

**Geld, Wahrung und  
Konjunktur****Monnaie  
et conjuncture****No 4  
Dezember / décembre 1987****5. Jahrgang / 5 me année**

Inhalt/Table des matières	225
Übersicht	227
Sommaire	228
Sommario	229
Abstracts	230
Die Geldpolitik im Jahre 1988	231
La politique monétaire en 1988	232
Bericht zur Wirtschafts- und Wahrungslage	233
Situation économique et monétaire	256
Hans Meyer: Zur Führung der Notenbank	279
Thomas Schlup: Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1986	284
Les investissements directs suisses à l'étranger en 1986	290
Geld- und wahrungspolitische Chronik	296
Chronique monétaire	296
Inhaltsverzeichnis 1987	297
Table des matières 1987	297



## Übersicht

---

### **Die Geldpolitik im Jahre 1988 (S. 231)**

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank hat im Einvernehmen mit dem Bundesrat beschlossen, das Geldmengenziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1988 auf 3% festzulegen.

### **Wirtschafts- und Währungslage (S. 233–255)**

Nach einer vorübergehenden Wachstumsabschwächung am Anfang des Jahres belebte sich die Konjunktur in den Industrieländern insgesamt im Sommerhalbjahr wieder. Dies ist insbesondere auf das kräftige Wachstum in den Vereinigten Staaten zurückzuführen. Die Konjunkturbelebung in den Industrieländern ging vornehmlich von der Binnennachfrage aus.

Auch in der Schweiz zeichnete sich nach der leichten Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im ersten Halbjahr 1987 im dritten Quartal eine Belebung ab. Der für die Entwicklung in der Industrie repräsentative Indikator «Geschäftsgang» weist deutlich nach oben, die Kapazitätsauslastung nahm um einen halben Prozentpunkt zu, und die Auftragslage verbesserte sich.

Kurze Zeit nach dem Kurssturz an den Aktienbörsen verlor auch der amerikanische Dollar erneut an Wert. Aktienkurszerfall und Dollarbaisse verstärkten die Unsicherheiten über die künftige Konjunkturentwicklung in den Industrieländern. Viele Beobachter revidierten ihre Wachstumsprognosen für 1988 im Falle der Vereinigten Staaten um einen und für die übrigen Industrieländer – einschliesslich der Schweiz – um einen halben Prozentpunkt nach unten. Wie stark der Börsensturz und die rasche Abschwächung des Dollars die Erwartungen der Unternehmer und Konsumenten beeinflusst haben, lässt sich im Moment noch nicht schlüssig beurteilen.

### **Zur Führung der Notenbank (S. 279–283)**

Die SNB ist weitgehend unabhängig von Politik und Verwaltung. Sie ist in erster Linie an den ihr durch die Verfassung gegebenen Auftrag gebunden. Dieser verlangt eine im wirtschaftlichen Gesamtinteresse des Landes liegende Geld- und Währungspolitik. Bei der Interpretation ihres Auftrages gibt die SNB dem Ziel der Geldwertstabilität gegenüber anderen, konkurrierenden Zielen den Vorrang. Ungeachtet ihres besonderen Auftrages und ihrer Stellung wird die SNB nach allgemeinen betriebswirtschaftlichen Grundsätzen geführt.

### **Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1986 (S. 284–289)**

Die Nationalbank veröffentlicht zum erstenmal Daten über die regionale Gliederung der schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland. Der Bericht informiert über den Buchwert des Kapitalbestandes, die Kapitalbewegungen und den Personalbestand der Betriebsstätten im Ausland. Die Nationalbank ist durch das Bundesgesetz über Konjunkturbeobachtung und Konjunkturerhebungen vom 20. Juni 1980 und die Verordnung vom 25. August 1982 beauftragt, den Bestand der Forderungen und Verpflichtungen gegenüber dem Ausland für die Zahlungsbilanz der Schweiz zu erheben. Für die neue Statistik wurden Daten von über 300 Banken, Versicherungen und Unternehmen in der Schweiz ausgewertet.

## Sommaire

---

### **Objectif monétaire pour l'année 1988 (p. 232)**

En accord avec le Conseil fédéral, la Direction générale de la Banque nationale suisse a décidé, pour l'année 1988, d'augmenter de 3% la monnaie centrale ajustée.

### **Situation économique et monétaire (p. 256–278)**

Après un affaiblissement passager au début de l'année, la conjoncture s'est en général accélérée dans les pays industrialisés au cours des deuxième et troisième trimestres. La croissance économique a été particulièrement vigoureuse aux Etats-Unis. La demande intérieure a été le principal moteur de la conjoncture dans les pays industrialisés.

En Suisse également, une accélération s'est dessinée après le léger ralentissement observé au premier semestre. L'indice reflétant la marche des affaires dans l'industrie a marqué une nette hausse, le taux d'utilisation des capacités techniques a progressé d'un demi-point et les entrées de commandes ont augmenté.

Peu après la chute généralisée des cours des actions, le dollar des Etats-Unis a fléchi de nouveau sur les marchés des changes. L'effondrement des bourses et le repli du dollar ont accru l'incertitude quant à l'évolution de la conjoncture dans les pays industrialisés. De nombreux observateurs ont révisé à la baisse leurs prévisions de croissance pour 1988; ils ont réduit d'un point le taux d'expansion prévu pour les Etats-Unis et d'un demi-point celui des autres pays industrialisés, y compris la Suisse. Il est encore difficile de dire avec précision quelles influences auront l'effondrement des bourses et la rapide baisse du dollar sur les anticipations des entreprises et des ménages.

### **La conduite des affaires de la banque centrale (p. 279–283)**

La Banque nationale suisse jouit d'une large autonomie face à la politique et aux administrations publiques. La tâche qui lui est confiée par la constitution est avant tout de mener une politique monétaire servant les intérêts économiques généraux du pays. Dans l'accomplissement de cette tâche, la BNS donne à la stabilité de la valeur interne de la monnaie la priorité sur d'autres objectifs qui peuvent être antagoniques. Mis à part sa tâche et sa position particulières, la BNS est gérée, comme toute entreprise, selon les principes économiques généraux.

### **Les investissements directs suisses à l'étranger en 1986 (p. 290–295)**

Pour la première fois, la Banque nationale publie des données sur la répartition géographique des investissements directs suisses à l'étranger. Le présent rapport renseigne sur la valeur comptable du stock d'investissements directs, sur les flux de capitaux et sur l'effectif du personnel dans les entreprises d'investissement direct à l'étranger. La loi fédérale du 20 juin 1980 réglant l'observation de la conjoncture et l'exécution d'enquêtes sur la conjoncture ainsi que l'ordonnance y relative du 25 août 1982 chargent la Banque nationale d'établir l'état des créances et des engagements envers l'étranger en vue de dresser la balance suisse des paiements. La nouvelle statistique repose sur les données fournies par plus de 300 banques, compagnies d'assurances et entreprises établies en Suisse.

## Sommario

---

### **Obiettivo monetario per il 1988 (p. 231–232)**

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera, in accordo con il Consiglio federale, ha deciso di fissare al 3% l'obiettivo di crescita della base monetaria epurata per il 1988.

### **Situazione economica e monetaria (p. 233–278)**

Dopo un indebolimento temporaneo all'inizio dell'anno, la congiuntura si è in generale di nuovo ripresa nei paesi industrializzati durante il secondo e terzo trimestre. Questo miglioramento è in gran parte da attribuire alla crescita particolarmente vigorosa prodottasi negli Stati Uniti. La domanda interna è stata il principale sostegno della congiuntura nei paesi industrializzati.

Anche in Svizzera il ritmo della crescita si è accelerato nel terzo trimestre, dopo il leggero rallentamento verificatosi nel primo semestre 1987. L'indicatore dell'attività industriale punta decisamente verso l'alto; l'utilizzazione delle capacità produttive è migliorata di un mezzo punto, e le entrate di comande sono aumentate.

Poco dopo la caduta generalizzata delle quotazioni in borsa il dollaro americano si è di nuovo indebolito sui mercati valutari. Il crollo delle borse e la caduta del dollaro hanno aumentato i fattori di incertezza riguardanti l'evoluzione congiunturale nei paesi industrializzati. Molti osservatori hanno riveduto le loro previsioni di crescita economica per il 1988, abbassando di un punto il tasso di espansione previsto per gli Stati Uniti, e di mezzo punto quello degli altri paesi industriali, compresa la Svizzera. Al momento non è ancora possibile valutare con precisione quali sono gli effetti del crollo della borsa e della caduta del dollaro sulle aspettative delle imprese e dei consumatori.

### **La gestione della banca centrale (p. 279–283)**

La Banca nazionale usufruisce di una grande autonomia rispetto alla politica e all'amministrazione pubblica. Il suo compito principale, definito dalla Costituzione, è avantutto di condurre una politica monetaria e del credito utile agli interessi economici generali del paese. Nell'adempimento di tale compito la Banca nazionale accorda la priorità al perseguimento della stabilità del valore della moneta.

Se si fa astrazione del compito particolare e della sua posizione, per il resto la Banca nazionale è gestita come qualsiasi altra impresa secondo i normali principi economici.

### **Gli investimenti diretti svizzeri all'estero nel 1986 (p. 284–295)**

Per la prima volta la Banca nazionale pubblica i dati concernenti la ripartizione geografica degli investimenti diretti svizzeri all'estero. Il presente rapporto informa sul valore contabile dello stock degli investimenti diretti, sui flussi di capitale e sugli effettivi del personale nelle imprese all'estero. La legge federale del 20 giugno 1980, che regola l'osservazione e gli studi congiunturali, così come la relativa ordinanza del 25 agosto 1982, incaricano la Banca nazionale di raccogliere i dati concernenti i crediti e i debiti verso l'estero al fine di compilare la bilancia svizzera dei pagamenti. La nuova statistica si fonda sui dati forniti da più di 300 banche, compagnie di assicurazione e imprese stabilite in Svizzera.

## Abstracts

---

### **Money supply target for 1988 (pp. 231–232)**

The Governing Board of the Swiss National Bank has decided, in agreement with the Federal Government, to set the money supply target for the adjusted monetary base at 3% in 1988.

### **Economic and monetary developments (pp. 233–278)**

After a temporary slackening of growth at the beginning of the year the industrialised countries on the whole saw a renewed pick-up in business activity during the summer months. This improvement is largely attributable to the vigorous expansion in the United States. The upswing in the industrialised nations emanated chiefly from domestic demand.

In Switzerland, too, there were signs of accelerating economic growth in the third quarter following a slight slowdown in the first half of 1987. The business indicator, which is a measure of developments in the industrial sector, is pointing clearly upward; capacity utilisation has increased by half a percentage point and the level of incoming orders has risen.

Soon after the stock market crash the US dollar also embarked on a renewed downward slide. Crumbling share prices and the sharp fall of the dollar added to the uncertainty with regard to the future economic development in the industrialised countries. Numerous observers adjusted downward their growth forecasts for 1988 – by one percentage point in the case of the United States and by half a percentage point for the other industrialised countries, including Switzerland. At the moment it is not possible to assess conclusively to what extent the stock market crash and the rapid depreciation of the dollar have influenced entrepreneurs' and consumers' expectations.

### **Managing a central bank (pp. 279–283)**

The Swiss National Bank is, to a large extent, independent of politics and of the administration. It is primarily committed to exercising the mandate conferred on it by the Constitution, i.e. to pursue a credit and monetary policy serving the interests of the country as a whole. In interpreting its mandate, the Swiss National Bank gives priority to monetary stability before all other rival goals. Regardless of its special mandate and its position the Swiss National Bank is managed according to normal principles of business administration.

### **Swiss direct investments abroad in 1986 (pp. 284–295)**

For the first time the Swiss National Bank is publishing data on the regional distribution of Swiss direct investments abroad. The report contains information on the book value of capital holdings, capital movements and the number of employees in business establishments abroad. Based on the Federal Law on the observation of economic trends and the collection of economic data of 20 June 1980 and the Ordinance of 25 August 1982, the Swiss National Bank has been commissioned to collect statistics on the level of claims and commitments vis-à-vis other countries for Switzerland's balance of payments. For these new statistics, data provided by more than 300 banks, insurance companies and Swiss business enterprises have been evaluated.

## Die Geldpolitik im Jahre 1988

---

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank hat im Einvernehmen mit dem Bundesrat das Geldmengenziel für 1988 auf 3% festgelegt.

Die Lage an den Finanz- und Devisenmärkten sowie Unsicherheiten über die Konjunkturlaufentwicklung haben das Direktorium im laufenden Jahr veranlasst, das ursprünglich festgelegte Ziel von 2% zu überschreiten. Für 1987 dürfte die Zunahme der bereinigten Notenbankgeldmenge 2,9% betragen. Da diese Unsicherheiten 1988 voraussichtlich weiterbestehen werden, wird die Schweizerische Nationalbank ihre weiterhin auf Preisstabilität ausgerichtete Politik mit der gleichen Flexibilität fortsetzen.

Das Geldmengenziel von 3% beruht auf der Überlegung, dass die Einkommensentwicklung im Jahre 1988 zu einer Zunahme der Nachfrage nach Notenbankgeld von gut 2,5% führen dürfte. Die Nationalbank rechnet mit einer Abschwächung des Realwachstums in der Schweiz. Das

reale Bruttoinlandprodukt dürfte im Jahre 1988 um gut 1% zunehmen, während die Erhöhung des Konsumentenpreisindex auf rund 2% geschätzt wird. Unter dieser Annahme dürfte ein beschränkter Spielraum für weitere Zinssenkungen in der Schweiz vorhanden sein.

Es ist nicht auszuschliessen, dass die auf den 1. Januar in Kraft tretenden Liquiditätsvorschriften sowie das Swiss Interbank Clearing (SIC) die Nachfrage nach Notenbankgeld beeinflussen werden. Falls sich diese Nachfrage reduziert, könnte die Zuwachsrate für die bereinigte Notenbankgeldmenge unter das anvisierte Ziel gesenkt werden, ohne dass damit eine Verschärfung des geldpolitischen Kurses verbunden wäre.

Das Geldmengenziel für 1988 ist wiederum als Richtlinie zu verstehen. Das Direktorium behält sich vor, davon abzuweichen, falls die weitere Entwicklung dies als angezeigt erscheinen lässt.

## La politique monétaire en 1988

---

En accord avec le Conseil fédéral, la Direction générale de la Banque nationale suisse a fixé à 3% son objectif monétaire pour l'année 1988.

La situation sur les marchés de l'argent, des capitaux et des changes ainsi que les incertitudes quant à l'évolution de la conjoncture ont amené la Direction générale à dépasser l'objectif de 2% qu'elle s'était fixé pour l'année en cours. En 1987, la croissance de la monnaie centrale ajustée s'inscrira en effet probablement à 2,9%. Etant donné que ces incertitudes subsisteront vraisemblablement en 1988, la Banque nationale suisse poursuivra, avec la même souplesse, sa politique axée sur la stabilité des prix.

Le choix d'un objectif monétaire de 3% part de l'idée que l'évolution des revenus en 1988 devrait entraîner une expansion d'un peu plus de 2,5% de la demande de monnaie centrale. La Banque nationale s'attend en outre à un ralentissement de la croissance réelle dans notre pays.

En 1988, le produit intérieur brut réel augmentera vraisemblablement d'un peu plus de 1% et l'indice des prix à la consommation, de 2%. Dans ces conditions, il subsiste une marge de manœuvre restreinte pour de nouvelles baisses des taux d'intérêt en Suisse.

Les prescriptions sur la liquidité, qui entreront en vigueur le 1er janvier 1988, et le Swiss Interbank Clearing (SIC) influenceront peut-être sur la demande de monnaie centrale. Si cette demande diminue, le taux de croissance de la monnaie centrale ajustée pourrait être réduit à un niveau inférieur à l'objectif, sans pour autant qu'un cours plus restrictif soit donné à la politique monétaire.

Comme les précédents, l'objectif monétaire pour l'année 1988 a le caractère d'une ligne directrice. La Direction générale se réserve de s'en écarter si, du fait de l'évolution, une telle stratégie paraît indiquée.



# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage\*  
für die Sitzung des Bankrats vom 18. Dezember 1987

## A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

### 1. Überblick

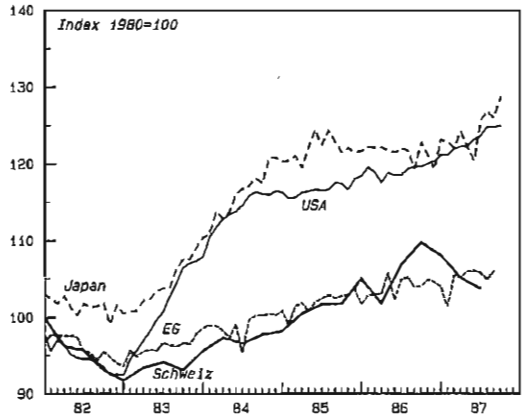
#### Konjunkturentwicklung

Nach einer vorübergehenden Wachstumsabschwächung am Anfang des Jahres belebte sich die Konjunktur in den Industrieländern insgesamt im Sommerhalbjahr wieder. Dies ist insbesondere auf das kräftige Wachstum in den Vereinigten Staaten zurückzuführen. In Grossbritannien setzte sich die seit 1985 anhaltende und starke wirtschaftliche Expansion fort. Dagegen wich die im Winter 1986/87 in der Bundesrepublik Deutschland und in Frankreich verzeichnete Stagnation lediglich einem schwachen Wachstum. Auch in Japan machte die letztjährige, durch die Aufwertung des Yen bedingte Wachstumsverlangsamung neuer Dynamik Platz. Die Konjunkturbelebung in den Industrieländern ging vornehmlich von der Binnennachfrage aus.

Der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den OECD-Ländern bewirkte einen Rückgang der Arbeitslosigkeit, wobei das Ausmass der Reduktion in den Vereinigten Staaten wiederum am deutlichsten ausfiel. Die Ungleichgewichte in den Bilanzen der laufenden Transaktionen blieben bestehen, obschon der Überschuss Japans zurückging. Der Aktivsaldo der Bundesrepublik Deutschland stagnierte auf hohem Niveau, und das Defizit der Vereinigten Staaten betrug immer noch 43,4 Mrd. Dollar.

Die Teuerung entwickelte sich im OECD-Raum uneinheitlich. Während die Preise in Japan und der Bundesrepublik Deutschland annähernd sta-

Grafik 1: Industrieproduktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators, Bundesamt für Statistik

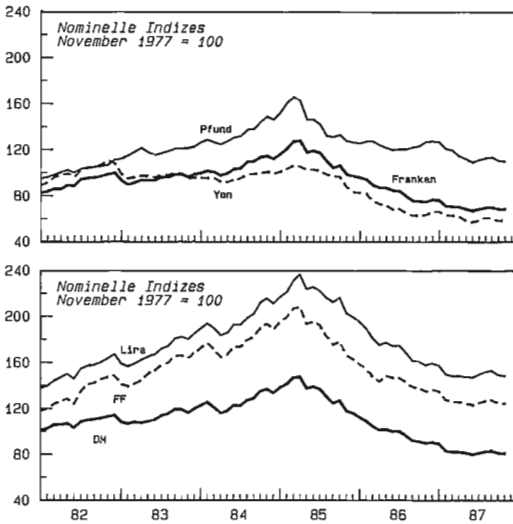
bil blieben, zogen sie in den Vereinigten Staaten und Italien an.

Nach einer über Jahre anhaltenden, ausgeprägten Hausse kam es Mitte Oktober an allen Börsen der Welt zu einem massiven Sturz der Aktienkurse. In New York fiel der Dow-Jones-Index für Industriewerte an einem einzigen Tag um 23%, der Nikkei-Index in Tokio verlor 15%, der SwissIndex 11%. Die europäischen Indices sanken allerdings in den folgenden Tagen und Wochen weiter, während sich die amerikanischen wieder erhöhten. Mitte November lagen die amerikanischen und japanischen Indices rund 15%, die deutschen und die schweizerischen hingegen rund 25% unter dem Niveau von Mitte Oktober. Der plötzliche Einbruch an den Aktienmärkten führte zu Unsicherheit, Panikverkäufen und einem gewaltigen Umsatzanstieg, dem zeitweise weder die Marktteilnehmer noch die Börsen gewachsen waren.

Kurze Zeit nach dem Kurssturz an den Aktienbörsen verlor auch der amerikanische Dollar er-

\* Der Bericht wurde Mitte November abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im August, September und Oktober 1987 bekannt wurden.

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



neut an Wert. Aktienkurszerfall und Dollarbaisse verstärkten die Unsicherheiten über die künftige Konjunkturalentwicklung in den Industrieländern. Viele Beobachter revidierten ihre Wachstumsprognosen für 1988 im Falle der Vereinigten Staaten um einen und für die übrigen Industrieländer um einen halben Prozentpunkt nach unten. Wie stark der Börsensturz und die rasche Abschwächung des Dollars die Erwartungen der Unternehmer und Konsumenten beeinflusst haben, lässt sich im Moment noch nicht schlüssig beurteilen.

**Wirtschaftspolitik**

Die meisten Zentralbanken der wichtigsten Industrieländer setzten im dritten Quartal ihre akkommodierende Geldpolitik aus konjunkturpolitischen, im Falle Japans aus wechsellkurspolitischen Gründen fort. Das Federal Reserve Board hielt an seiner Anfang Jahr eingeleiteten restriktiveren Geldpolitik fest und verschärfte sie im Laufe des dritten Quartals noch leicht. Im Zuge steigender Geldmarktsätze wurde in den USA im September der offizielle Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt erhöht. Nach dem Ausbruch der Börsenkrise lockerte das Federal Re-

serve Board die Geldpolitik deutlich. Auch andere Zentralbanken nahmen ihre Aufgabe als «Lender of Last Resort» wahr und stellten den Banken zusätzliche Liquidität zur Verfügung. Dadurch kamen die Geldmarktsätze wieder ins Rutschen. Ferner senkten die Zentralbanken der Niederlande, Grossbritanniens, der Bundesrepublik Deutschland und der Schweiz Anfang November ihre offiziellen Zinssätze.

Die Budgetdefizite haben sich im Jahre 1987 in verschiedenen Industrieländern verringert. In den Vereinigten Staaten ging das Defizit des Bundeshaushalts in dem am 30. September 1987 zu Ende gegangenen Fiskaljahr auf 148 Mrd. Dollar zurück, nachdem es in der Vorperiode noch 221 Mrd. Dollar betragen hatte. Diese Verbesserung wird dem Verkauf staatlicher Aktiven und vorübergehenden Auswirkungen der Steuerreform zugeschrieben. Für das im Herbst 1987 begonnene Fiskaljahr wird auch nach dem jüngsten Budgetkompromiss zwischen dem Präsidenten und Vertretern des Kongresses ein mindestens gleich hohes Defizit erwartet (150 Mrd. Dollar). Die japanischen Behörden lockerten im Verlaufe des Jahres 1987 ihre Fiskalpolitik. Sie steigerten die staatlichen Investitionen deutlich und senkten die Steuerlast.

**Devisenmarkt**

Nach der vorübergehenden Erhöhung des Ausenwertes des Dollars im Sommer 1987 wertete sich dieser in den Monaten September bis November gegenüber allen wichtigen Währungen weiter ab. Nach dem Kurssturz an den Börsen und der hinter den Erwartungen vieler Marktteilnehmer zurückbleibenden Verbesserung der amerikanischen Handelsbilanz kam der Dollar erneut stark unter Druck. Diese Entwicklung veranlasste die Zentralbanken zu massiven Interventionen zugunsten des Dollars. Die Schweizerische Nationalbank beteiligte sich an diesen koordinierten Devisenmarktinterventionen.

Die unterschiedlichen Aufwertungsraten der D-Mark, des französischen Frankens und der italienischen Lira gegenüber dem Dollar in den Monaten August bis Oktober führten zu Spannungen innerhalb des Europäischen Währungs-

systems (EWS). Die Zentralbanken von Frankreich und Italien mussten in den Monaten September und Oktober mehrmals kräftig intervenieren, um ihre Währungen innerhalb der Bandbreite halten zu können. Am 12. September vereinbarten die Länder des EWS in Nyborg einige technische Änderungen am Europäischen Währungssystem. Unter anderem ist in Zukunft vorgesehen, Interventionen von Ländern mit schwachen Währungen gemeinschaftlich zu finanzieren, bevor die Untergrenze der Bandbreite erreicht wird (sogenannte intramarginale Intervention). Voraussetzung dazu ist die jeweilige Bereitschaft der Länder mit starken Währungen zur Kreditgewährung. Zudem soll die Rückzahlung fortan unter gewissen Bedingungen zu 100% (bisher 50%) in der europäischen Währungseinheit ECU möglich sein.

### **Internationale Währungszusammenarbeit und Verschuldungsprobleme**

An der Ende September abgehaltenen Jahresversammlung des Internationalen Währungsfonds (IWF) setzte sich US-Schatzsekretär Baker für die Verwendung eines Rohwarenindex als zusätzlichen Indikator für die Beurteilung der Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder ein.

Nachdem das im Juli zwischen dem IWF und Argentinien vereinbarte Beistandsabkommen nicht zum Tragen kam, versiegten die ausländischen Finanzierungsquellen. Bis die unter diesem Abkommen vereinbarten Kreditfazilitäten zur Verfügung standen, gewährten die Währungsbehörden der Vereinigten Staaten und dreier lateinamerikanischer Länder gemeinsam mit verschiedenen Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe sowie Spaniens und Österreichs einen Überbrückungskredit von 475 Mio. Dollar. Die Schweizerische Nationalbank leistete eine Substitutionszusage über 14,25 Mio. Dollar an jenen Teil des Überbrückungskredits, der über die BIZ gewährt wurde.

Ende Oktober wurden die vorübergehend unterbrochenen Verhandlungen zwischen Brasilien und den Gläubigerbanken wieder aufgenommen. Sie wickelten sich vor dem Hintergrund eines Zahlungsrückstandes für geschuldete Zin-

sen von 4 Mrd. Dollar ab. Mitte November kam ein Interimsabkommen zustande, das eine beschränkte Wiederaufnahme der Zinszahlungen Brasiliens vorsieht. Dadurch soll eine Deklassierung der Schulden Brasiliens durch die amerikanischen Aufsichtsbehörden – und die sich daraus ergebende Verschärfung der Problematik für das Bankensystem – vermieden werden.

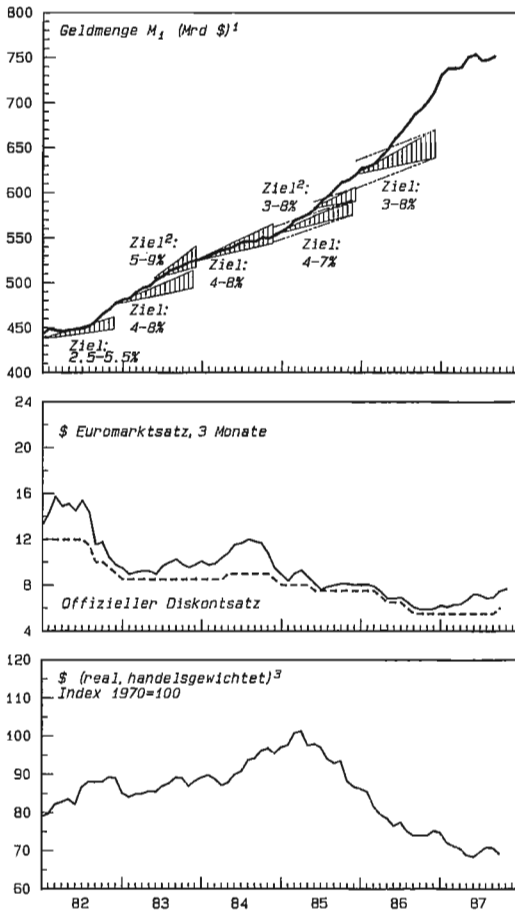
## **2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern**

### **Vereinigte Staaten**

Im dritten Quartal 1987 beschleunigte sich der Aufschwung in den Vereinigten Staaten deutlich; gegenüber dem Vorquartal nahm das Brutto-sozialprodukt real mit einer Jahresrate von 4,1% zu. Namentlich der Konsum dauerhafter Güter (+22,4%) und die Anlageinvestitionen der Unternehmen (+26,3%) wuchsen stark an. Dagegen stagnierten sowohl der Konsum von nicht-dauerhaften Gütern als auch die Wohnbauinvestitionen. Die realen Importe nahmen erstmals seit einem Jahr deutlich mehr zu als die Exporte, so dass im dritten Quartal 1987 der Aussenhandel das Wachstum des Sozialproduktes dämpfte. Die Endverkäufe stiegen wiederum kräftig (+5,8%), und die Lager wurden stark abgebaut. Auch der Arbeitsmarkt spiegelt die gute konjunkturelle Verfassung; dank einer Zunahme der Beschäftigung sank die Arbeitslosenquote im September auf 5,9%.

Nachdem die Teuerung in der ersten Jahreshälfte angezogen hatte, flachte sie sich im dritten Quartal trotz zunehmend ausgelasteter Produktionskapazitäten etwas ab. Die Konsumentenpreise stiegen aber schneller als in Europa, was angesichts der Wechselkurseinflüsse bei den Importpreisen nicht erstaunt. Die Jahresteu-erung betrug im September 4,2%.

Trotz höherer Ausfuhren schloss die Handelsbilanz im Juli mit einem Rekordfehlbetrag von 16,5 Mrd. Dollar. Im August verringerte sich dieser nur geringfügig (15,7 Mrd.). Im September sank das Handelsbilanzdefizit auf 14,1 Mrd. Dollar und lag damit um 0,6 Mrd. unter dem Stand vom September 1986. Die Bilanz der laufenden

**Grafik 3: Vereinigte Staaten**

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

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

<sup>3</sup> Quelle: OECD

Transaktionen schloss im dritten Quartal mit einem Defizit, das mit 43,4 Mrd. Dollar um 20% über dem Vorjahreswert lag.

Im dritten Quartal 1987 setzte die amerikanische Zentralbank den während des ganzen Jahres verfolgten restriktiven geldpolitischen Kurs fort. Die Jahreswachstumsrate der monetären Basis, die sich bis Mitte Juni bereits um zwei Prozentpunkte reduziert hatte, verringerte sich für die

Zeitperiode Juni bis Mitte September (berechnet auf der Basis von Ende 1986) auf weniger als 5%. Das Wachstum der Geldmenge  $M_1$  verharrte seit Anfang 1987 nahe bei Null, nachdem sich vorher während neun Quartalen Zuwachsraten von über 9% ergeben hatten.

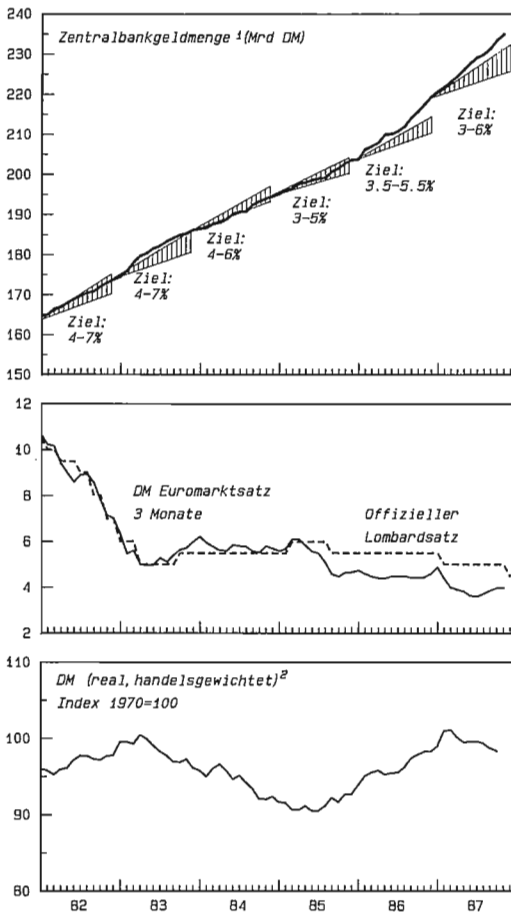
Bereits seit Juni stiegen die langfristigen und – in etwas geringerem Ausmass – die kurzfristigen Zinssätze. Am 4. September 1987 erhöhte das Federal Reserve Board den Diskontsatz von 5,5% auf 6%. Die Geldmarktsätze kletterten weiter, und im Markt entstand die Frage, ob das Federal Reserve Board ein Anwachsen der Diskontkredite zulassen oder den Diskontsatz abermals erhöhen werde. Der Rückgang der Zinssätze in der Folge des Kurssturzes an den Aktienbörsen am 19. Oktober und die nachfolgende Liquiditätshilfe des Fed machten diese Frage gegenstandslos.

### **Bundesrepublik Deutschland**

Der Aufschwung der deutschen Wirtschaft blieb im zweiten Quartal 1987 bescheiden. Das reale Bruttosozialprodukt erhöhte sich gegenüber der Vorperiode saisonbereinigt um 1,0%, was gerade ausreichte, den Rückgang im ersten Quartal wettzumachen, so dass es im zweiten Quartal den Vorjahresstand um 0,8% übertraf.

Nach wie vor trug die inländische Nachfrage am meisten zum Wachstum des realen Bruttosozialprodukts bei. Von allen Komponenten des Bruttosozialprodukts wies der private Konsum mit 2,3% die höchste Jahreswachstumsrate auf. Allerdings schwächte sich das Wachstum im Vergleich zum Vorjahr, als der private Konsum noch um 4,0% zugenommen hatte, deutlich ab. Während die öffentlichen Ausgaben und die Ausrüstungsinvestitionen gegenüber der Vorjahresperiode leicht stiegen (um 1,2% bzw. 0,5%), nahmen die Bauinvestitionen um 1,2% ab. Infolge der Exportschwäche (-2,6%) und der stagnierenden Importe verringerte sich der Aussenhandelsüberschuss.

Aufgrund der kürzlich veröffentlichten Indikatoren wird in Deutschland eine weitere konjunkturelle Verbesserung für die zweite Jahreshälfte

**Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland**

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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

1987 erwartet. So belebte sich die Auslandnachfrage wieder, und der private Konsum nahm erneut deutlich zu. Die seit April 1987 anhaltende Erholung der industriellen Produktion setzte sich fort. Im dritten Quartal erreichte sie zwar das Vorjahresniveau noch nicht ganz (-0,3%), doch nahm der Auftragseingang zu und übertraf erstmals seit einem Jahr den Vorjahresstand (inländische Aufträge +1,0%, ausländische Aufträge +5,0%). Im Bausektor blieb die Produktion gedrückt, und die Beschäftigung ging innert Jahresfrist um 4% zurück.

Von September 1986 bis August 1987 ging der Überschuss der Handelsbilanz laufend zurück. Im September 1987 stieg der Aktivsaldo aber wieder stark an. Er erreichte im dritten Quartal insgesamt 27,9 Mrd. D-Mark gegenüber 29,4 Mrd. in der Vergleichsperiode 1986. Der Überschuss der Bilanz der laufenden Transaktionen stagnierte auf einem hohen Niveau. In den ersten neun Monaten 1987 war er mit 53,0 Mrd. D-Mark genau gleich hoch wie in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Die Arbeitsmarktlage blieb unbefriedigend. Die Beschäftigung nahm zwar im dritten Quartal 1987 weiter zu, doch verlangsamte sich ihr Wachstumsrhythmus. Die saisonbereinigte Arbeitslosenrate erhöhte sich auf 9% im September 1987 gegenüber 8,8% am Jahresanfang.

Die Teuerung beschleunigte sich leicht, doch bewegte sie sich nach wie vor auf tiefem Niveau. Im dritten Quartal 1987 betrug sie 0,6% gegenüber 0,2% in der Vorperiode. Im Oktober stieg sie auf 0,9%.

Im anfangs September vorgelegten Budgetentwurf kündigte die deutsche Regierung eine Fortsetzung der gegenwärtig eher expansiven Fiskalpolitik an. Sie möchte das Wachstum der Ausgaben leicht erhöhen und gleichzeitig die Steuern verringern. Das Ziel einer Sanierung der öffentlichen Finanzen wird damit etwas hinausgeschoben.

Das Wachstum der Zentralbankgeldmenge lag auch von Juli bis Oktober 1987 wesentlich über dem von der Deutschen Bundesbank festgelegten Zielkorridor von 3-6%. Im Oktober flachte es sich leicht auf 7,5% ab, nachdem es in der Jahresmitte noch 8% betragen hatte. Im Einklang mit den Zinstendenzen in anderen Ländern stiegen die Geldmarktsätze im September und Anfang Oktober. Nach dem weltweiten Preissturz an den Aktienbörsen und den Kursstützungsmassnahmen zugunsten des US-Dollars gingen sie wieder zurück. Am 6. November senkte die Deutsche Bundesbank den Lombardsatz von 5% auf 4,5%. Zugleich beschloss sie, ihr Wechsel-Pensionsgeschäft zu einem um 0,3 Prozentpunkt tieferen Satz von 3,5% anzubieten. Diese Massnahmen waren mit Leitzinserhöhungen

gen in Frankreich koordiniert und bezweckten die Festigung der geltenden Wechselkurse im EWS.

**Grossbritannien**

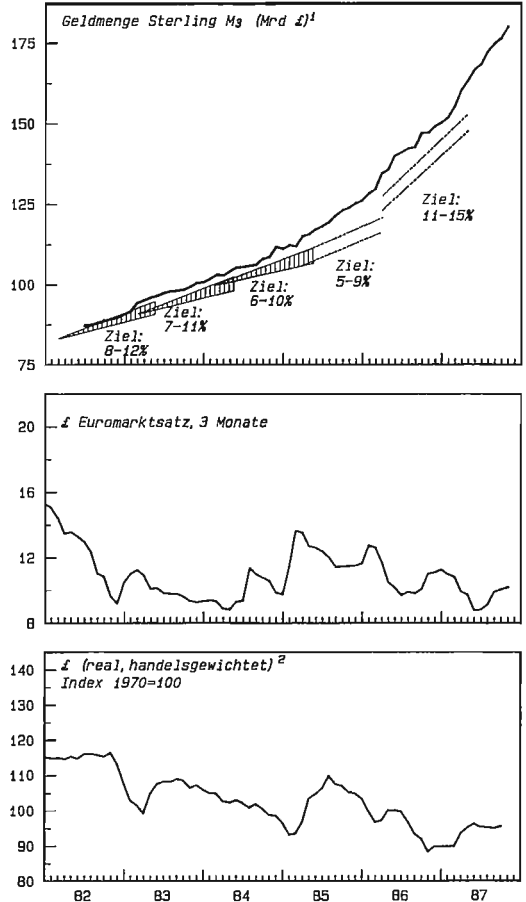
Die britische Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal 1987 kräftig. Saisonbereinigt lag das reale Bruttoinlandprodukt um 3,8% über dem Vorjahreswert (1. Quartal: 3,9%). Bei den Anlageinvestitionen stieg das Jahreswachstum vom ersten zum zweiten Quartal von 2,9% auf 6,2%. Diese Entwicklung wurde durch eine Abschwächung des Exportwachstums von 9% auf 4,3% kompensiert. Die Zuwachsraten des privaten Konsums und der öffentlichen Ausgaben blieben mit 4,3% bzw. 0,1% stabil, und die Lager wurden abgebaut.

Die gute Wirtschaftslage dürfte im dritten Quartal 1987 angehalten haben. In der Periode Juni bis August lag das Niveau der industriellen Produktion um fast 6% über dem Vorjahreswert. Die Konsumausgaben übertrafen im dritten Quartal den Vorjahreswert um 5,5%, und die Anlageinvestitionen blieben hoch. Demgegenüber akzentuierte sich der negative Einfluss des Aussensektors. Für das vierte Quartal lassen die kürzlich bekanntgewordenen vorlaufenden Indikatoren eine Wachstumsabschwächung erwarten.

Die ausgewiesene Zahl der Arbeitslosen fiel im September auf 9,8% der unselbständig Erwerbenden gegenüber 11% am Jahresanfang. Teilweise ist dies ein Resultat des Beschäftigungsprogramms der Regierung. Die Beschäftigungssituation verbesserte sich vor allem im Dienstleistungssektor und stabilisierte sich in der verarbeitenden Industrie. Zudem stieg die Zahl der Selbständigerwerbenden im Vorjahresvergleich um 3% oder 80 000 Personen. Die Löhne nahmen im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal um 7,6% zu (verarbeitende Industrie: 7,8%). Im dritten Quartal 1987 war die Inflationsrate mit 4,3% kaum höher als in der Vorperiode (4,2%).

Trotz einer wechselkursbedingten Verringerung der Importpreise verschlechterte sich die Handelsbilanz im dritten Quartal 1987 weiter. Das

**Grafik 5: Grossbritannien**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; Ziele 1982–1985: Februar bis März des folgenden Jahres; 1986: April 1986 bis März 1987, Veränderungen gegenüber Vorjahresmonat; seit April 1987 wird kein Ziel mehr für Sterling M<sub>3</sub> bekanntgegeben (Quelle: Bank of England)  
<sup>2</sup> Quelle: OECD

Defizit bezifferte sich auf 3,1 Mrd. Pfund (2,3 Mrd. im Vorquartal). Gemäss provisorischen Schätzungen wies die Bilanz der laufenden Transaktionen ein Defizit von 1,3 Mrd. Pfund aus (0,2 Mrd. im Vorquartal).

Hauptziel der englischen Geldpolitik bildete weiterhin die Aufrechterhaltung stabiler Wechselkursverhältnisse. Im dritten Quartal 1987 betrug das Jahreswachstum der monetären Basis M<sub>0</sub>

rund 5%. Dieser Wert liegt in der oberen Hälfte des Zielkorridors von 2 bis 6%. Während der gleichen Periode wuchs Sterling  $M_3$  mit einer Jahresrate von etwas über 20%. Dieses starke Wachstum von  $M_3$  wurde einerseits auf die Rückzahlung langfristiger Regierungsanleihen (Gilts) zurückgeführt und andererseits mit dem Verhalten der «Building Societies» – auf Sparanlagen spezialisierte Institute – begründet, welche langfristige Staatsanleihen abstießen und ihre Bankguthaben erhöhten.

In der Folge des Sturzes der Aktienkurse reduzierten die grossen Banken am 23. Oktober ihren Basiszinssatz von 10% auf 9,5% und am 4. November nochmals auf 9%.

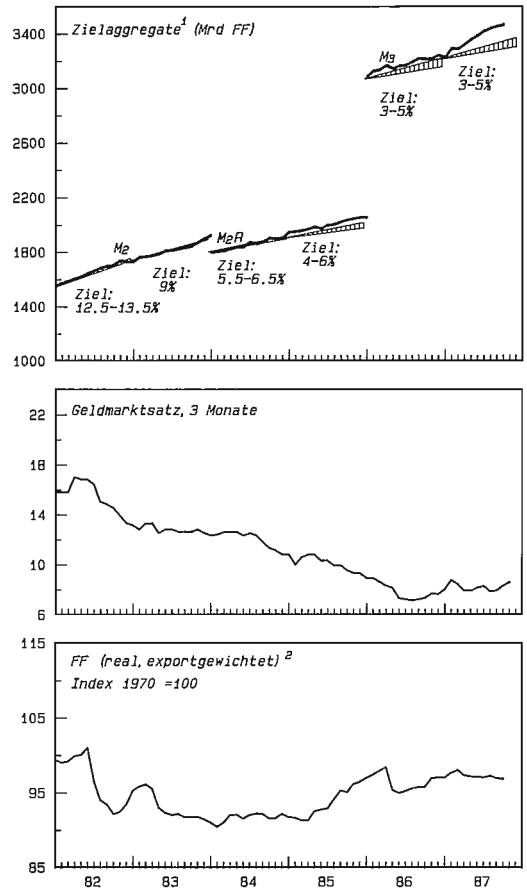
## Frankreich

Nach der Stagnation im Vorquartal verbesserte sich die Konjunkturlage im zweiten Quartal 1987. Laut provisorischen Schätzungen nahm das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber dem Vorquartal um 0,7% zu. Der Anstieg beruhte teilweise auf Lageraufstockungen, war aber auch vermehrten Investitionen (+2% gegenüber dem Vorquartal) zuzuschreiben. Demgegenüber verringerte sich der private Konsum leicht (-0,2%). Die Exporte bildeten sich gegenüber dem Vorquartal um fast 1,0% zurück. Die Importe hingegen nahmen um 0,5% zu und schlugen sich weitgehend in Lagererhöhungen nieder.

Die im zweiten Quartal 1987 festgestellte Konjunkturerholung scheint sich seither fortgesetzt zu haben. Die Arbeitslosenrate, die im zweiten Quartal 10,7% betragen hatte, ging auf 10,4% im Oktober zurück. Der Preisanstieg hat sich seit Jahresanfang auf einem Niveau von 3,3% stabilisiert. Der Aussenhandel hat sich wieder etwas aufgefangen.

Die Industrie und der Bausektor entwickelten sich zufriedenstellend. Gemäss der Entwicklung der Auftragsbestände bleiben die Aussichten für die nächsten Monate gut. Ausserdem schien sich die Nachfrage der privaten Haushalte etwas zu festigen: Im dritten Quartal nahm der private Konsum industrieller Produkte gegenüber der

**Grafik 6: Frankreich**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; 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)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Vorjahresperiode um 0,7% zu, nachdem er im zweiten Quartal um 2,0% zurückgegangen war.

Im dritten Quartal 1987 wies der Aussenhandel einen gegenüber dem Vorquartal auf die Hälfte gesunkenen Einfuhrüberschuss auf. Er betrug saisonbereinigt 6,4 Mrd. französische Franken, nach 12,9 Mrd. im zweiten und 6,0 Mrd. Franken im ersten Quartal. Das Defizit der Bilanz der laufenden Transaktionen belief sich auf 7,9 Mrd. französische Franken gegenüber 4,0 Mrd. im Vorquartal.

Der Mitte September vorgelegte Budgetentwurf setzt den Akzent auf eine weitere Reduktion des Defizits. Zudem sind Steuersenkungen für private Haushalte und Unternehmungen vorgesehen. Die Erhaltung des Gleichgewichts des Sozialversicherungssystems dürfte jedoch eine Erhöhung der Sozialabgaben erfordern, welche die fiskalischen Erleichterungen mehr als aufwiegen könnte. Die Steuern und Sozialabgaben insgesamt werden im Jahre 1988 schätzungsweise 44,7% des Bruttoinlandprodukts erreichen gegenüber 44,4% in den Jahren 1986 und 1987.

Die Jahreszuwachsrate der Geldmenge  $M_2$ , berechnet auf der Basis des vierten Quartals 1986, lag im Mittel der Monate Juni bis August mit 4,1% am unteren Rand des anvisierten Zieles (4–6%). Das Wachstum der Geldmenge  $M_3$  beschleunigte sich im Laufe des Sommers erneut. Die Zuwachsrate belief sich im Juli auf 9,9% und im August auf 9,4%. Sie lag damit weit über dem von der Banque de France festgelegten Ziel von 3–5%. Diese Entwicklung hängt mit der Erwartung steigender langfristiger Zinssätze zusammen, die zu Portfeuilleverschiebungen zugunsten von Terminanlagen führte, während die Anleihsenemissionen volumenmäßig einen spürbaren Rückgang verzeichneten.

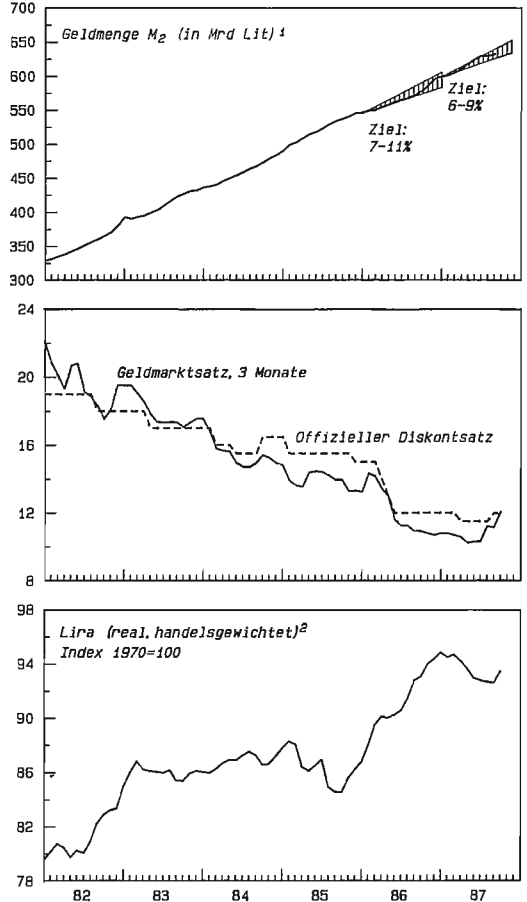
Innerhalb des EWS war der französische Franken Ende Oktober und Anfang November einem starken Druck ausgesetzt. In einer mit der Deutschen Bundesbank koordinierten Massnahme zur Verteidigung der Paritäten innerhalb des EWS hat die Banque de France am 6. November 1987 ihre Geldmarkt-Interventionssätze erhöht. Der «taux des appels d'offres» wurde von 7,5% auf 8,25% und der 7-Tage-Satz von 8% auf 8,75% angehoben.

**Italien**

Das Jahreswachstum des realen Bruttoinlandprodukts bezifferte sich im zweiten Quartal 1987 auf 2,2%. Die Wachstumsimpulse gingen ausschliesslich von der Inlandnachfrage aus. Demgegenüber lieferte der Aussenhandel weiterhin einen negativen Beitrag.

Diese Tendenzen setzten sich im dritten Quartal

**Grafik 7: Italien**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

fort. Saisonal bedingt erzielte Italien in den Monaten Juli und August einen Aussenhandelsüberschuss (813 Mrd. bzw. 1159 Mrd. Lire), während sich im September ein Defizit von 1515 Mrd. ergab. Das über die ersten neun Monate des Jahres 1987 kumulierte Handelsbilanzdefizit betrug 8768 Mrd. Lire, mehr als doppelt soviel wie in der Vergleichsperiode des Vorjahres.

Ende August beschloss die italienische Regierung eine Reihe fiskalischer Massnahmen mit dem vorrangigen Ziel, die Inlandnachfrage zu



reduzieren. Diese Massnahmen betrafen unter anderem eine Erhöhung der Mehrwertsteuer für dauerhafte Konsumgüter, eine Benzinpreiserhöhung und eine Verdoppelung der Ertragssteuer auf Wertschriften öffentlicher Schuldner. Weiter wurde der Diskontsatz von 11,5% auf 12% erhöht.

Die Fiskalmassnahmen sollten Mehreinnahmen von 3500 Mrd. Lire bringen. Das Defizit des Staatshaushaltes würde damit auf 110 000 Mrd. Lire limitiert, was immer noch eine zehnpromtente Überschreitung der Vorgabe für 1987 bedeutete.

Die Steuererhöhung wirkte sich unmittelbar auf die Preise aus. Von August auf September ergab sich der stärkste Teuerungsanstieg seit zwei Jahren (von 4,5% auf 5% Jahresteuern). Im Oktober erhöhte sich der Preisanstieg weiter (5,3%). Die Arbeitslosenrate kletterte von 11,6% im April auf 12% im Juli.

Die Verschlechterung der italienischen Handelsbilanz führte im September zur Erwartung von Währungsanpassungen innerhalb des EWS und damit zu einem Spekulationsdruck auf die Lira. Um den Schwund der Devisenreserven zu bremsen, beschloss die italienische Regierung im Einvernehmen mit der italienischen Zentralbank Mitte September eine ganze Reihe währungs- und kreditpolitischer Massnahmen zur Stärkung der Lira. Diese traten sofort in Kraft und gelten bis März 1988. Die wichtigsten administrativen Eingriffe bestehen im Verbot, Importe und Exporte zum voraus in Fremdwährungen zu begleichen sowie in der Pflicht, Fremdwährungspositionen innert 30 (bisher 120) Tagen in Lire umzutauschen.

Das Wachstum der Geldmenge  $M_2$  kam während des Sommers an den oberen Rand des Zielkorridors von 6–9% zu liegen. Die kurzfristigen Zinssätze blieben seit Juli stabil, während die langfristigen im September zu steigen begannen. Für 1988 legte die Banca d'Italia den Zielkorridor für das Wachstum von  $M_2$  erneut auf 6–9% fest.

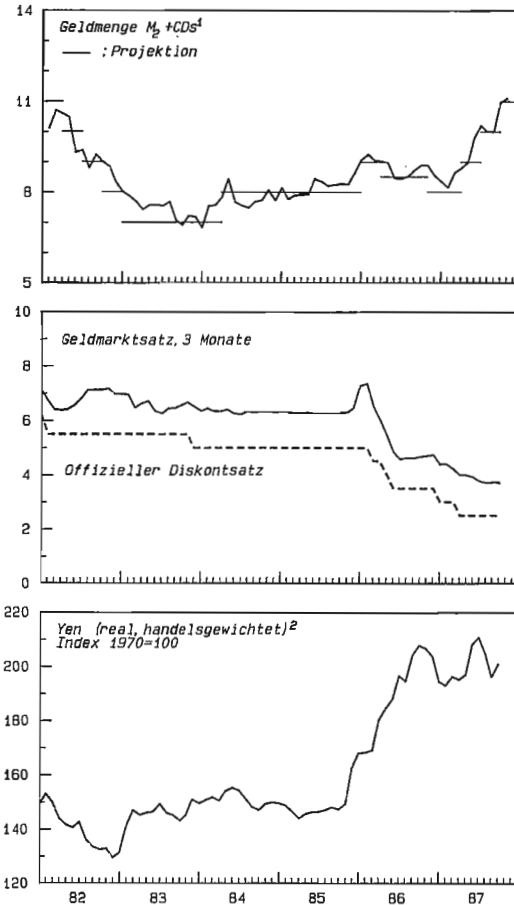
## Japan

Nach dem besonders dynamischen ersten Quartal 1987 setzte sich der japanische Aufschwung in gemässigtem Tempo fort. Die Belebung der Inlandnachfrage hielt an, was auch das Wachstum der Importe begünstigte.

Im zweiten Quartal 1987 blieb das reale Brutto sozialprodukt gegenüber der Vorperiode unverändert und übertraf das Vorjahresniveau um 2,8%. Mit einer Zunahme um fast 20% lieferte der private Wohnungsbau einen besonders hohen Wachstumsbeitrag. Der im vierten Quartal 1986 einsetzende Aufschwung der Ausrüstungsinvestitionen ging weiter. Auch der private Konsum wirkte stimulierend (+3,1%). Insgesamt blieb das Wachstum der Inlandnachfrage stark. Sie lag im zweiten Quartal um 3,7% über dem Vorjahreswert. Demgegenüber beeinträchtigte die Aufwertung des Yen die Exporte, die sich real um 0,9% zurückbildeten, während die Importe um 4% stiegen. Die Veränderungen gegenüber dem ersten Quartal 1987 betragen aufs Jahr hochgerechnet –6,5% und +26,0%. Der kleinere Aussenhandelsüberschuss reduzierte das Wachstum des Brutto sozialproduktes um 0,8%.

Die im zweiten Quartal vorherrschenden Entwicklungstendenzen scheinen auch im Sommer angehalten zu haben. Die Gewinnlage der Unternehmungen verbesserte sich insgesamt als Folge von Umstrukturierungen. Gefördert durch Stimulierungsmassnahmen der Regierung wuchs die Bautätigkeit weiterhin kräftig. Die industrielle Produktion dehnte sich stark aus, während die Lagerhaltung tief blieb. Die Umsätze der Warenhäuser deuten auf ein ungebrochenes Wachstum des privaten Konsums hin.

Die Verminderung des in Dollar gerechneten Aussenhandelsüberschusses setzte sich fort. Im dritten Quartal unterschritt er mit saisonbereinigt 22,7 Mrd. Dollar das Niveau des Vorjahresquartals um 13%. Die Entwicklung erklärt sich einerseits durch die starke Zunahme der Importe (um über 20%), die teils auf den Erdölpreisanstieg, teils aber auch auf eine reale Zunahme der Käufe ausländischer Produkte zurückzuführen ist. Andererseits flachte sich das Wachstum der Exporte von rund 10% im ersten Semester auf etwa

**Grafik 8: Japan**

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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

5% im dritten Quartal ab. Auch der Überschuss der Bilanz der laufenden Transaktionen verringerte sich im dritten Quartal auf 19,9 Mrd. Dollar (23,8 Mrd. im Vorjahresquartal).

Die Arbeitslosenrate, die im Mai 1987 einen Rekordstand von 3,2% erreicht hatte, bildete sich zurück und erreichte im dritten Quartal 2,8%. Die Preise blieben mit einer Veränderungsrate von 0,4% nahezu stabil.

Die Bank von Japan setzte auch in der zweiten Jahreshälfte ihre expansive Geldpolitik fort. Diese Politik beabsichtigte weniger, die Inlandkonjunktur zu stimulieren, als vielmehr dem Aufwertungsdruck des Yen gegenüber dem Dollar entgegenzuwirken. Das Jahreswachstum des Geldmengenaggregats  $M_2 + CD$  beschleunigte sich im dritten Quartal 1987 weiter auf 10,8% (zweites Quartal: 10,0%). Damit wurde die von 9% auf 10% erhöhte Projektion der Bank von Japan übertroffen.

Die langfristigen Zinssätze sind seit dem Mai 1987 angestiegen. Bis Ende Oktober erhöhte sich die Rendite zehnjähriger Staatsobligationen um einen Prozentpunkt auf 5,1%.

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

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

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

a) provisorisch    b) BIP

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

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

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

	1984	1985	1986	1987			1987			
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	7,5	7,1	6,9	6,7	6,2	6,0	6,0	6,0	5,9	6,0
BRD	9,1	9,3	9,0	8,8	8,9	9,0	9,0	8,9	9,0	9,0
Grossbritannien b), d)	10,9	11,1	11,4	10,9	10,5	10,0	10,2	10,0	9,8	9,6
Frankreich b), d)	9,9	10,2	10,5	10,8	10,7	10,6	10,7	10,7	10,5	10,4
Italien b)	10,4	10,6	11,0	11,5c)	11,7c)	12,4c)	12,4	–	–	–
Japan	2,7	2,6	2,8	2,9	3,1	2,8	2,7	2,8	2,8	2,7
Schweiz	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

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

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

	1984	1985	1986a)	1986a)				1987a)		
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	– 106,5	– 117,7	– 140,6	– 34,0	– 34,4	– 36,2	– 38,0	– 37,1	– 41,2	– 43,4
BRD	7,1	13,4	37,6	7,9	8,1	11,3	9,5	10,9	10,7	10,6
Grossbritannien	1,7	3,8	– 1,4	1,1	– 0,2	– 1,4	– 1,4	1,0	– 0,3	– 2,1
Frankreich	– 0,8	– 0,2	2,9	1,1	0,4	1,3	0,9	0,3	– 0,7	– 1,2
Italien	– 2,9	– 4,1	4,1	– 0,9	0,8	3,4	1,5	0,3	– 0,9	–
Japan	35,0	49,2	85,8	15,9	21,6	23,8	24,3	24,9	20,9	19,9
Schweiz b)	4,3	5,1	6,8	1,6	1,6	1,8	1,9	1,7	1,4	1,4

a) provisorisch    b) nicht saisonbereinigt

## **B. Die Wirtschafts- und Währungs-lage in der Schweiz**

### **1. Überblick**

Nach der leichten Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im ersten Halbjahr 1987 zeichnete sich im dritten Quartal eine Belebung ab. Der für die Entwicklung in der Industrie repräsentative Indikator «Geschäftsgang» weist deutlich nach oben, die Kapazitätsauslastung nahm um einen halben Prozentpunkt zu, und die Auftragslage verbesserte sich.

Das Bruttoinlandprodukt wuchs im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr mit 2,5% etwas stärker als im Vorquartal. Die Binnennachfrage bildete dabei nach wie vor die Hauptstütze der Konjunktur. Der grösste Wachstumsbeitrag stammte erneut aus dem Lageraufbau. Der private Konsum wuchs saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal nicht mehr weiter; er lag aber immer noch um 1,2% über dem Stand des dritten Quartals 1986. Einzelne Indikatoren wie etwa die realen Detailhandelsumsätze deuten auf eine fortgesetzte Stagnation des privaten Konsums im dritten Quartal hin. Die Investitionstätigkeit war im zweiten Quartal sehr lebhaft. Nach einer Verlangsamung in den vorangegangenen Quartalen beschleunigte sich der Investitionsrhythmus auf saisonbereinigter Basis, insbesondere im Bereich «Ausrüstungen», markant. Die Exporte lagen im dritten Quartal real leicht über dem Vorjahresniveau, während die Importe sowohl im Vergleich zum Vorjahr als auch saisonbereinigt immer noch ansteigen.

Auch im dritten Quartal nahm die Zahl der Beschäftigten weiter zu, und die Arbeitslosigkeit blieb auf saisonbereinigter Basis weitgehend stabil. Die Arbeitslosenquote sank von 0,8% auf 0,7%. In der Industrie waren die Arbeitskräfte weiterhin knapp. Der Anteil der Überzeit an den gesamthaft geleisteten Arbeitsstunden erhöhte sich denn auch im dritten Quartal.

Wie weit der Kurszerfall an den Aktienmärkten und der weitere Rückgang des Dollarkurses die positive konjunkturelle Entwicklung beeinträchtigen werden, ist erst andeutungsweise erkennbar, weil noch kaum Anhaltspunkte über die Er-

wartungsänderungen der Unternehmer und Konsumenten vorliegen. Die meisten Beobachter haben ihre Wachstumsprognosen für das Jahr 1988 nach den jüngsten Ereignissen um einen halben Prozentpunkt nach unten revidiert.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge nahm von Juli bis September 1987 gegenüber den entsprechenden Vorjahresmonaten um 3% zu, wobei der Notenumlauf mit 3,9% überdurchschnittlich stark anstieg. Die Nationalbank hielt auch im dritten Quartal an ihrer Politik einer flexiblen Liquiditätsversorgung des Bankensystems fest; die Monatsultimi konnten dadurch problemlos abgewickelt werden.

Die Zinssätze am Eurofrankenmarkt sanken im Verlaufe des dritten Quartals leicht. Befürchtungen über Liquiditätsprobleme am Jahresende sowie Zinserhöhungen im Ausland führten Anfang September zu einem vorübergehenden Zinsanstieg. Als Folge des Kurssturzes an den Börsen sowie des Rückgangs der ausländischen Zinssätze fielen sie dann aber bis Ende Oktober erneut auf das Niveau von 3¼% zurück.

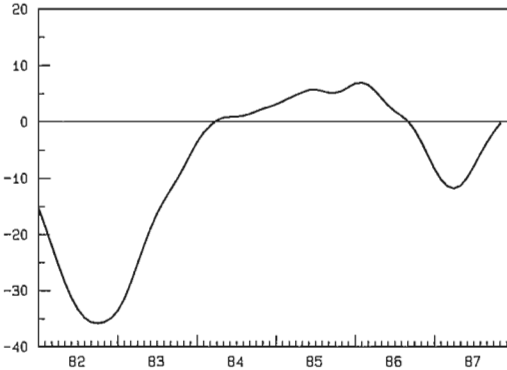
Der nominelle handelsgewichtete Aussenwert des Frankens lag im dritten Quartal noch um 1,3% über dem Wert des dritten Quartals 1986; auf realer Basis bewegte er sich erstmals seit Mitte 1985 etwas unter dem Vorjahresniveau. In den Monaten Oktober und November sank dann aber der Wert des Dollars bis auf Fr. 1.34.

Der Index der Konsumentenpreise lag im dritten Quartal 1,8% über dem Vorjahresstand (2. Quartal: +1,1%). Im Oktober erreichte die Teuerungsrate 2,0%. Die Grosshandelspreise gingen im dritten Quartal um 1,2% und damit weniger stark als in den beiden Vorquartalen zurück. Im Oktober lagen die Grosshandelspreise 0,3% unter dem Vorjahresniveau.

### **2. Der realwirtschaftliche Bereich**

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

Das reale Bruttoinlandprodukt lag im zweiten Quartal 1987 um 2,5% (1. Quartal: +2,3%) über

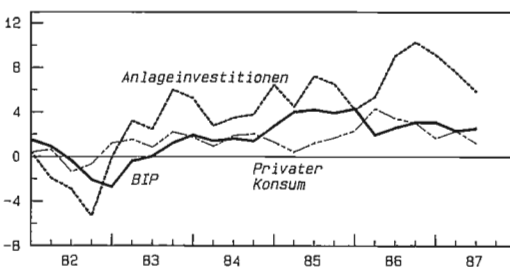
**Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie<sup>1</sup>**

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

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

dem Vorjahresquartal. Das Wachstum wurde wiederum hauptsächlich durch die Binnennachfrage gestützt. Während sich die Zunahme des privaten Konsums etwas abschwächte und noch 1,2% gegenüber dem Vorjahr betrug, stiegen die Anlageinvestitionen mit 5,9% immer noch beachtlich.

Allerdings erlitt die industrielle Produktion im zweiten Quartal einen Rückschlag um 3% gegenüber dem Vorjahr. Dies war der erste Produktionsrückgang seit dem zweiten Quartal

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

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

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

1983. Auch die Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF) weist darauf hin, dass sich der Geschäftsgang in der Industrie im zweiten Quartal verglichen mit dem Vorjahr verschlechterte und eine geringere Auslastung der Kapazitäten gemeldet wurde. Im dritten Quartal hat sich die Lage aber wieder verbessert. Aufgrund des seit dem Juni 1987 erhöhten Bestellungseingangs beurteilen die Unternehmer den Geschäftsgang wieder günstiger. Die Verbesserung zeigt sich sowohl in der Export- als auch in der für den Binnenmarkt produzierenden Industrie. Gleichzeitig nahm auch die Auslastung der Kapazitäten wieder zu. Nachdem sie seit dem zweiten Quartal 1986 stetig abgenommen und im ersten Quartal 1987 einen Tiefpunkt erreicht hatte, konnte für das dritte Quartal wieder eine über dem Vorjahresniveau liegende Auslastung verzeichnet werden.

### Privater Konsum

Das Wachstum der Konsumausgaben, die knapp drei Fünftel der Gesamtnachfrage ausmachen, schwächte sich im zweiten Quartal ab. Nachdem die reale Jahreswachstumsrate im ersten Quartal noch 2,3% betragen hatte, halbierte sie sich im zweiten Quartal auf 1,2%.

Die bei Abschluss des Berichts zur Verfügung stehenden Indikatoren für das dritte Quartal lassen eine Stagnation des realen Konsums auf dem Niveau des zweiten Quartals vermuten. Die realen Detailhandelsumsätze lagen im dritten Quartal um 0,8% über dem entsprechenden Vorjahresquartal (2. Quartal 1987/86: 1,3%), während die Konsumgüterimporte innert Jahresfrist real um 3,1% ausgedehnt wurden (2. Quartal: -6,2%).

Die von der KOF/ETH monatlich durchgeführte Umfrage über den Geschäftsgang im Detailhandel wies im August und September eine günstigere Beurteilung aus als in den Vormonaten. Umsatz und Bestellungseingang lagen über den Vorjahreswerten. Ausserdem wurden trotz grossen Beständen die Lager nochmals aufgestockt. Der Anstieg des Umsatzes betraf sowohl den Handel mit Nahrungsmitteln als auch die übrigen Bereiche.

Im Fremdenverkehr stagnierte die Zahl der Logiernächte diesen Sommer auf dem Stand vor Jahresfrist. Für die Monate Juli und August 1987 wurden 4,95 Mio. Logiernächte ausgewiesen, das sind 0,6% mehr als in den beiden entsprechenden Monaten des Vorjahres. Eine Abnahme der Zahl europäischer Gäste wurde durch eine Zunahme bei den amerikanischen Gästen fast ganz kompensiert. Im Vorjahr hatte der Zustrom der Gäste aus Übersee unter dem Eindruck des Reaktorunglücks in Tschernobyl und der Terroranschläge in verschiedenen europäischen Ländern einen empfindlichen Rückschlag erlitten.

### Investitionen

Die realen Investitionsausgaben wuchsen im zweiten Quartal gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 5,9%. Die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern stieg stärker als die Bau- nachfrage (8,7% gegenüber 4%).

Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen im zweiten Quartal, nachdem sie sich in den beiden vorangegangenen Quartalen eher zögernd entwickelt hatten, wieder kräftig zu und erreichten ein neues Rekordvolumen. Dieses übertraf den bisherigen Höchstwert im dritten Quartal 1986 real um 6%.

Im Bausektor trat eine leichte Wachstumsverlangsamung ein, die sich im gewerblichen und industriellen Bau ausgeprägter zeigte als im

Wohnungsbau. Diese Abschwächung kommt vor allem beim Bestellungseingang zum Ausdruck, während der Stand der Bauprojekte noch unverändert blieb. Der Bestellungseingang für den gewerblichen und industriellen Bau bildete sich saisonbereinigt um 9,7% zurück.

Die Lagerinvestitionen scheinen im dritten Quartal erneut und stärker als gewohnt zugenommen zu haben.

### Aussenhandel und Bilanz der laufenden Transaktionen

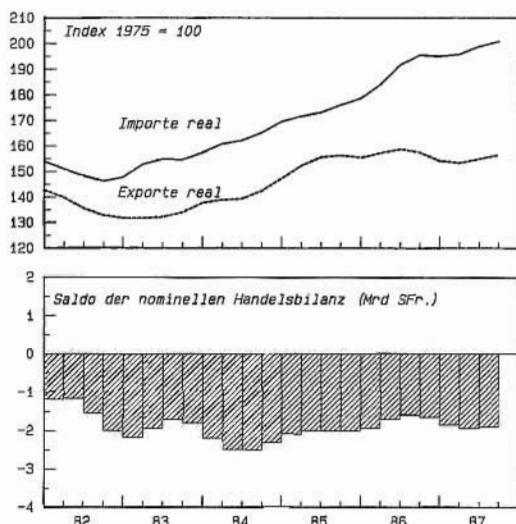
Die schweizerische Güterausfuhr stieg im dritten Quartal 1987 gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal real um 0,4%. Da die Ausfuhrpreise im Vergleich zur Vorjahresperiode um 0,5% sanken, gingen die Ausfuhren nominal um 0,1% zurück. In den ersten neun Monaten des Jahres 1987 lagen die Exporte real 1,4% unter den Ausfuhren der entsprechenden Vorjahresperiode. Nach der Datenrevision durch die Eidgenössische Oberzolldirektion ergibt sich bereits für 1986 eine Wachstumsrate der realen Exporte von lediglich 0,6%, anstelle der ursprünglichen 2,1%. Während die Ausfuhr von Konsumgütern im dritten Quartal im Vorjahresvergleich zum ersten Mal seit dem vierten Quartal 1985 wieder zunahm, setzte sich der Rückgang bei der Ausfuhr von Investitionsgütern fort. Insbesondere verzeichnete der Export von elektrischen Maschinen und Apparaten eine deutliche Einbusse

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

	1983	1984	1985	1986	1986			1987		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Import von Investitionsgütern, real	7,3	3,6	8,7	14,5	17,3	21,7	5,8	2,8	10,8	5,7
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	7,2	-6,4	-15,0	3,2	16,4	-2,2	9,4	-1,2	-16,8	-0,2
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	-5,7	6,9	-2,3	-1,5	8,9	-5,7	-10,1	-27,2	-16,1	-6,8
Geplante industrielle Bauten <sup>1</sup>										
Raumvolumen	17,4	-8,0	34,4	21,8	20,6	99,4	-27,1	35,3	7,5	-25,0
Anzahl Projekte	11,8	31,5	12,6	5,2	-3,7	24,7	-10,6	0	13,1	2,9

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

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

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

<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

von 5,6%. Die chemische Industrie konnte das Vorjahresergebnis gerade halten.

In den ersten neun Monaten des Jahres 1987 stieg der Anteil der wertmässigen Ausfuhr in die BRD im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode von 21,1% auf 21,6%, während jener der Vereinigten Staaten von 9,4% auf 8,8%

sank. Der Anteil der Exporte in Entwicklungsländer verringerte sich von 17,0% auf 16,4%. Gleichzeitig importierte die Schweiz jedoch mehr aus diesen Ländern, so dass die Quote von 7% auf 7,8% anstieg.

Im dritten Quartal verlangsamte sich das Wachstum der realen Importe weiter. Die Zuwachsrate betrug im Vergleich zum Vorjahresquartal noch 2,7% (2. Quartal: 3,4%). Der grösste Anteil entfiel weiterhin auf die Einfuhr von Investitions- und Konsumgütern. Die Einfuhr von Energieträgern bildete sich saisonbedingt nominal und real sehr stark zurück. Die deutliche Verbilligung der Importgüter im Laufe des Jahres 1986 und im laufenden Berichtsjahr kam im dritten Quartal praktisch zum Stillstand.

In den ersten neun Monaten stieg der Anteil der wertmässigen Einfuhr aus der Bundesrepublik Deutschland im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode von 32,7% auf 34,5%.

Da die wertmässige Einfuhr im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal zunahm, hingegen die Ausfuhr abnahm, erhöhte sich das Handelsbilanzdefizit von rund 2 Mrd. Franken im Vorquartal auf 2,3 Mrd. Franken im dritten Quartal.

Die Bilanz der laufenden Transaktionen schloss im dritten Quartal wie im Vorquartal mit einem

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

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

a) provisorische Werte

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

**Tabelle 4: Die laufenden Transaktionen mit dem Ausland<sup>1</sup> (Ertragsbilanz)**

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

a) provisorisch

\*) vorläufige Schätzung

<sup>1</sup> In Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen<sup>2</sup> inklusive elektrische Energie<sup>3</sup> Arbeits- und Kapitaleinkommen

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

Überschuss von 2,1 Mrd. Franken ab. Gegenüber dem Vorjahresquartal verringerte sich der Saldo um 0,2 Mrd. Franken. Das Defizit im Warenverkehr nahm gegenüber dem Vorjahr um 0,5 Mrd. Franken zu, was vor allem höheren Importen zuzuschreiben ist. Dafür stieg der traditionelle Überschuss der Dienstleistungsbilanz – vor allem dank höheren Kommissionserträgen der Banken – um 0,4 Mrd. Franken. Die gegenüber dem Vorjahr um 0,2 Mrd. Franken höheren Lohnzahlungen an die ausländischen Grenzgänger liessen den Saldo der Faktoreinkommen um 0,1 Mrd. Franken sinken.

### **Beschäftigung und Arbeitsmarkt**

Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal 1987 gegenüber der Vorjahresperiode weiter zu (+1,4%). Im Dienstleistungssektor stieg sie überdurchschnittlich, während sie sich in der Industrie leicht verringerte.

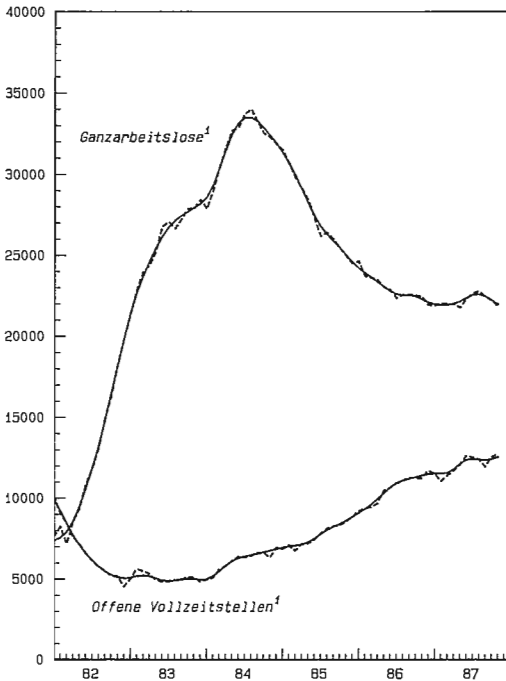
Verglichen mit der ersten Jahreshälfte hat sich die Zahl der Arbeitslosen saisonbereinigt leicht erhöht. Die Zahl der Kurzarbeitenden ging gegenüber dem ersten Semester merklich zurück, lag aber deutlich über dem Vorjahresniveau. Im September wurden rund 3500 Kurzarbeitende gezählt (Vorjahr: 1805).

Die Arbeitslosenrate ging aus saisonalen Gründen von 0,8% auf 0,7% zurück, und die Zahl der offenen Stellen blieb unverändert, nachdem sie anfangs Jahr leicht zugenommen hatte.

### **Preise und Löhne**

Im dritten Quartal 1987 stieg der Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber der Vorjahresperiode um durchschnittlich 1,8% (2. Quartal: 1,1%). Im Dienstleistungssektor nahmen die Preise im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode um 2,2% zu, während die Warenprei-

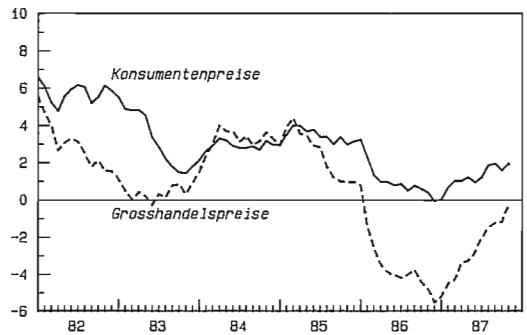


**Grafik 12: Arbeitsmarkt**

<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

se nur um 1,3% stiegen. Die Teuerung fiel bei den Importgütern geringer aus als bei den inländischen Waren und Dienstleistungen (1,3% bzw. 1,9%).

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

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

Quelle: Bundesamt für Statistik

Die Verbilligung der Güter auf der Grosshandelsstufe setzte sich im dritten Quartal in abgeschwächter Form fort. Der Rückgang betrug noch 1,3% nach 2,9% im zweiten und 4,1% im ersten Quartal. Diese Abschwächung der Veränderungsrate ist darauf zurückzuführen, dass im dritten Quartal des Vorjahres die Preise stärker gesunken sind als in den vorangegangenen Perioden. Der gegenwärtige Preisrückgang ist der Verbilligung der Importgüter zuzuschreiben (-2,9% im dritten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode), während sich die Preise für Inlandgüter kaum verändert haben.

Die Löhne nahmen in den vergangenen drei Monaten gegenüber dem Vorjahr nominell um 2,9% und real um 1,0% zu.

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

	1983	1984	1985	1986	1987						
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
Index der Beschäftigten <sup>1</sup>	-1,3	-0,4	0,8	1,0	1,3	1,2	1,4	-	-	-	-
Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>	0,8	1,0	0,9	0,7	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Ganzarbeitslose <sup>3</sup>	26 288	32 061	27 025	22 770	25 209	21 579	19 837	20 347	19 692	19 472	19 708
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	48 930	11 231	2 133	2 058	4 559	4 278	3 129	2 384	3 515	3 487	-
Offene Vollzeitstellen <sup>3</sup>	5 084	6 269	7 898	10 734	11 035	12 886	12 975	13 032	12 474	13 420	13 019

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

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

<sup>3</sup> Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatsendwerten

Quelle: Die Volkswirtschaft, BIGA

### 3. Der monetäre Bereich

#### Geldmengenaggregate

Die bereinigte Notenbankgeldmenge stieg im dritten Quartal 1987 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 3%. Wie bereits im Vorquartal war das Wachstum des Notenumlaufs um 3,9% die wesentliche Ursache dieser Entwicklung. Der Bestand der 500er- und 1000er-Noten nahm zusammen um 4,2% zu, während das durchschnittliche Wachstum der anderen Abschnitte 3,5% betrug. Sowohl die leichte Zunahme der Teuerung als auch die relativ tiefen Zinssätze dürften zur verstärkten Notennachfrage beigetragen haben.

Das Wachstum der Geldmenge  $M_1$  beschleunigte sich in den Sommermonaten und nahm im dritten Quartal mit einer Jahreszuwachsrate von 8,1% zu. Die Entwicklung der Geldmenge  $M_2$  verlangsamte sich demgegenüber in der gleichen Periode etwas (8,9%), während das Wachstum der Geldmenge  $M_3$  zunahm (9,7%). Der Anstieg der Geldmenge  $M_1$  widerspiegelt vor allem eine kräftige Erhöhung der Sichtgelder (durchschnittliches Jahreswachstum im dritten Quartal 10,6% gegenüber 7,7% im zweiten Quartal). Das Wachstum der Festgelder verminderte sich dagegen von durchschnittlich 12% im zweiten Quartal auf 9,8% im dritten, was das geringere Wachstum von  $M_2$  erklärt. Das tiefe

Zinsniveau der Dreimonatsdepots bei Grossbanken (3¼% gegenüber durchschnittlich 3,6% für 1986) erklärt teilweise die Entwicklung der Termineinlagen im Vergleich zu den Sichtgeldern. Die Spareinlagen stiegen von Juli bis September durchschnittlich um 10,5% gegenüber 8% im ersten Halbjahr. Das beschleunigte Wachstum

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

	$M_1$	$M_2$	$M_3$
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984 <sup>r</sup>	2,6	5,6	6,2
1985 <sup>r</sup>	0,1	7,3	4,8
1986 <sup>2</sup>	5,0	5,9	6,7
1986 3. Q. <sup>2</sup>	5,3	7,2	7,5
1986 4. Q. <sup>2</sup>	5,1	7,0	7,7
1987 1. Q. <sup>2</sup>	6,1	9,2	8,2
1987 2. Q. <sup>2</sup>	6,2	9,0	8,8
1987 3. Q. <sup>2</sup>	8,1	8,9	9,7
1987 Juli <sup>2</sup>	8,4	7,7	9,0
1987 August <sup>2</sup>	8,8	9,1	9,9
1987 September <sup>2</sup>	7,1	9,9	10,3

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

<sup>r</sup> revidiert

<sup>2</sup> provisorisch

$M_1$  = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

$M_2$  =  $M_1$  + Quasi-Geld (inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)

$M_3$  =  $M_2$  + Spareinlagen

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

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Ultimokredite <sup>1</sup>	BNBGM <sup>1,3</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8297	2,5	481	31 768	2,0
1986 3. Q.	23 615	1,5	8303	3,7	545	31 373	1,9
1986 4. Q.	24 511	2,6	8775	2,5	595	32 691	2,8
1987 1. Q.	24 639	3,0	8406	4,1	464	32 582	3,2
1987 2. Q.	24 473	3,0	8557	6,7	762	32 268	2,6
1987 3. Q.	24 547	3,9	8430	1,7	670	32 306	3,0
1987 Juni	24 546	3,6	8711	5,6	952	32 305	2,7
1987 Juli	24 682	3,8	8791	7,3	888	32 585	3,8
1987 August	24 462	4,1	8086	1,9	456	32 092	2,8
1987 September	24 496	3,9	8413	-4,2	667	32 242	2,3

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

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

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

der Spareinlagen hängt mit der verminderten Zinsspanne zwischen den Vergütungen für langfristige Obligationen und für Spareinlagen zusammen.

### Geldmarkt

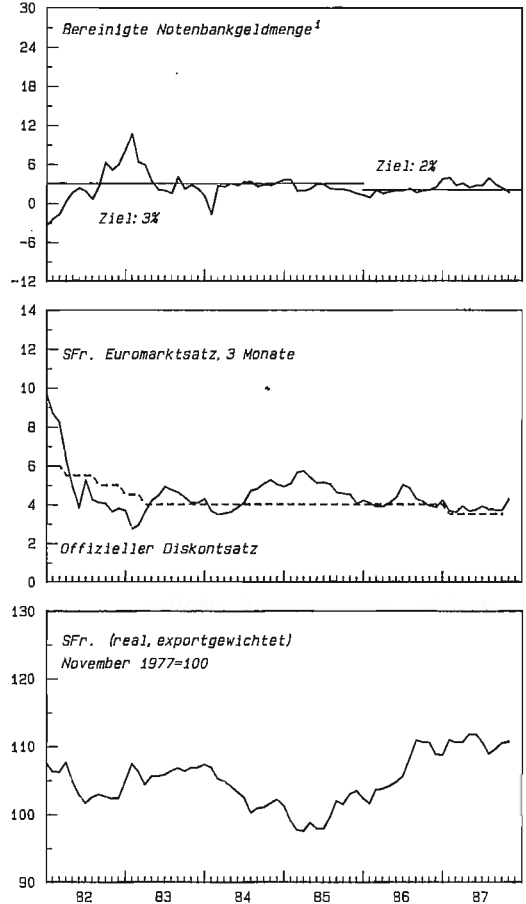
Die Zinsentwicklung am Geldmarkt verlief zu Beginn des dritten Quartals ausgesprochen ruhig. Anfang September zogen zunächst die lang- und dann die kurzfristigen Eurofrankenzinsen markant an. Der parallele Anstieg der Zinssätze im D-Mark- und insbesondere im Dollarbereich mag dabei eine Rolle gespielt haben. Am 8. September reagierten die Grossbanken mit einer Erhöhung der Vergütungen auf Festgeldern mit sechs- bis zwölfmonatigen Laufzeiten um  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt auf  $3\frac{1}{2}\%$ , während die kürzeren Laufzeiten unverändert mit  $3\frac{1}{4}\%$  verzinst wurden. Einen Monat später, am 9. Oktober, wurden die Festgeldzinssätze um  $\frac{1}{4}$  bis  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt auf den neuen Einheitssatz von  $3\frac{3}{4}\%$  erhöht.

Die nach dem Kurssturz an den Aktienbörsen vom 19. Oktober herrschende grosse Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Börsenkurse machte die Anlage in kurzfristigen Positionen wieder attraktiver, so dass die Geldmarktzinsen rasch fielen. Die Grossbanken senkten ihre Zinssätze auf Kundenfestgeldern bis zum 5. November in drei Schritten um insgesamt  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkt auf  $3\%$ . Das Zinsniveau am Geldmarkt entsprach damit wieder ungefähr jenem, das zwischen Anfang März und Ende August dieses Jahres geherrscht hatte.

Die Nationalbank versorgte die Banken im dritten Quartal wiederum flexibel und ausreichend mit Liquidität. Im Durchschnitt der Monate Juli bis September lagen die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank um  $1,5\%$  über dem Vorjahresniveau. An den Monatsenden betrug der Zuwachs  $12,7\%$ . Die Abwicklung der Monatsultimi verlief reibungslos. Am Quartalsultimo, der bei Giro Guthaben von  $12,5$  Mrd. Franken (Vorjahr  $12,6$  Mrd.) abgewickelt wurde, erreichte der Ultimosatz maximal  $60\%$ .

Am 6. November senkte die Nationalbank den Diskont- und den Lombardsatz um je  $\frac{1}{2}$  Prozent-

**Grafik 14: Schweiz**



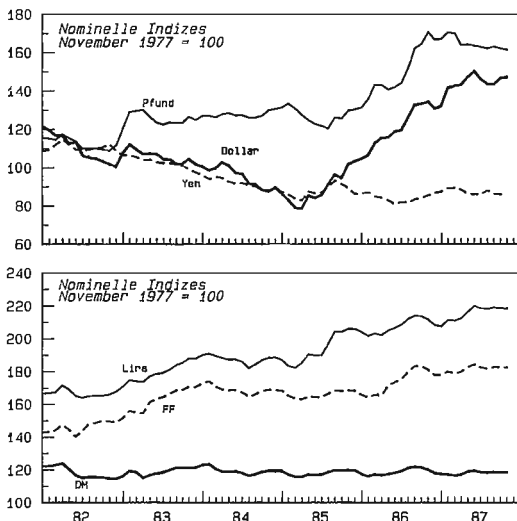
<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; Ziele: durchschnittliches Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber Vorjahr

punkt auf  $3\%$  bzw.  $4\frac{1}{2}\%$ . Dieser Schritt erfolgte in Abstimmung mit anderen Notenbanken.

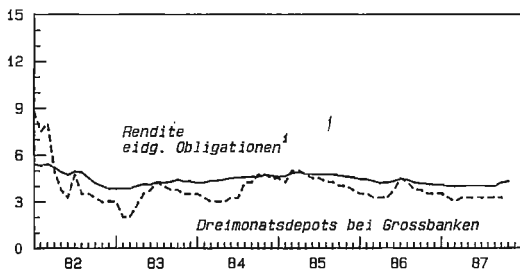
### Devisenmarkt

Nachdem der amerikanische Dollar im Juli und in der ersten Hälfte August an Wert gewann (12. August: Fr. 1,58), fiel er in der Folge bis auf Fr. 1,34 Ende November 1987. Im Durchschnitt der vier Monate lag der Kurs rund  $10\%$  unter dem Stand der entsprechenden Monate des Jah-

**Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**



**Grafik 16: Zinsentwicklung in der Schweiz**



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

res 1986. Hingegen zeichnete sich im Laufe dieser vier Monate für den japanischen Yen, die D-Mark, den französischen Franken und die Lira keine Tendenz zu Änderungen gegenüber dem Schweizer Franken ab. Im Vergleich zu den entsprechenden Monaten des Jahres 1986 gaben im Durchschnitt der Monate August bis November der Yen 1,7%, der französische Franken 1,1% und die italienische Lira 3,6% nach. Gegenüber der D-Mark und dem britischen Pfund

verlor der Franken im Vorjahresvergleich 1,3% bzw. 2,3% an Wert.

Real entwickelte sich der Frankenkurs im dritten Quartal 1987 – verglichen mit dem dritten Quartal 1986 – uneinheitlich gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartnerländer. Insgesamt fielen die Veränderungsrate im Vergleich zu jenen der Vorquartale weit geringer aus. Gegenüber dem amerikanischen Dollar nahm der Wert des Frankens real um 7,8% (2. Quartal: 22,1%) und gegenüber dem japanischen Yen um 5,5% (2. Quartal: 6,5%) zu. Gegenüber den übrigen wichtigen Währungen gab der Schweizer Franken erstmals nach mehr als einem Jahr real nach. Der mit den Ausfuhranteilen gewichtete Frankenkurs lag im dritten Quartal 1987 nominal um 1,3% über, real jedoch um 0,1% unter dem Wert des dritten Quartals 1986.

### Kapitalmarkt

Der Kapitalmarkt stand in den vergangenen Wochen im Zeichen des Kurssturzes an der Aktienbörse und der anschliessenden Renditeanpassungen bei den festverzinslichen Wertpapieren. Diesem Ereignis ging, nach einer längeren Periode ausgeprägter Stabilität, ein markanter Anstieg der Zinssätze am Obligationenmarkt voraus.

Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen hatte in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres in engen Grenzen um 4% geschwankt. Nachdem die Kapitalmarktzinsen in den Vereinigten Staaten bereits seit dem Frühjahr gestiegen waren, erfasste die Entwicklung im Laufe des Sommers auch die Kapitalmärkte der wichtigsten übrigen Industrieländer, namentlich Japans und der Bundesrepublik Deutschland. Im Laufe des Monats September stieg dann auch die Rendite der Bundesobligationen kräftig an und erreichte am Tage des Kurssturzes an der Aktienbörse mit 4,39% den diesjährigen Höchststand.

Der Beginn des Renditeanstiegs fiel mit der Zeichnungsfrist der jüngsten Bundesanleihe zusammen. Diese Bundesanleihe, die noch mit einem Coupon von 4% ausgestattet worden war,

erreichte bei ihrer Emission am 10. September einen Ausgabepreis von bloss 97,7%, was bei einer zehnjährigen Laufzeit eine Rendite von 4,29% ergab. Das Emissionsergebnis blieb nicht ohne Auswirkungen auf die Couponsätze der folgenden Anleiheobligationen und die Zinsen auf Kassaobligationen. Ende September erhöhte eine Grossbank ihre Zinsen auf Kassascheinen um  $\frac{1}{4}$  bis  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt auf  $4\frac{1}{2}\%$  für 3- bis 4- und  $4\frac{3}{4}\%$  für 5- bis 8jährige Laufzeiten. Die Mehrzahl der Banken schloss sich in den folgenden Tagen diesem Beispiel an, wobei die Unterschiede zwischen den von den einzelnen Instituten angewendeten Zinssätzen weiterhin beachtlich sind.

Die Wende erfolgte mit dem Kurssturz an der Aktienbörse in der zweiten Oktoberhälfte. Nachdem die Aktienkurse seit 1983 ohne grössere Rückschläge gestiegen waren und laufend neue Rekordmarken gesetzt hatten, fiel der Swissindex am 19. Oktober um 11% und bis Ende Oktober um insgesamt 27%. Die unmittelbare Folge bildete eine wachsende Nachfrage nach festverzinslichen Anlagen, wobei vor allem die Titel erstklassiger Schuldner profitieren konnten. Bei den Bundesobligationen fiel die Durchschnittsrendite von 4,39% am 19. Oktober auf 4,01% Mitte November. Vom Geschehen an der Aktienbörse besonders betroffen waren Nebenwerte sowie Inhaberaktien und Partizipations-

scheine. Dementsprechend ging die Nachfrage nach Optionsanleihen stark zurück, die Kurse sanken zum Teil beträchtlich unter die Ausgabepreise, und eigenkapitalbezogene Emissionsprojekte wurden fallengelassen. In der Zeit von Mitte Jahr bis zum Kurssturz waren mehr als die Hälfte aller öffentlich zur Zeichnung aufgelegten Obligationenanleihen inländischer Schuldner auf Optionsanleihen entfallen.

Die Bruttobeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch öffentlich aufgelegte Obligationenanleihen und Aktienemissionen betrug im dritten Quartal (ohne Konversionen) 16,7 Mrd. Franken (3. Quartal 1986: 14,2 Mrd.). Davon entfielen 17% (23%) auf Kapitalaufnahmen inländischer Schuldner. Im Inlandbereich wurden Konversionen im Umfang von 0,1 Mrd. (0,1 Mrd.) und Rückzahlungen von 1,2 Mrd. (1,2 Mrd.) vorgenommen, so dass sich die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Schuldner auf 1,5 Mrd. (1,9 Mrd.) belief.

### **Kapitalexport**

Nachdem sich das bewilligte Kapitalexportvolumen während des ganzen Jahres 1986 auf saisonbereinigter Basis zurückgebildet hatte, tendierte es in den ersten drei Quartalen 1987 wieder deutlich nach oben. Im Juli wurde mit 6,7

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

	Anleihen <sup>1</sup>	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1982	27 683,3	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	30 976,4	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	30 487,7	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	36 400,1	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1986	44 359,4	6 768,0	1 259,7	51 387,1
1985 4. Q.	12 082,2	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1. Q.	12 307,8	1 175,0	555,4	14 038,2
1986 2. Q.	11 360,8	1 956,5	484,5	13 801,8
1986 3. Q.	8 480,6	2 509,6	144,2	11 134,4
1986 4. Q.	11 210,2	1 126,9	75,6	12 412,7
1987 1. Q. <sup>2</sup>	9 280,3	1 928,5	180,4	11 389,2
1987 2. Q. <sup>2</sup>	6 852,3 <sup>3</sup>	1 931,4	347,2	9 130,9
1987 3. Q. <sup>2</sup>	13 839,0	2 191,9	292,2	16 323,1

<sup>1</sup> inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes; Neugliederung infolge Revision der Kapitalexportbestimmungen, vgl. Quartalshft Nr. 2, Juni 1986, S. 137

<sup>2</sup> provisorisch

<sup>3</sup> inklusive Aktienübernahme von insgesamt 251,4 Mio.

Mrd. Franken sogar ein monatlicher Höchstbetrag an bewilligten Anleihen und Krediten erreicht. Die Bewilligungen im dritten Quartal beliefen sich auf insgesamt 16,3 Mrd. Franken; das waren 47% mehr als im entsprechenden Vorjahresquartal. Dabei entfielen 85% (13,8 Mrd. Franken) auf Anleihen und der Rest auf Kredite (2,5 Mrd. Franken). Anleihen im Betrage von 7,4 Mrd. Franken (54% der gesamten Anleihe summe) hatten einen Eigenkapitalbezug. Dieser vergleichsweise hohe Anteil war auf die damals noch optimistischen Kurserwartungen an den Weltbörsen zurückzuführen. Am stärksten verschuldeten sich erneut die japanischen Emittenten, deren Geldaufnahme im dritten Quartal um nahezu 90% über dem Volumen der entsprechenden Vorjahresperiode lag. In den Monaten August bis Oktober bildeten sich die bewilligten Kapitalexporte wegen Sättigungserscheinungen auf dem Sekundärmarkt deutlich zurück. Als Folge des Kurssturzes an den Börsen verringerte sich in der zweiten Oktoberhälfte insbesondere die Begebung von Anleihen mit einem Eigenkapitalbezug.

Die Industrieländer wiesen im dritten Quartal 1987 mit 87% erneut den höchsten Anteil an den von der Schweizerischen Nationalbank bewilligten Kapitalexporten auf (3. Quartal 1986: 82%); 39% gingen dabei allein nach Japan (Vorjahr: 31%). Die Entwicklungsländer beanspruchten 4% (1%) und die Staatshandelsländer 5% (4%) für sich. Mit anteilmässig 3% war dagegen die Mittelaufnahme der Entwicklungsorganisationen vergleichsweise tief (11%).

### **Bankbilanzen und Kredite**

Die Bilanzentwicklung der 71 Banken stand im dritten Quartal 1987 im Zeichen der bis Anfang September leicht rückläufigen Zinssätze und des im Vorjahresvergleich tieferen Dollarkurses. Gegenüber dem Vorquartal bzw. dem Vorjahresquartal stieg die Bilanzsumme um 2,2% bzw. 10,0% auf 655,8 Mrd. Franken. Die Jahreswachstumsrate lag damit leicht über dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Die dollarkursbereinigte Wachstumsrate belief sich auf 16,2%. Neben der Schwäche des amerikanischen Dol-

lars dürften die grössere Zurückhaltung im Interbankgeschäft sowie das sehr lebhafte in- und ausländische Wertschriftengeschäft eine relative Verlangsamung des Bilanzsummenwachstums bewirkt haben.

Bei den Finanzanlagen (liquide Mittel, Guthabenüberschuss im Interbankgeschäft, Wechsel, Geldmarktpapiere und Wertschriften) zeigten sich im grossen und ganzen keine neuen Entwicklungstrends. Die Finanzanlagen kletterten im Vorjahresvergleich um 3,4% auf 128,2 Mrd. Franken. Das ausgeprägte Quartalsmuster der liquiden Mittel, das vor allem von der Pflicht zur Veröffentlichung der Bankbilanz herrühren dürfte, pflanzte sich vorerst unverändert fort. Die liquiden Mittel pendeln an den Quartalsultimi seit 2 Jahren um den Mittelwert von 14,5 Mrd. Franken.

Das dollarlastige Interbankgeschäft reduzierte sich seit September 1986 um 5,7% (dollarkursbereinigt um -3,0%) auf 39,2 Mrd. Franken. Bemerkenswert ist ferner die seit dem Frühjahr 1985 anhaltende, gemessen am Bilanzsummenwachstum überdurchschnittliche Zunahme der vorwiegend auf Franken lautenden Wertschriften (+17,4%). Dieses Wachstum dürfte teilweise unfreiwillig erfolgt sein und auf wenig erfolgreiche Emissionen, die die Banken zur Übernahme nicht plazierbarer Papiere zwangen, sowie auf gezielte Anlagen zur Kompensation der zunehmenden Ablösung von Bankkrediten durch Wertpapieremissionen zurückzuführen sein.

Die Entwicklung der Kreditausleihungen verlief bei den In- und Auslandkrediten unterschiedlich. Während das inländische Kreditvolumen um 10,4% zunahm, stiegen die ausländischen Kredite um 16,6% auf 68,4 Mrd. Franken, was 18,4% des gesamten Kreditbestandes entsprach. Bei den inländischen Frankenkrediten ist eine im Vergleich zum Vorjahresmonat und zu den vorangegangenen Monaten steigende Zuwachsrate (10,3%) zu verzeichnen. Während die Kreditausweitung bei den Hypotheken mit 10,8% und bei den Debitorenkrediten (ohne feste Vorschüsse gegen hypothekarische Deckung) mit 10,2% die letztjährigen Sätze um mindestens einen Prozentpunkt übertrafen, lagen die Wachstumsraten der Baukredite (+5,1%) und der Kredite an öf-

fentlichrechtliche Körperschaften (+0,3%) zum Teil deutlich unter den Vorjahreswerten.

Auf der Passivseite wuchsen die Publikumsgelder (Sicht-, Termin-, Spareinlagen sowie Kassenobligationen und Obligationen) im Vorjahresvergleich um 8,9% auf 448,9 Mrd. Franken. Diese Zunahme überstieg die durchschnittliche 5-Jahres-Wachstumsrate der Publikumsgelder um 1,8 und der Bilanzsumme um 0,5 Prozentpunkt. Sowohl der sprunghafte Anstieg der Kreditoren auf Sicht insgesamt (+8,7%) als auch die weiterhin überdurchschnittliche Zunahme der auf Franken lautenden, inländischen Sichteinlagen (+11,0%), die zur Geldmenge  $M_1$  zählen, sind auf einen Basiseffekt zurückzuführen und liegen weit über ihren Trendwachstumsraten. Seit Jahresbeginn nahmen sie nur um 3,9% bzw. 6,7%

zu. Bei der volumenmässig grössten Franken-Position, den Spar- und Depositengeldern, fallen die seit Jahresbeginn stetig steigenden Wachstumsraten auf (September 1987: +10,8%). Eine entgegengesetzte Entwicklung verzeichnen die Kassenobligationen und Obligationen (+6,8%).

Die Treuhandanlagen durchschritten im April 1987 den unteren Wendepunkt und sind seither um 8,2% auf 70,9 Mrd. Franken gestiegen. Im Vergleich zum September 1986 kam dies aber noch einer Abnahme um 3,7% gleich. Der Rückgang im Vorjahresvergleich ist mehrheitlich dem Fremdwährungsgeschäft zuzuschreiben, dessen Anteil sich auf 77,5% am Total der Treuhandanlagen belief. Wechselkursbedingt nahmen besonders die stark ins Gewicht fallenden Dollaranlagen ab (-7,1%).

## Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 18 décembre 1987<sup>1</sup>

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

#### 1. Aperçu

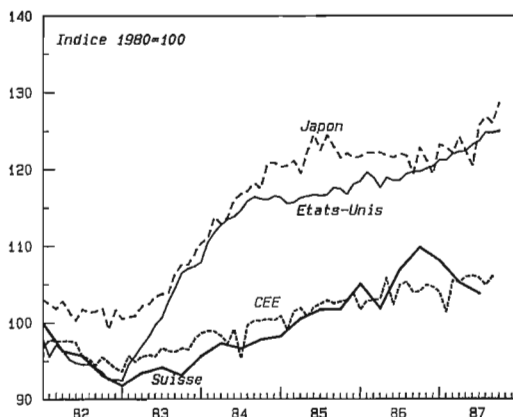
##### *Evolution de la conjoncture*

Après un affaiblissement passager au début de l'année, la conjoncture s'est dans l'ensemble accélérée au cours des deuxième et troisième trimestres. Cette accélération peut être attribuée notamment à la vigoureuse croissance observée aux Etats-Unis. Au Royaume-Uni, la vive expansion économique qui dure depuis 1985 s'est poursuivie. La croissance a été toutefois faible en République fédérale d'Allemagne et en France, pays qui avaient enregistré une stagnation durant l'hiver dernier. L'économie japonaise a elle aussi retrouvé du dynamisme après le ralentissement que la revalorisation du yen avait engendré l'an dernier. La demande intérieure a été le principal moteur de l'accélération de la conjoncture dans les pays industrialisés.

Le chômage a diminué grâce à la progression de la production globale dans la zone de l'OCDE. Son repli a été une fois encore plus marqué aux Etats-Unis que dans les autres pays. Les déséquilibres qui caractérisent les balances courantes se sont maintenus, bien que l'excédent du Japon ait fléchi. Le solde actif de la République fédérale d'Allemagne est resté élevé et le déficit des Etats-Unis atteignait encore 43,4 milliards de dollars au troisième trimestre.

Le renchérissement n'a pas suivi une tendance homogène dans la zone de l'OCDE. Il a augmenté aux Etats-Unis et en Italie, mais les prix sont restés approximativement stables au Japon et en République fédérale d'Allemagne.

**Graphique 1: Production industrielle**



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

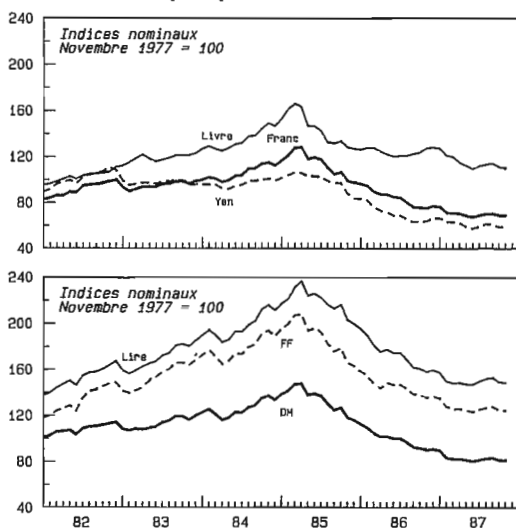
Après plusieurs années de hausse ininterrompue, les bourses des actions ont subi, dans tous les pays, un effondrement massif à la mi-octobre. En un seul jour, l'indice Dow Jones des valeurs industrielles a perdu 23% à New York, le Nikkei, 15% à Tokyo, et le «Swissindex», 11%. En Europe, les indices boursiers ont continué à baisser dans les jours et les semaines qui ont suivi. En revanche, les bourses américaines ont bénéficié d'une reprise. Entre la mi-octobre et la mi-novembre, les indices américain et japonais ont perdu quelque 15%, et ceux d'Allemagne et de Suisse, environ 25%. L'effondrement soudain des marchés des actions a engendré une vague d'incertitude, des ventes dictées par la panique et un énorme accroissement des chiffres d'affaires des bourses. Par moments, les afflux d'ordres étaient tels que les opérateurs et les bourses ne parvenaient plus à les traiter.

Peu après l'effondrement des bourses des actions, le dollar des Etats-Unis a marqué un nouveau repli sur les marchés des changes. La chute des cours des actions et la baisse du dollar ont accru l'incertitude quant à l'évolution de la

<sup>1</sup> Le rapport, achevé à la mi-novembre, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois d'août et d'octobre 1987.



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



conjoncture dans les pays industrialisés. De nombreux observateurs ont révisé à la baisse leurs prévisions pour l'année 1988; ils ont réduit d'un point le taux d'expansion prévu pour les Etats-Unis et d'un demi-point celui des autres pays industrialisés. Il est encore difficile de dire avec précision quelles influences auront l'effondrement des bourses et la rapide baisse du dollar sur les anticipations des entreprises et des ménages.

### **Politique économique**

Pour des motifs de politique conjoncturelle et, dans le cas du Japon, de politique de change, les banques centrales de la plupart des principaux pays industrialisés ont maintenu au troisième trimestre le caractère accommodant de leur politique monétaire. En revanche, le Système de Réserve Fédérale a accentué légèrement le cours plus restrictif qu'il a donné à sa politique monétaire à partir du début de l'année; en septembre, les rémunérations servies sur le marché monétaire ayant augmenté, le taux officiel de l'escompte a été relevé d'un demi-point aux Etats-Unis. Après l'effondrement des cours des actions, le Système de Réserve Fédérale a as-

soupli nettement sa politique monétaire. Conscientes de leur tâche de «lender of last resort», d'autres banques centrales ont elles aussi mis des liquidités supplémentaires à la disposition des banques. Les rémunérations à court terme se sont alors inscrites en baisse. En outre, les banques centrales des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de la République fédérale d'Allemagne et de la Suisse ont réduit leurs taux officiels au début du mois de novembre.

En 1987, les déficits budgétaires ont diminué dans plusieurs pays industrialisés. Aux Etats-Unis, les comptes de l'Etat fédéral se sont soldés par un déficit de 148 milliards de dollars pour l'exercice annuel qui a pris fin le 30 septembre 1987; l'exercice précédent, l'excédent de dépenses avait atteint encore 221 milliards de dollars. Cette amélioration peut être attribuée à la vente d'actifs par l'Etat et à des répercussions passagères de la réforme fiscale. Après le récent compromis auquel sont parvenus le président et des représentants du Congrès, le déficit attendu pour l'exercice qui a commencé cet automne est d'au moins 150 milliards de dollars, soit un montant du même ordre de grandeur que le précédent. Au cours de l'année, les autorités japonaises ont assoupli leur politique en matière de finances publiques. Elles ont accru nettement les investissements publics et allégé la charge fiscale.

### **Marchés des changes**

Après une brève phase de revalorisation, le dollar a faibli de nouveau, à partir du mois de septembre, face à toutes les principales monnaies. A la suite de l'effondrement des bourses et de l'amélioration, inférieure à ce qui était attendu, de la balance commerciale des Etats-Unis, la monnaie américaine a été soumise à de fortes pressions à la baisse. Cette évolution a amené les banques centrales à intervenir massivement en faveur du dollar. La Banque nationale suisse a participé à ces interventions concertées sur les marchés des changes.

Le mark allemand, le franc français et la lire italienne s'étant revalorisés durant les mois d'août à octobre dans des proportions diverses

face au dollar, des tensions sont apparues au sein du Système monétaire européen (SME). Pendant les mois de septembre et d'octobre, les banques centrales de France et d'Italie ont dû intervenir vigoureusement, à plusieurs reprises, pour maintenir leur monnaie à l'intérieur des marges de fluctuation. Le 12 septembre, les pays participant au SME sont convenus, à Nyborg, d'apporter quelques adaptations techniques au Système. Il est prévu entre autres que les interventions des pays à monnaies faibles seront à l'avenir financées en commun, avant que les cours n'atteignent la limite inférieure de la bande de fluctuation (interventions intramarginales). Pour cela, il faudra cependant que les pays à monnaies fortes acceptent d'accorder des crédits. En outre, les remboursements pouront, à certaines conditions, être opérés intégralement en unités monétaires européennes (Ecus) et non à concurrence de 50% comme jusque-là.

### ***Coopération monétaire internationale et problèmes de l'endettement***

A la fin du mois de septembre, M. Baker, secrétaire au Trésor des Etats-Unis a proposé devant l'Assemblée annuelle du Fonds monétaire international (FMI) de recourir, pour apprécier la politique économique des pays, à un indicateur supplémentaire, à savoir un indice de matières premières.

L'accord de confirmation conclu au mois de juillet entre le FMI et l'Argentine n'ayant pas porté effet, les sources étrangères de financement se sont tariées. Pour la phase précédant la mise à disposition des crédits prévus par cet accord, les autorités monétaires des Etats-Unis et de trois pays d'Amérique latine ainsi que les banques centrales de pays du Groupe des Dix, de l'Espagne et de l'Autriche ont mis sur pied un crédit relais de 475 millions de dollars. La Banque nationale suisse a fourni une promesse de substitution pour une part de 14,25 millions de dollars du crédit relais qui a été accordé par la BFI.

A la fin du mois d'octobre, le Brésil et ses banques créancières ont repris leurs négociations. Celles-ci avaient pour toile de fond un retard de

paiement pour 4 milliards de dollars d'intérêts échus. Un accord intermédiaire, conclu à la mi-novembre, prévoit une reprise du paiement d'une partie des intérêts dus. Cet accord doit permettre d'éviter un déclassement, par les autorités de surveillance américaine, des créances sur le Brésil et, partant, une aggravation du problème de l'endettement au sein du système bancaire.

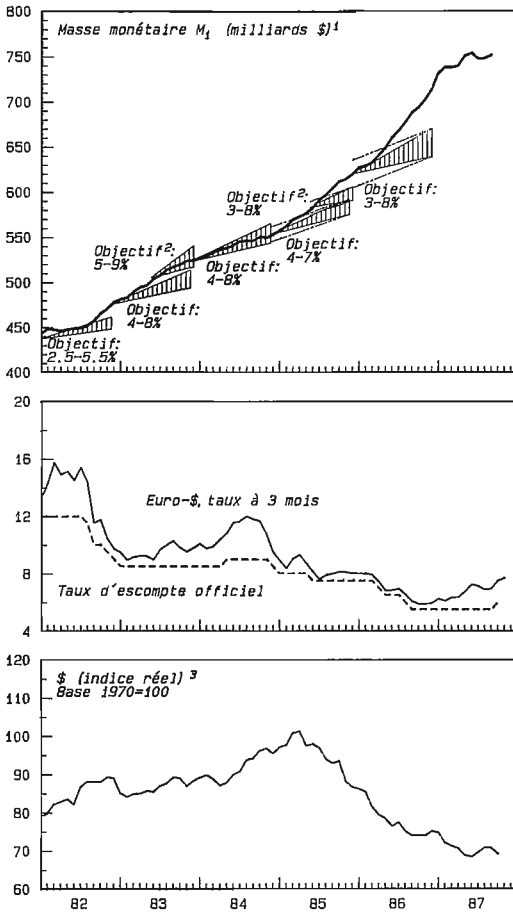
## **2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés**

### ***Etats-Unis***

Au troisième trimestre, la conjoncture s'est accélérée nettement aux Etats-Unis; par rapport aux trois mois précédents, le produit national brut réel a progressé de 4,1% en taux annualisé. De fortes croissances ont été observées en particulier pour la consommation de biens durables (+22,4%) et les investissements des entreprises (+26,3%). Par contre, la consommation de biens non durables et la construction de logements ont stagné. Pour la première fois depuis un an, les importations ont augmenté, en volume, à un rythme nettement plus élevé que les exportations, de sorte que le commerce extérieur a freiné la croissance économique au troisième trimestre. Les ventes finales se sont accrues de nouveau vigoureusement – leur expansion a atteint 5,8% –, et les stocks ont fléchi fortement. La bonne conjoncture s'est reflétée également sur le marché du travail; grâce à une progression de l'emploi, le taux de chômage a diminué à 5,9% au mois de septembre.

Après avoir augmenté au cours du premier semestre, le renchérissement s'est stabilisé quelque peu au troisième trimestre, bien que le taux d'utilisation des capacités de production ait progressé. La hausse des prix à la consommation est restée néanmoins supérieure aux rythmes observés en Europe, ce qui ne surprend pas étant donné les influences des cours de change sur les prix à l'importation. Au mois de septembre, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 4,2%.

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

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

En dépit d'une progression des exportations, le déficit de la balance commerciale a atteint au mois de juillet le montant record de 16,5 milliards de dollars. Il a diminué à 15,7 milliards en août et à 14,1 milliards de dollars le mois suivant; par rapport au mois de septembre de 1986, il a fléchi de 0,6 milliard de dollars. Au troisième trimestre, la balance des transactions courantes a enregistré un solde passif de 43,4 milliards de dollars,

soit un montant dépassant de 20% le chiffre de la période correspondante de 1986.

La Réserve Fédérale a maintenu, au troisième trimestre, le cours restrictif qui caractérise sa politique monétaire depuis le début de l'année. Calculé à partir de la fin de 1986, le rythme de croissance de la base monétaire a diminué, en taux annualisé, à moins de 5% pour la période allant du mois de juin à la mi-septembre; à la mi-juin, il avait déjà fléchi de deux points. Quant à l'expansion de  $M_1$ , elle est proche de zéro depuis le début de 1987; elle avait atteint des rythmes annuels supérieurs à 9% pendant les neuf trimestres précédents.

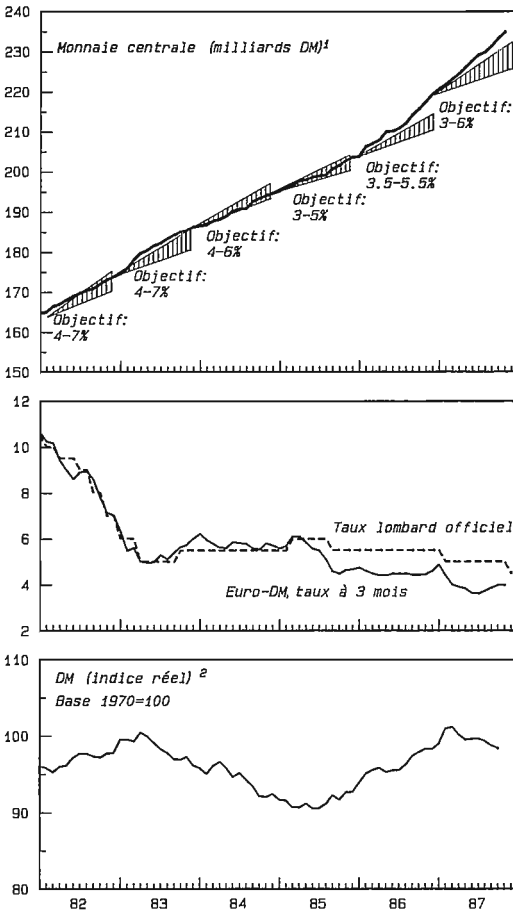
Les taux d'intérêt à long terme et, dans une moindre mesure, à court terme ont augmenté à partir du mois de juin. Le 4 septembre, le Système de Réserve Fédérale a porté de 5,5% à 6% le taux de l'escompte. Les rémunérations à court terme ont poursuivi leur mouvement de hausse, et le marché a commencé à se demander si la Réserve Fédérale allait tolérer une expansion des crédits d'escompte ou relever une fois encore son taux. Le repli des taux d'intérêt après l'effondrement des cours des actions, le 19 octobre, et l'aide financière fournie par la Réserve Fédérale à la suite de cet événement ont rendu cette question sans objet.

### République fédérale d'Allemagne

L'expansion de l'économie allemande est restée modeste au deuxième trimestre. En données corrigées des variations saisonnières, le produit national brut réel a augmenté de 1% par rapport aux trois mois précédents. Cette progression a permis uniquement de compenser le repli observé au premier trimestre, de sorte que la croissance, face au deuxième trimestre de 1986, a été de 0,8% en termes réels.

La demande intérieure est restée le principal moteur de la conjoncture. De toutes les composantes du produit national brut, la consommation privée a enregistré l'expansion la plus vive. S'inscrivant à 2,3%, son taux annuel de croissance a toutefois fléchi nettement puisqu'il atteignait encore 4% un an auparavant. Par rapport

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



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

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

au deuxième trimestre de l'année précédente, les dépenses publiques ont augmenté de 1,2% et les investissements en biens d'équipement, de 0,5%. Dans le domaine de la construction, un repli de 1,2% a été toutefois observé. En outre, l'excédent de la balance commerciale s'est réduit, les exportations ayant fléchi de 2,6% et les importations stagné.

Les indicateurs publiés récemment laissent présager une nouvelle amélioration de la conjoncture au second semestre. La demande étrangère

a retrouvé de la vigueur, et la consommation privée a augmenté de nouveau sensiblement. La reprise de la production industrielle, observée depuis le mois d'avril, a continué. Au troisième trimestre, la production industrielle était encore légèrement inférieure à son niveau des trois mêmes mois de 1986 (-0,3%), mais les entrées de commandes ont progressé notablement; pour la première fois depuis un an, celles-ci dépassaient leur volume de la période correspondante de l'année précédente (commandes de résidents: +1%; commandes de l'étranger: +5%). Dans le secteur de la construction, la production est restée toutefois déprimée, et l'emploi a fléchi de 4%.

Après une phase de repli qui a commencé en septembre 1986, l'excédent de la balance commerciale a augmenté de nouveau vigoureusement au mois de septembre de l'année en cours. Il s'inscrivait à 27,9 milliards de marks au troisième trimestre, contre 29,4 milliards un an auparavant. Le solde actif de la balance des transactions courantes a stagné à un niveau élevé; il atteignait 53 milliards de marks pour les neuf premiers mois de l'année, soit le montant observé déjà pour la même période de l'année précédente.

Sur le marché du travail, la situation est restée préoccupante. L'emploi a progressé au troisième trimestre, mais à un rythme ralenti. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage s'inscrivait à 9% au mois de septembre, contre 8,8% au début de l'année.

La hausse des prix s'est accélérée légèrement. Le taux annuel de renchérissement a passé de 0,2% au deuxième trimestre à 0,6% au troisième, puis à 0,9% au mois d'octobre.

Le projet de budget qui a été présenté au début du mois de septembre confirme l'orientation légèrement plus expansionniste de la politique budgétaire allemande. Les autorités allemandes souhaitent relever quelque peu la croissance des dépenses et réduire simultanément les impôts. Elles ont donc remis à plus tard leur objectif d'assainissement des finances publiques.

Durant les mois de juillet à octobre, la monnaie

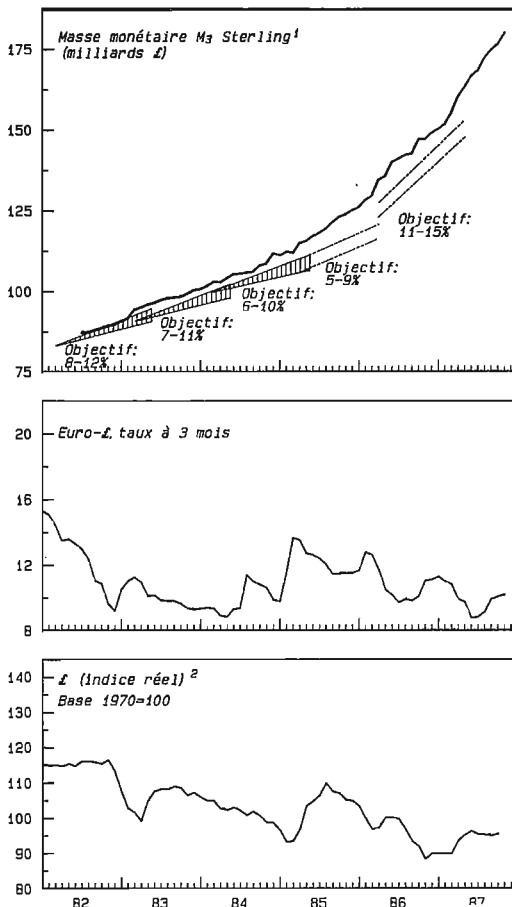
centrale a continué à croître à un rythme nettement supérieur à l'objectif de 3 à 6% choisi par la Banque fédérale. Sa progression a cependant diminué de 8% au milieu de l'année à 7,5% en octobre. Comme dans d'autres pays, les taux à court terme ont augmenté en septembre et au début d'octobre. Après l'effondrement général des bourses des actions et l'adoption de mesures destinées à soutenir le cours du dollar, les rémunérations à court terme ont de nouveau fléchi. Le 6 novembre, la Banque fédérale d'Allemagne a ramené de 5% à 4,5% son taux des avances sur nantissement. En outre, elle a réduit de 3,8% à 3,5% le taux auquel elle prend des effets en pension. Ces mesures, coordonnées avec une hausse de taux directeurs en France, ont été adoptées en vue de maintenir le niveau des cours de change au sein du SME.

### Royaume-Uni

Au deuxième trimestre, l'économie britannique a enregistré une croissance vigoureuse. Par rapport à la période correspondante de 1986, le produit intérieur brut réel a augmenté, après correction des variations saisonnières, de 3,8%, contre 3,9% au premier trimestre. Le taux annuel de croissance des investissements a passé de 2,9% au premier trimestre à 6,2% le trimestre suivant. Cette accélération a été compensée par la diminution de 9% à 4,3% de la progression des exportations. Les rythmes de croissance de la consommation privée (4,3%) et des dépenses publiques (0,1%) sont restés stables, et les stocks ont été réduits.

La bonne conjoncture s'est maintenue vraisemblablement au troisième trimestre. Pour les mois de juin à août, la production industrielle dépassait de près de 6% son niveau de la période correspondante de 1986. Au troisième trimestre, les dépenses de consommation étaient supérieures de 5,5% au chiffre observé un an auparavant et les investissements sont restés élevés. Par contre, l'influence négative du commerce extérieur s'est accentuée. Des indicateurs avancés, publiés récemment, annoncent un ralentissement de la croissance au quatrième trimestre.

Graphique 5: Royaume-Uni



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

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

Le nombre des chômeurs recensés correspondait à 9,8% des salariés au mois de septembre, contre 11% au début de l'année. Cette amélioration peut être attribuée en partie au programme mis sur pied par le gouvernement pour lutter contre le chômage. L'emploi, qui s'est stabilisé dans l'industrie manufacturière, a progressé dans le secteur des services principalement. En outre, le nombre des indépendants a augmenté

de 80 000 unités ou de 3% en un an. Au deuxième trimestre, les salaires dépassaient de 7,6% leur niveau de la même période de l'année précédente (7,8% dans l'industrie manufacturière). Quant au taux annuel de renchérissement, il a passé de 4,2% au deuxième trimestre à 4,3% au trimestre suivant.

Malgré la baisse des prix à l'importation – une conséquence de l'évolution des cours de change –, la balance commerciale a continué à se détériorer. Son déficit atteignait 3,1 milliards de livres au troisième trimestre, contre 2,3 milliards le trimestre précédent. Selon des estimations provisoires, le solde passif de la balance des transactions courantes a augmenté de 0,2 milliard à 1,3 milliard de livres.

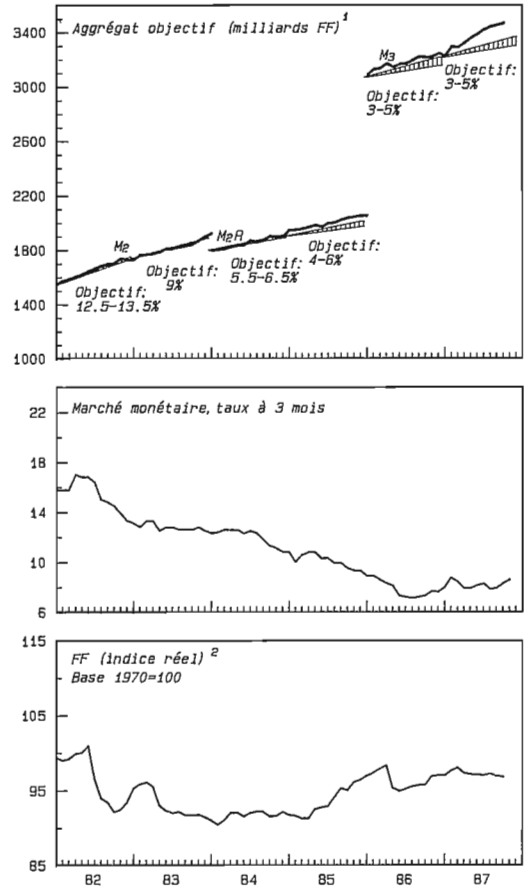
La politique monétaire britannique est restée axée principalement sur le maintien de relations de change stables. Au troisième trimestre, la base monétaire ( $M_0$ ) a augmenté d'environ 5% en taux annualisé. Sa croissance s'inscrivait donc dans la partie supérieure de la fourchette de 2 à 6% choisie comme objectif. Dans la même période,  $M_3$  sterling a progressé d'un peu plus de 20% en taux annualisé. Ce rythme élevé peut être attribué au remboursement d'emprunts à long terme de l'Etat («gilts») et au comportement des «building societies». Ces établissements spécialisés dans les dépôts d'épargne ont relevé leurs dépôts bancaires, au détriment des placements en titres publics à long terme.

A la suite de l'effondrement des cours des actions, les grandes banques ont ramené leur taux de base de 10% à 9,5%, le 23 octobre, et à 9%, le 4 novembre.

## France

Après avoir stagné au premier trimestre, la conjoncture a marqué une amélioration en France. Selon des estimations provisoires, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,7% du premier au deuxième trimestre. La hausse s'explique par un accroissement des stocks, mais aussi par une progression de 2% des investissements. Toutefois, la consommation privée a diminué de 0,2% et les exportations, de près de 1%. Les importa-

Graphique 6: France



<sup>1</sup> Données cvs; objectif pour 1985: moyenne des mois de novembre, décembre et janvier à moyenne des mêmes mois un an plus tard; objectif pour 1986: du 4<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre suivant (source: Banque de France)

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

tions se sont accrues de 0,5%, hausse qui a servi en grande partie à relever les stocks.

L'amélioration observée au deuxième trimestre semble avoir continué. Le taux de chômage a diminué de 10,7% au deuxième trimestre à 10,4% au mois d'octobre. La hausse des prix s'est stabilisée, depuis le début de l'année, à un rythme d'environ 3,3%. Quant au commerce extérieur, il s'est redressé légèrement.

L'évolution a été satisfaisante dans l'industrie et le secteur de la construction. Les carnets de commandes s'étant étoffés, les perspectives restent bonnes pour les prochains mois. En outre, la demande des ménages s'est semble-t-il raffermie quelque peu; par rapport à la période correspondante de 1986, la consommation privée de produits industriels a progressé de 0,7% au deuxième trimestre, alors qu'elle avait fléchi de 2% le trimestre précédent.

Au troisième trimestre, la balance commerciale s'est soldée par un déficit inférieur de moitié au résultat des trois mois précédents. En données corrigées des variations saisonnières, le solde passif a passé de 6 milliards au premier trimestre à 12,9 milliards, puis à 6,4 milliards de francs français au troisième trimestre. Quant à la balance des transactions courantes, elle a enregistré un déficit de 7,9 milliards de francs français, contre 4 milliards au deuxième trimestre .

Dans le projet de budget qu'il a présenté à la mi-septembre, le gouvernement a mis l'accent sur une nouvelle réduction du déficit. Les impôts frappant les ménages et les entreprises devraient être allégés. L'équilibre des comptes du système de sécurité sociale exigera probablement un relèvement des cotisations sociales, relèvement qui pourrait cependant plus que compenser les allègements fiscaux. Au total, les impôts et les cotisations sociales devraient atteindre 44,7% du produit intérieur brut en 1988, contre 44,4% les deux années précédentes.

Calculé par rapport au quatrième trimestre de 1986, le taux de croissance annualisé de la masse monétaire  $M_2$  s'inscrivait à 4,1% en moyenne des mois de juin à août. Il était proche du niveau inférieur de l'objectif de 4 à 6%. L'expansion de  $M_3$  a continué à s'accélérer au cours de l'été pour atteindre un rythme de 9,9% en juillet et de 9,4% en août; elle était nettement supérieure à la fourchette de 3 à 5% que la Banque de France a choisie comme objectif. Cette évolution s'explique par l'attente d'une hausse des taux d'intérêt à long terme, attente qui a entraîné des remaniements de portefeuilles au profit des dépôts à terme; le volume des émissions d'emprunts a diminué notablement.

Au sein du SME, le franc français a été soumis à de fortes pressions à la baisse à la fin d'octobre et au début de novembre. Des mesures ont été alors prises en liaison avec la Banque fédérale d'Allemagne pour défendre les parités entre les monnaies du SME. Le 6 novembre, la Banque de France a relevé ses taux d'intervention sur le marché monétaire. Le taux des appels d'offres a été porté de 7,5% à 8,25% et celui des pensions à sept jours, de 8% à 8,75%.

### *Italie*

Au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel dépassait de 2,2% son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Les impulsions ont découlé exclusivement de la demande intérieure, le commerce extérieur continuant de freiner l'expansion.

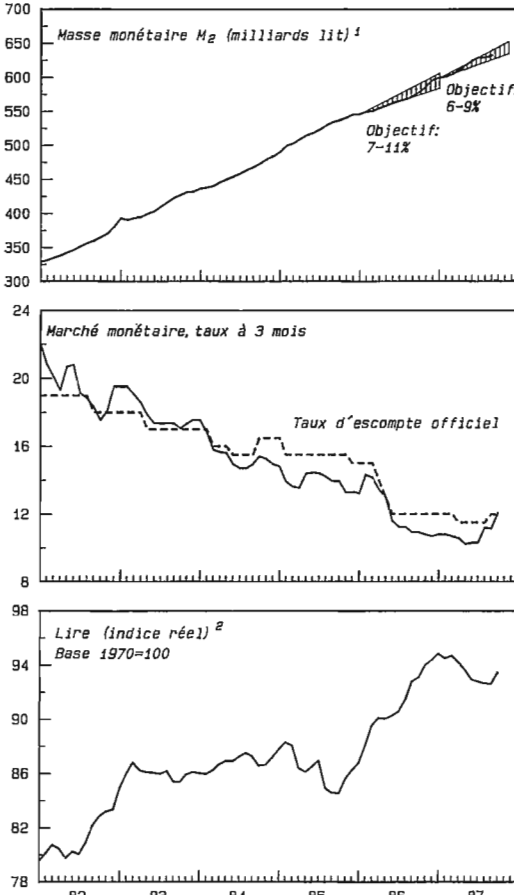
Ces tendances se sont maintenues au troisième trimestre. Du fait de facteurs saisonniers, la balance commerciale italienne a dégagé des excédents de 813 milliards de liras en juillet et de 1159 milliards en août. Au mois de septembre, elle s'est soldée de nouveau par un déficit de 1515 milliards de liras. Pour les neuf premiers mois de l'année, son déficit a atteint 8768 milliards de liras, soit plus du double du montant enregistré un an auparavant.

A la fin du mois d'août, le gouvernement italien a adopté une série de mesures fiscales en vue principalement de réduire la demande intérieure. Il a notamment majoré la taxe à la valeur ajoutée pour les biens de consommation durables, relevé le prix de l'essence et doublé l'impôt sur les revenus tirés des titres publics. En outre, le taux de l'escompte a été porté de 11,5% à 12%.

Les mesures fiscales devraient entraîner une hausse des recettes de 3500 milliards de liras. Le déficit des comptes de l'Etat serait ainsi limité à 110 000 milliards de liras, montant néanmoins supérieur de 10% à ce qui est inscrit au budget pour l'année 1987.

Le relèvement des impôts s'est répercuté immédiatement sur les prix. Entre les mois d'août et de septembre, l'Italie a enregistré sa plus forte

**Graphique 7: Italie**



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

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

hausse des prix des deux dernières années; le taux annuel de renchérissement a passé de 4,5% à 5%. Au mois d'octobre, il atteignait 5,3%. Quant au taux de chômage, il a augmenté de 11,6% en avril à 12% en juillet.

La détérioration de la balance commerciale a incité, au mois de septembre, à compter avec un prochain ajustement monétaire au sein du SME, ce qui a engendré des pressions spéculatives sur la lire. Pour freiner l'hémorragie des réserves

de devises, le gouvernement italien a adopté, en accord avec la banque centrale, de nombreuses mesures pour raffermir la lire. Ces mesures, qui ont pris effet à la mi-septembre, resteront en vigueur jusqu'au mois de mars 1988. Parmi elles figurent l'interdiction de régler à l'avance, en monnaies étrangères, les importations et les exportations ainsi que l'obligation de convertir en lires, dans un délai de trente jours - 120 jours auparavant -, les positions en monnaies étrangères.

Au cours de l'été, la croissance de la masse monétaire M<sub>2</sub> s'est rapprochée de la limite supérieure de la fourchette de 6 à 9% choisie comme objectif. Les rémunérations à court terme sont restées stables depuis le mois de juillet, mais les taux à long terme ont augmenté à partir de septembre. Pour 1988, la Banque d'Italie a fixé entre 6 et 9% - comme en 1987 - son objectif monétaire en termes de M<sub>2</sub>.

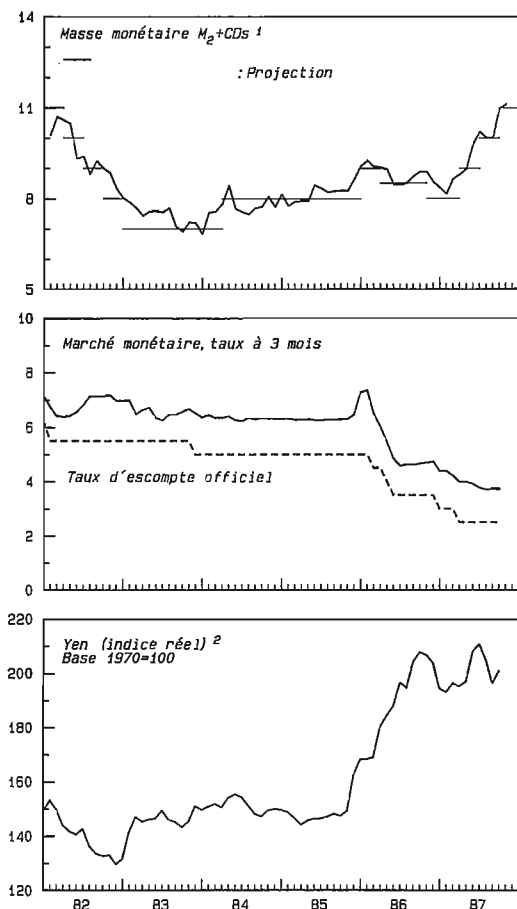
**Japon**

Après un essor particulièrement dynamique au premier trimestre, l'économie japonaise a retrouvé une cadence modérée. La demande intérieure est restée vigoureuse, stimulant l'expansion des importations.

Au deuxième trimestre, le produit national brut réel s'inscrivait à son niveau des trois mois précédents, mais dépassait de 2,8% celui de la période correspondante de 1986. L'expansion de près de 20% que la construction privée de logements a enregistrée a contribué fortement à la croissance. Les investissements en biens d'équipement ont continué le mouvement de progression apparu au quatrième trimestre de 1986. La consommation privée, qui a augmenté de 3,1%, a stimulé elle aussi la conjoncture. Au total, la demande intérieure s'est accrue à un rythme qui est resté élevé. Au deuxième trimestre, elle dépassait de 3,7% son niveau de la même période de l'année précédente. Par contre, les exportations ont ressenti les effets de la revalorisation du yen. En volume, elles ont fléchi de 0,9%, alors que les importations augmentaient de 4%. Par rapport au premier trimestre,



Graphique 8: Japon



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

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

les exportations ont reculé de 6,5%, en taux annualisé, et les importations se sont accrues de 26%. Le fléchissement de l'excédent de la balance commerciale a réduit de 0,8% la croissance du produit national brut.

Les grandes tendances observées au deuxième trimestre semblent avoir continué durant l'été. Dans l'ensemble, la situation bénéficiaire des entreprises s'est améliorée grâce à des restructurations. Stimulée par les mesures de relance adoptées par le gouvernement, l'activité s'est

maintenue à un niveau élevé dans la construction. La production industrielle a augmenté fortement, et les stocks sont restés faibles. Les chiffres d'affaires des grands magasins indiquent une progression ininterrompue de la consommation privée.

Exprimé en dollars, le solde actif de la balance commerciale a continué son mouvement de repli. En données corrigées des variations saisonnières, il a diminué à 22,7 milliards de dollars au troisième trimestre; il était ainsi inférieur de 13% au montant atteint un an auparavant. Ce recul est dû en partie à la forte augmentation (+20%) que les importations ont enregistrée à la suite de la hausse des prix pétroliers et de l'accroissement du volume des achats à l'étranger. Il s'explique également par l'affaiblissement de la progression des exportations; le taux annuel de croissance des ventes à l'étranger a passé en effet de 10% au premier semestre à quelque 5% au troisième trimestre. L'excédent de la balance des transactions courantes a lui aussi fléchi puisqu'il s'inscrivait à 19,9 milliards de dollars au troisième trimestre, contre 23,8 milliards pour la même période de l'année précédente.

Après avoir atteint un niveau record de 3,2% au mois de mai, le taux de chômage a diminué pour s'établir à 2,8% au troisième trimestre. Les prix sont restés à peu près stables, le taux annuel de renchérissement était de 0,4% au troisième trimestre.

Au second semestre, la Banque du Japon a maintenu le caractère expansionniste de sa politique monétaire. Cette politique vise plus à freiner la hausse du yen face au dollar qu'à stimuler la conjoncture intérieure. La croissance en un an de la masse monétaire  $M_2 + CD$  s'est accélérée encore pour atteindre 10,8% au troisième trimestre, contre 10% au deuxième. Ainsi, son rythme était supérieur à la projection de 10% - 9% au deuxième trimestre - sur laquelle tablait la Banque du Japon.

Les taux d'intérêt à long terme se sont inscrits en hausse à partir du mois de mai. Le rendement des obligations d'Etat à dix ans a augmenté d'un point pour s'établir à 5,1% à la fin du mois d'octobre.

## Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

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

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

	1984	1985	1986	1987			1987			
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	7,5	7,1	6,9	6,7	6,2	6,0	6,0	6,0	5,9	6,0
Rép. féd. d'Allemagne	9,1	9,3	9,0	8,8	8,9	9,0	9,0	8,9	9,0	9,0
Royaume-Uni b), d)	10,9	11,1	11,4	10,9	10,5	10,0	10,2	10,0	9,8	9,6
France b), d)	9,9	10,2	10,5	10,8	10,7	10,6	10,7	10,7	10,5	10,4
Italie b)	10,1	10,1	11,0	11,5c)	11,7c)	12,4c)	12,4	–	–	–
Japon	2,7	2,6	2,8	2,9	3,1	2,8	2,7	2,8	2,8	2,7
Suisse	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

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

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

	1984	1985	1986a)				1987a)			
			1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	
Etats-Unis	-106,5	-117,7	-140,6	-34,0	-34,4	-36,2	-38,0	-36,8	-41,2	-43,4
Rép. féd. d'Allemagne	7,1	13,4	37,6	7,9	8,1	11,3	9,5	10,9	10,7	10,6
Royaume-Uni	1,7	3,8	-1,4	1,1	0,2	-1,4	-1,4	1,0	-0,3	-2,1
France	-0,8	-0,2	2,9	1,1	0,4	1,3	0,9	0,3	-0,7	-1,2
Italie	-2,9	-4,1	4,1	-0,9	0,8	3,4	1,5	0,3	-0,9	–
Japon	35,0	49,2	85,8	15,9	21,6	23,8	24,3	24,9	20,9	19,9
Suisse b)	4,3	5,1	6,8	1,6	1,6	1,8	1,9	1,7	1,4	1,4

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Aperçu

Après avoir ralenti légèrement au premier semestre de 1987, la croissance économique a de nouveau accéléré son rythme durant le troisième trimestre. L'indice de la marche des affaires dans l'industrie, un indicateur représentatif de l'évolution de ce secteur, a fait apparaître une nette orientation à la hausse, l'utilisation des capacités techniques a progressé d'un demi-point, et les entrées de commandes ont augmenté.

La croissance annuelle du produit intérieur brut a atteint 2,5% au deuxième trimestre de 1987, un taux un peu plus élevé qu'au trimestre précédent. La demande intérieure est restée le principal soutien de la conjoncture. Les impulsions les plus fortes sont venues une nouvelle fois de l'augmentation des stocks. En données corrigées des variations saisonnières, la consommation privée n'a plus progressé par rapport au trimestre précédent; toutefois, elle était encore de 1,2% supérieure au niveau du troisième trimestre de 1986. Certains indicateurs, comme le chiffre d'affaires réel du commerce de détail, laissent supposer une persistance de la stagnation au troