Swiss capital exports is highlighted by the fact that in 1985 total net income on Swiss foreign investments amounted to over 15 billion francs or roughly 2500 francs for every man, woman and child in Switzerland, a per capita figure probably not matched by any other country.

Switzerland has traditionally maintained a liberal system of international trade and capital flows. Save for restrictions on agricultural trade, tariff barriers and quotas have been dismantled to a large extent and controls on international capital

flows – still important during the 1970s – have virtually disappeared. The gradual elimination of barriers to trade and capital flows reflects a firm belief that the free movement of goods and services across the national border is essential to sustaining Swiss economic growth and welfare.

While a liberal approach to international trade and capital flows is clearly beneficial to Swiss economic growth, the openness of the Swiss economy occasionally complicates Swiss monetary policy. In recent years, two problems have been of particular concern to the Swiss National Bank: the large swings in the dollar exchange rate and, to a lesser extent, the international debt situation.

As to the first problem, I should like to stress that the Swiss National Bank supports the existing floating exchange-rate system. We are not concerned about exchange-rate movements as such; some exchange-rate flexibility is required for the conduct of our monetary policy. The principal objective of Swiss monetary policy is to achieve and to maintain a stable price level. For the central bank of a small country like Switzerland, it is impossible to combat effectively inflation if there is an obligation to keep exchange rates fixed. So long as the major industrialized countries have not attained price stability, Switzerland must preserve the ability to shield itself from imported inflation by means of adjustments in the Swiss-franc exchange rate. From the standpoint of monetary policy, an ideal world would be one in which exchange rate movements reflect largely inflation differentials between various countries.

Needless to say, the experience of the past decade clearly indicates that purchasing power does not hold except in the very long run. In the short and medium run, that is over periods up to about two years, deviations in market exchange rates from their purchasing-power-parity levels

* Chairman of the Governing Board, Swiss National Bank. Remarks delivered at the International Banking Symposium, Lugano, 28 May 1986.

have occurred rather frequently. Such deviations may impede or weaken the Swiss National Bank's anti-inflationary monetary policy. An excessive appreciation of the Swiss franc has both desirable and undesirable effects. On the one hand, it depresses the domestic prices of internationally traded goods and, thus, contributes to lowering the Swiss inflation rate. On the other hand, if domestic prices of internationally traded goods fall relative to production costs, the international competitive position of Swiss industry is impaired by the appreciation of the franc. As the turbulent events of 1978 clearly show, a drastic exchange-rate induced erosion in the competitive position of Swiss industry may well open up the prospect of a slump in economic activity, compelling the Swiss National Bank to abandon – at least temporarily – its fight against inflation.

More recently, the Swiss National Bank has had to cope with exactly the opposite problem in the form of a weak domestic currency, notably vis-à-vis the United States dollar. From 1983 to early 1985 the exchange rate of the U. S. dollar rose continuously relative to the Swiss franc and other major currencies. The strength of the dollar complicated the Swiss National Bank's task of lowering the inflation rate. While consumer price inflation declined quickly from a high of 7.5 percent in the autumn of 1981 to an average of 2.9 percent in 1983, it did not vary much from 1983 to the end of 1985, despite a fairly restrictive monetary policy stance. The rising dollar was an important reason for the exceedingly sluggish response of the inflation rate to monetary tightness. The renewed decline of the dollar since March 1985 has eased considerably the upward pressure on the Swiss price level emanating from the external side. In addition, the oil price decline has led to a further – albeit temporary – drop in the inflation rate.

In view of the massive currency swings, the question arises whether there are ways to achieve greater exchange-rate stability. Before I attempt to answer this question, I must stress a fundamental point: if necessary, monetary authorities are always able to stabilize or to fix exchange rates. The question that concerns the Swiss National Bank and other monetary authorities is not whether greater exchange-rate

stability is feasible. What really concerns us is whether it is possible to achieve simultaneously stable exchange rates and a stable price level.

Swiss experience clearly suggests that the fires of inflation can be extinguished only if the central bank is able and willing to control tightly the growth in the domestic money stock. The statistics speak for themselves: Since the transition to floating, an increase in money growth has invariably been followed by an acceleration of inflation, with the inflation rate lagging behind money growth by up to three years. Conversely, a drop in money growth sooner or later has led to a decline in the inflation rate.

Because of the close link between prices and money, it is absolutely essential that the Swiss National Bank retain close control over the money stock if the war against inflation is to be won. In Switzerland, a commitment to fix – or even to stabilize – the exchange rate of the Swiss franc is incompatible with the Swiss National Bank's desire to keep a tight rein on the money stock. As ordinary mortals, we do not possess superhuman powers: either we control the money stock or we keep exchange-rate fluctuations within bounds, but we cannot do both.

Considering the impossibility of simultaneous money-stock and exchange-rate management, the Swiss National Bank has opted for a system of monetary control based on growth targets for the monetary base. These targets are set with a view to achieving price stability in the medium run. Of course, we know only too well that we cannot afford to ignore the exchange rate entirely. For this reason, our approach to monetary-base targeting has been pragmatic. Should exchange-rate developments get out of hand, we are prepared to deviate from or to give up temporarily our money-stock target. However, the exchange-rate misalignment must be serious if the Swiss National Bank is to adopt such a course of action. A good case in point is the sharp appreciation of the Swiss franc in 1978, which led the Swiss National Bank temporarily to substitute an exchange rate target for its money-stock target.

Contrary to the exchange-rate developments in 1978, the recent strength of the dollar has not

prompted the Swiss National Bank to modify its policy of controlling money growth. Over the period 1983 to 1985, actual money growth averaged 2.8 percent and was close to the target of 3 percent. Although we did not like the inflationary consequences of the high dollar, we refused to tighten significantly our monetary policy in order to lower the Swiss franc exchange rate of the dollar to more acceptable levels. We felt that a policy of trying to correct the overly high dollar/Swiss franc exchange rate was undesirable for two reasons.

First, a tightening of monetary policy would have caused an appreciation of the Swiss franc against all foreign currencies, not just the U. S. dollar. While we considered the dollar/Swiss franc exchange rate to be seriously misaligned, we were quite happy with the external value of the Swiss franc vis-à-vis the Deutsche mark and the other EMS-currencies. We might have been more willing to contemplate a tightening of monetary policy if the trouble had been a general weakness of the Swiss franc rather than a pure dollar problem.

Second, while in the long run, a drop in the domestic money stock *ceteris paribus* will bring about a proportionate rise in the external value of the Swiss franc, the short- and medium-run response in the exchange rate to a shift in monetary policy is quite unpredictable. In the face of these forecasting problems, we could not rule out the possibility that a drastic contraction in the money stock would have been required to bring about the desired movement in the exchange rate. Such a policy shift would have been undesirable from the standpoint of domestic stability as it might have thrown the Swiss economy into a recession.

The dilemma posed by the strong dollar clearly shows that the central bank of a small country may not always be able to keep everybody pleased. Since domestic policies, by themselves, have frequently not been effective in enhancing exchange-rate stability, a growing number of central bankers, government officials and academics has proposed closer co-operation among national governments and monetary authorities as a means of moderating the wide

currency swings. In their view, the variability of exchange rates is due largely to disparities or conflicts between national economic policies, which may be overcome by multilateral co-operation. The example of the Deutsche mark/Swiss franc exchange rate is occasionally mentioned as a case in point: due to the similarities of Swiss and German economic policies, notably monetary policies, that exchange rate has displayed a remarkable degree of stability in recent years.

The Swiss National Bank has always been in favour of strengthening international co-operation among national monetary authorities. We would also be prepared to accept a system of international surveillance of national economic policies, as has been suggested by the Group of Ten and other international bodies. However, though we support closer international co-operation, we do not believe that any kind of co-operation is better than none, nor are we overly optimistic about the results of international surveillance. A greater willingness to co-operate internationally is one thing. Quite another problem is to know how national economic policies should be altered in order to achieve more stable exchange rates. Let me illustrate this problem by speculating on the kind of international co-operation that might have prevented the sharp rise in the dollar from 1983 to 1985. The appreciation of the dollar has frequently been attributed to U. S. budget deficits that – until very recently – were increasing at a rapid pace. Mounting budget deficits purportedly drove up real interest rates in the United States and caused foreign demand for U. S. assets to rise. If this explanation of dollar strength had in fact been correct, policy makers should have directed their attention at the U. S. budget in order to rectify the exchange-rate misalignment. A system of surveillance could have served as an additional incentive for the United States to take appropriate corrective measures.

While it is likely that a cut in the U. S. budget deficit would have relieved somewhat the upward pressure on the dollar, I seriously doubt that the exchange-rate misalignment could have been corrected by fiscal measures alone. Numerous empirical studies suggest that the relatively high real U. S. interest rates and the strong U. S. dollar were only partly explained by

the budget deficit. Another possible cause of the rise in the dollar is the remarkable success of the Federal Reserve System in lowering the U. S. inflation rate. The confidence instilled by U. S. monetary policy may have induced investors to alter the composition of their portfolios in favour of dollar assets. If U. S. monetary policy had been an additional factor accounting for the strength of the dollar, it is hard to see how international co-operation could have ameliorated the exchange-rate situation. After all, it would clearly have been unreasonable to ask the Federal Reserve System to relax substantially its monetary policy or foreign central banks to tighten up in order to bring down the dollar. This would have jeopardized the fight against inflation in the United States and possibly caused a recession in other countries. The fact of the matter is that a major shift in monetary policy is frequently followed by considerable exchange rate variability, a cost that must be borne if inflation is to be brought under control. Thus, there are no easy means of curbing exchange-rate variability: in my opinion, the best result a system of international surveillance could achieve is to convince the various participants that stable prices are an absolutely essential precondition for stable exchange rates.

As for the debt problem, the other international monetary development the Swiss National Bank has been concerned with in recent years, I can be mercifully brief in discussing it.

We all know about the staggering sums involved (more than a 1000 billion dollars), the mind-boggling difficulties debtor countries are in to find the 100 odd billion they need yearly to service the interest payments, the sometimes drastic adjustment measures taken in some Latin American countries and the new problems recently added to an already bleak overall picture by crumbling oil prices. Since 1982, the debt strategy has taken the classical approach: balance of payments adjustment, strengthened export performance and curtailed imports, monetary and fiscal restraints including realistic interest rates and exchange rate policies. Even if this orthodox adjustment strategy has been found wanting in more than one respect, I am still convinced that there is no alternative.

Similarly, on the creditor side, even if only slow progress is being made, the general strategy put forward last October by U.S. Treasury Secretary Baker is the only way I know to get out of the difficult situation Western banks have put themselves in.

As far as Switzerland and the Swiss banks are concerned, despite the relative importance of our financial centre there is very little we can do to change the basics of the debt problem. We simply have to be flexible enough to adapt ourselves to this shifting environment and contribute as much as we can to the international effort to find an orderly way out of these dangerous currents.

Thanks to the carefulness of our bankers, the Swiss banks' exposures in indebted countries are proportionally much lower than in many other G-10 banking systems. For example, at the end of 1985, the Swiss banks' outstanding claims against the fifteen countries listed in the Baker initiative amounted to about 7.4 billion dollars, i. e. 2.5% only of the total external banking debt of these countries. However, two thirds of these amounts were concentrated in three major Latin American countries; the Swiss banks have thus not been able to escape the need for strengthening their capital position.

At the request of the Federal Banking Commission, all Swiss banks have by now provisioned to the tune of twenty percent their outstanding stock of loans vis-à-vis these «problem countries». Moreover, this unusually high level of provisioning (at least by international standards) was reached within a very short time span. The tax-relief scheme made possible by our government sped up this process now fully completed. This strengthening of our banks' capital position has of course put them in a much more comfortable position than many others to consider resuming their lending to indebted countries. Clearly, our banks have been very constructive at this difficult juncture; they have played their part in reinforcing the current debt strategy and they will, no doubt, make their contribution when the Baker initiative is implemented.

The Swiss National Bank has always been very sympathetic not only to the Baker initiative but

also to the many efforts of the Swiss banks to take part in that exercise in international financial cooperation. However, if, like any other central bank, we are ready to bring assistance to banks faced with temporary liquidity problems, we are in the business of saving banks, not bankers. The Swiss National Bank thus has no intention of bailing out, either today or tomorrow, a bank that has run into a solvency problem. It is my opinion that our banks are in full agreement with this principle. This probably explains why, in the international debt problem, they rightly insist so much on debtor countries regaining some sort of credit-worthiness before offering them new money. The solidity of their capital adequacy is the best contribution our banks can make to their own profitability, to the solidity of the international financial system and, of course, to an early resumption of net transfers to indebted countries.

Exchange-rate fluctuations and, to a lesser extent, the current debt crises are two of the main problems that today complicate Swiss monetary policy. But, of course, they only form a small part of the challenge faced by a small economy like Switzerland, wide open to the strong winds of international competition. And I would even venture to argue that the excellent performance displayed by the Swiss economy since the war is largely the result of the quasi-permanent adjustment process brought about by the outside world on our economic structures. This fact, plus our firm belief that free movements of goods and services best serve the world economy at large, will certainly contribute in the future, as they have in the past, to Switzerland's growth and welfare.

Der Einfluss der Steuerveranlagung auf den Notenumlauf – Identifikation und Quantifizierung

Franz Ettlin* und Robert Fluri*

1. Einleitung

Der Notenumlauf ist, wie Grafik 1 zeigt, durch einen steigenden Trend und eine markante Saisonbewegung um die Jahreswende gekennzeichnet. Während das Trendwachstum durch gesamtwirtschaftliche Faktoren wie das Wirtschaftswachstum, die Teuerung und die Zinssätze bestimmt wird, entstehen die saisonalen Bewegungen vor allem als Folge der Feiertage Ende Dezember und Anfang Januar.

Werden die Jahreszuwachsrate des Notenumlaufs berechnet und grafisch dargestellt (vgl. Grafik 2), so lässt sich ein weiteres im Zweijahresrhythmus wiederkehrendes Muster erkennen.

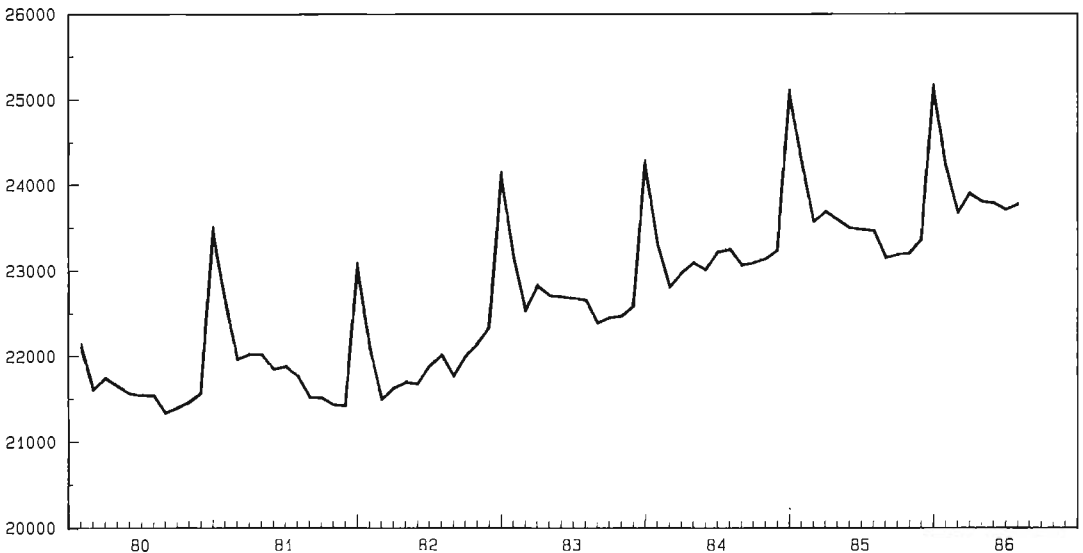
Beim Übergang von einem geraden zu einem ungeraden Jahr werden hohe Zuwachsraten verzeichnet, beim Wechsel von einem ungeraden zu einem geraden Jahr tiefe Zuwachsraten.

Das Muster deckt sich mit den zweijährigen Steuerveranlagungsperioden, die jeweils mit einem ungeraden Jahr beginnen (z. B. 1981, 1983 etc.); sie sind bei der direkten Bundessteuer und in den meisten Kantonen bei den Staats- und Gemeindesteuern üblich. Diese Übereinstimmung ist nicht zufällig. Es kann festgestellt werden, dass Bankkunden vor dem für die Bemessung des Vermögens massgebenden Stichtag, der in der Regel auf den ersten Tag einer neuen Veranlagungs- und Steuerperiode fällt, Geld von ihren Bankkonti und Sparbüchern abheben. Mit diesen Transaktionen wird offensichtlich bezweckt, zinstragende Aktiven der Besteuerung zu entziehen oder eine Offenlegung

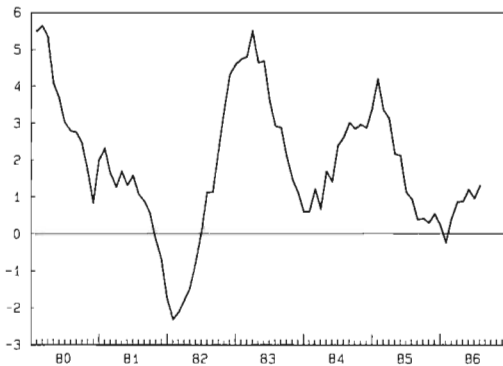
* Volkswirtschaftliche Abteilung der Schweizerischen Nationalbank

Grafik 1: Notenumlauf

(in Mio. Franken; Monatsdurchschnitt)



Grafik 2: Wachstumsraten des Notenumlaufs
(Veränderung in % gegenüber Vorjahresmonat)



der Vermögensverhältnisse zu vermeiden. Nach dem Stichtag werden die Gelder zurücktransferiert. Die mit diesen Transaktionen verbundenen Umschichtungen erhöhen bzw. vermindern den Notenumlauf.

Die These einer Beeinflussung des Notenumlaufs durch die bevorstehende Steuerveranlagung wird weiter dadurch gestützt, dass nur bei Zweiganstalten¹, die vorwiegend Kantone mit zweijährigen Veranlagungsperioden betreuen, das Zweijahresmuster beobachtet werden kann.

Es soll nun im folgenden gezeigt werden, wie der Steuerveranlagungseffekt mit einem allgemein gebräuchlichen statistischen Verfahren identifiziert und quantifiziert werden kann. Die Berücksichtigung des Steuerveranlagungseffekts führt zu besseren kurzfristigen Prognosen des Notenumlaufs, wodurch die zielkonforme Steuerung der bereinigten Notenbankgeldmenge erleichtert wird.

2. Die Berücksichtigung von zyklischen Bewegungen bei der Geldmengensteuerung

Die stetige und dosierte Ausweitung der bereinigten Notenbankgeldmenge² in der längeren Frist gehört zu den Grundmaximen der von der Schweizerischen Nationalbank verfolgten Geldpolitik. Es wird aber auch eine möglichst kontinuierliche Ausweitung der Geldmenge innerhalb des Jahres angestrebt. Zu diesem Zweck legt die

Notenbank am Jahresanfang einen aus monatlichen Zielwerten bestehenden Wachstumspfad fest, welcher im Unterschied zum Jahresziel nicht veröffentlicht wird. Die aus den Zielwerten berechneten Jahreszuwachsrate entsprechen im Jahresdurchschnitt dem publizierten Geldmengenziel. Bei der Festlegung des Wachstumspfades werden saisonale Schwankungen (jährlich wiederkehrende Bewegungen) der Geldnachfrage, aber auch längere zyklische Bewegungen berücksichtigt. Dadurch sollen kurzfristige Friktionen am Geldmarkt vermieden werden.

Die zyklischen Bewegungen der Notenbankgeldmenge werden im überwiegenden Masse durch den Notenumlauf verursacht, der mit einem Anteil von rund 75% die Notenbankgeldmenge dominiert. Die korrekte Prognose der Trendentwicklung des Notenumlaufs – auf deren Bestimmungsgründe wird in diesem Beitrag nicht näher eingetreten – sowie der regelmässig wiederkehrenden Bewegungen ist daher für die Steuerung der Geldmenge von Bedeutung³.

3. Die Identifikation und Quantifizierung des Saisonmusters

Zur Identifikation und Messung der jährlich wiederkehrenden Saisonschwankungen – sie sind in der Regel institutionell bedingt (Feiertage, Ferien, Einkaufsgewohnheiten etc.) – steht eine Anzahl von Bereinigungsverfahren zur Verfügung. Sie beruhen auf der Modellvorstellung, dass sich eine Zeitreihe in eine Trend-Zyklus-Komponente (im folgenden vereinfacht nur als Trend bezeichnet), eine Saisonkomponente und eine irreguläre (Zufalls-)Komponente zerlegen lasse. Das gebräuchlichste Verfahren, die drei Komponenten zu schätzen, dürfte das X-11-Verfahren des US Bureau of the Census (Shiskin,

¹ Die Nationalbank unterhält in der Schweiz acht Zweiganstalten als Geschäftsstellen. Ihnen ist ein Rayon zugeordnet, der jeweils mehrere Kantone umfasst. Die Zweiganstalten versorgen ihr Gebiet mit Noten und Münzen.

² Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge abzüglich ultimobedingte Refinanzierungskredite.

³ Zur Zins- und Einkommensempfindlichkeit des Notenumlaufs vgl. Rich, G. und Béguelin, J.-P. (1985).

1967) sein. Es wird bei der Nationalbank vor allem für die Bereinigung saisonbehaffeter Konjunkturindikatoren verwendet.

Die Tabelle 1 enthält die geschätzten Saisonfaktoren für den Notenumlauf⁴. Aus den Saisonfaktoren – sie sind mit einem Index vergleichbar, dessen Basis «100» jeweils dem Trendwert entspricht – geht hervor, dass der Notenumlauf von November bis Dezember allein saisonbedingt um rund 7% ansteigt. Im Januar und Februar erfolgt dann die Reduktion auf Werte nahe beim Trend.

Tabelle 1: Saisonfaktoren
(einjähriges Saisonmuster)

Januar	102,0	Juli	99,5
Februar	99,4	August	98,3
März	100,0	September	98,4
April	99,8	Oktober	98,4
Mai	99,6	November	98,9
Juni	99,5	Dezember	106,0

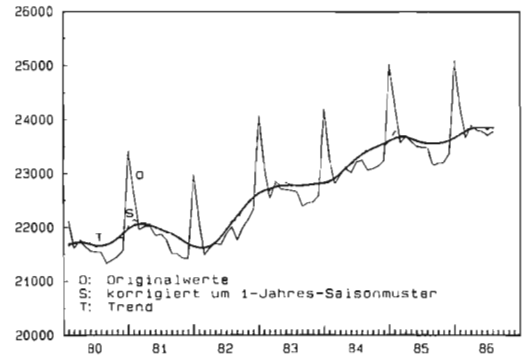
Diese Saisonfaktoren dienen nun dazu, bei gegebener Trendprognose eine resaisonalisierte Reihe zu schätzen. Umgekehrt kann aber auch mit Hilfe dieser Faktoren aus der Originalreihe eine saisonbereinigte Reihe gebildet werden. Werden zusätzlich die verbleibenden zufallsbedingten Fluktuationen ausgeschaltet, so erhält man den tendenziellen Verlauf des Notenumlaufs.

4. Die Identifikation und Quantifizierung des Steuerveranlagungseffektes

Wie aus Grafik 3 hervorgeht, weist auch der um den Saison- bzw. Zufallseinfluss korrigierte Notenumlauf die gemäss Grafik 2 bekannte im Zweijahresrhythmus wiederkehrende und mit den Veranlagungsterminen zusammenfallende Bewegung auf.

Dies erstaunt nicht, denn es entspricht durchaus den Intentionen des X-11-Programms, dass solche, im Vergleich zu den üblichen jahreszeitlichen Schwankungen längeren Schwingungen als Trendänderungen interpretiert und daher

Grafik 3: Notenumlauf saisonbereinigt
(In Mio. Franken; Monatsdurchschnitt)



nicht eliminiert werden. Wir suchten daher nach einer Lösung, die es ermöglicht, mit dem X-11-Programm auch Schwingungen mit einer zwei-jährigen Zykluslänge zu identifizieren und zu messen. Die Lösung bestand darin, aus der Originalreihe zwei Vektoren zu bilden, wobei der eine nur die Werte der ungeraden Monate (1980: 1, 1980: 3, . . . , 1986: 5) und der andere nur Werte der geraden Monate (1980: 2, 1980: 4, . . . , 1986: 6) enthielt. Die beiden Vektoren wurden nun separat dem X-11-Prozedere für Monatsreihen unterworfen. Dies ermöglichte die Identifizierung eines saisonalen Zweijahresmusters für die Reihe mit den Werten der geraden bzw. ungeraden Monate.

Da die Schätzungen für die Trendkomponenten der beiden Vektoren unterschiedlich ausfallen, sind auch die Saisonfaktoren der beiden Reihen untereinander nur bedingt vergleichbar. Sie wurden daher vor dem chronologischen Zusammenfügen auf einen gemeinsamen Trend umgerechnet, der einem gleitenden Dreimonatsmittel aus den Werten der beiden ursprünglichen Trendkomponenten entspricht. Es erfolgte zudem eine

⁴ Da der Notenumlauf (O) eine mit einem ansteigenden Trend behaftete Reihe ist, gehen wir davon aus, dass die drei Komponenten «Trend» (T), «Saison» (S), «Irregularitäten» (I) multiplikativ miteinander verknüpft sind ($O = T \cdot S \cdot I$). Demgegenüber beruht der additive Ansatz darauf, dass «Saison» und «Irregularitäten» nicht wie beim multiplikativen Ansatz einen konstanten Anteil am Trend aufweisen, sondern dass der Absolutbetrag von «Saison» und «Irregularitäten» konstant ist ($O = T + S + I$).

Normierung, so dass der Mittelwert der zwölf Saisonfaktoren eines Jahres jeweils 100 ergibt. Tabelle 2 zeigt das Saisonmuster für die Monate des ersten und zweiten Steuerjahres. (Einfachheit halber bezeichnen wir das erste und zweite Jahr einer Steuerveranlagungsperiode als erstes und zweites Steuerjahr.)

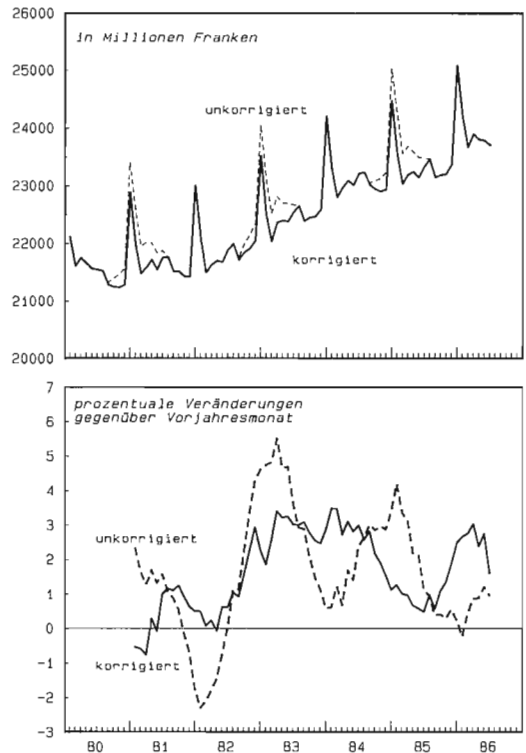
Tabelle 2: Saisonfaktoren für eine Veranlagungsperiode

1. Steuerjahr		2. Steuerjahr	
Januar	103,5	Januar	101,0
Februar	100,3	Februar	98,5
März	100,7	März	99,1
April	100,3	April	99,3
Mai	99,8	Mai	98,7
Juni	99,7	Juni	99,6
Juli	99,3	Juli	99,9
August	98,0	August	98,7
September	98,0	September	99,1
Oktober	97,8	Oktober	99,3
November	97,9	November	99,7
Dezember	104,9	Dezember	107,8

Wie Tabelle 2 zeigt, unterscheiden sich die Faktoren erwartungsgemäss im Jahr vor der Neuveranlagung von denjenigen im darauffolgenden ersten Steuerjahr. So liegt der Notenumlauf im Dezember des zweiten Steuerjahres wegen der kommenden Steuerveranlagung um 2,8% über dem Dezemberwert des ersten Steuerjahres. Im darauffolgenden Januar beträgt der Prozentsatz 2,5%. Dies entspricht in absoluten Werten rund 600–700 Mio. Franken.

Die obigen Saisonfaktoren bilden die Grundlage, um eine um den Veranlagungseffekt korrigierte Reihe für den Notenumlauf zu bilden⁵. Aus Grafik 4a geht hervor, dass mit der Umschichtung offensichtlich schon in den Herbstmonaten begonnen wird und sich der Rücktransfer bis gegen die Sommermonate hinzieht. Grafik 4b zeigt die entsprechenden Jahreswachstumsraten des Notenumlaufs, die vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Entwicklung in den letzten Jahren wesentlich plausibler verlaufen als ohne Bereinigung. Dasselbe gilt für den saisonbereinigten und tendenziellen Verlauf (Grafik 5). Die wellenförmigen Bewegungen sind eliminiert. Geblieben ist hingegen die Stagnation des Notenumlaufs zwischen Mitte 1984 und 1985, die möglicher-

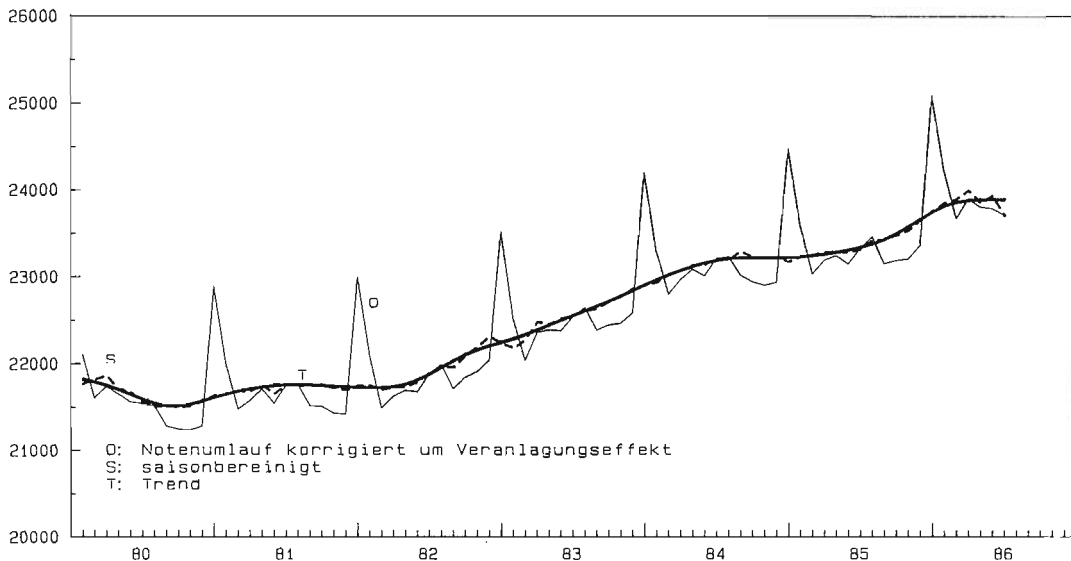
**Grafiken 4a und 4b: Notenumlauf korrigiert um Steuer-
veranlagungseffekt**



weise mit der schwachen Entwicklung des Konsums in dieser Phase zusammenhängt. Demgegenüber widerspiegelt der Verlauf zwischen Mitte 1982 und 1984 den konjunkturellen Aufschwung, dem massive Zinssatzsenkungen vorausgingen.

⁵ Um den reinen Steuereffekt zu messen, wurden jeweils die Saisonfaktoren (vgl. Tabelle 2) paarweise miteinander verglichen (Januarwert des ersten Steuerjahres mit dem Januarwert des zweiten Steuerjahres etc.). Da der jährlich wiederkehrende Saisonfaktor und der Steuerveranlagungseffekt miteinander verknüpft sind, muss der grössere Faktor sowohl den üblichen jährlich wiederkehrenden Saisonfaktor als auch den Veranlagungseffekt widerspiegeln. Der kleinere Wert hingegen misst nur den einjährigen Saisonfaktor. Durch Division des höheren Wertes durch den kleineren Wert (z. B. Dezemberwert 2. Steuerjahr durch Dezemberwert 1. Steuerjahr) kann der reine Steuereffekt gemessen werden.

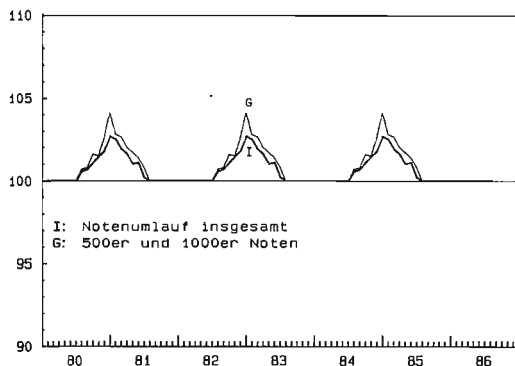
Grafik 5: Notenumlauf korrigiert um Steuerveranlagungseffekt und Saisonschwankungen
(in Mio Franken; Monatsdurchschnitt)



Erklärungsbedürftig ist in der Grafik 5 der rückläufige Trend am Anfang des Jahres 1980. Er dürfte mit den in den siebziger Jahren erlassenen Verordnungen zur Abwehr ausländischer Gelder (insbesondere Verzinsungsverbot und Kommissionsbelastung) zusammenhängen; diese führten zur Hortung von grossen Notenabschnitten, die nach der Aufhebung der Restriktionen in den Jahren 1979 und 1980 wieder abgebaut wurde. Diese Enthortung dürfte die an sich positive Grundtendenz überlagert haben.

In einem weiteren Schritt versuchten wir, den Effekt der zweijährigen Steuerveranlagungen auf die verschiedenen Notenabschnitte zu schätzen. Wir gingen davon aus, dass sich der Steuereffekt vor allem bei den grossen Abschnitten bemerkbar machen müsse. In der Tat nimmt die Nachfrage nach Fünfhunderter- und Tausendernoten im Jahr vor der Neuveranlagung überdurchschnittlich stark zu (vgl. Grafik 6). Im Dezember beträgt die auf die Steuerveranlagung zurückzuführende Zunahme der Nachfrage nach grossen Noten jeweils 4,1% gegenüber dem Vorjahr (Notenumlauf insgesamt 2,8%).

Grafik 6: Steuereffekt bei grossen Notenabschnitten¹



¹ Der prozentuelle Steuereffekt entspricht den Abweichungen vom Wert 100.

Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Der Notenumlauf weist zusätzlich zur Saisonbewegung innerhalb eines Jahres ein im Zweijahresrhythmus wiederkehrendes Muster auf. Dieses deckt sich mit den beim Bund und bei den

meisten Kantonen üblichen zweijährigen Steueranlagungsperioden. Im Dezember des zweiten Steuerjahres nimmt der Notenumlauf jeweils deutlich stärker zu als in einem Zwischenjahr. Diese Bewegung ist auf das Verhalten von Steuerpflichtigen zurückzuführen, die vor der Neuveranlagung zinstragende Aktiven in Bargeld umschichten. Die vorliegende Untersuchung zeigt, wie dieser Effekt gemessen und eine Reihe für den Notenumlauf gebildet werden kann, welche sowohl um die üblichen saisonalen Schwankungen als auch um die von den Veranlagungsterminen hervorgerufenen Bewegungen bereinigt ist. Die korrigierte Reihe weist vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Entwicklung in den vergangenen Jahren einen plausiblen Verlauf auf.

Die Berücksichtigung des Steuerveranlagungseffekts führt zu genaueren Prognosen des Notenumlaufs. Dadurch wird die Geldmengensteuerung vor allem am Jahresende erleichtert. Die Nichtberücksichtigung des Steuerveranla-

gungseffekts bei der Saisonbereinigung hätte zur Folge, dass gegen Ende des zweiten Steuerjahres (Jahr vor der Neuveranlagung) und den beiden folgenden Monaten der Notenumlauf unterschätzt und in der entsprechenden Periode des folgenden Jahres überschätzt würde. Da die veranlagungsbedingt gehorteten Banknoten in der ersten Hälfte des ersten Steuerjahres wieder enthortet werden, hat der Steuereffekt auf das Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge im Jahresdurchschnitt keinen Einfluss.

Literatur

- Shiskin, J. (1967). The X-11 Variant of the Census Method II Seasonal Adjustment Program. Bureau of the Census. Technical Paper No. 15, Washington D.C.
- Rich, G. und Béguelin, J.-P. (1985). Swiss Monetary Policy in the 1970s and 1980s, in Brunner, K. u. a., Monetary Policy and Monetary Regimes, Center Symposia Series No. CS-17, University of Rochester.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Überbrückungskredit an Mexiko

Im August 1986 gewährten die Währungsbehörden der Vereinigten Staaten und die Zentralbanken der übrigen Länder der Zehnergruppe, Spaniens sowie einiger lateinamerikanischer Staaten Mexiko einen Überbrückungskredit in Höhe von 1,1 Mrd. Dollar. Der Kredit dient zur Deckung des unmittelbaren Liquiditätsbedarfs, bis die in einer Vereinbarung Mexikos mit dem Internationalen Währungsfonds vorgesehenen Kredite offizieller und privater Stellen von insgesamt 12 Mrd. Dollar ausbezahlt werden. Die Schweizerische Nationalbank beteiligte sich am Überbrückungskredit, der bis Mitte Februar 1987 zurückbezahlt werden soll, mit 30 Mio. Dollar. Aufgrund des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen wird die Beteiligung der SNB vom Bund garantiert.

Crédit relais en faveur du Mexique

Au mois d'août 1986, les autorités monétaires des Etats-Unis ainsi que les banques centrales des autres pays membres du Groupe des Dix, de l'Espagne et de plusieurs pays d'Amérique latine ont accordé un crédit relais de 1,1 milliard de dollars au Mexique. Cette avance est destinée à couvrir les besoins immédiats de liquidités jusqu'au versement des crédits que des sources officielles et privées ouvriront pour un montant de 12 milliards de dollars selon un accord conclu entre le Mexique et le Fonds monétaire international. La Banque nationale suisse participe à concurrence de 30 millions de dollars au crédit relais qui devra être remboursé jusqu'à la mi-février 1987. Ce montant est garanti par la Confédération en vertu de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales.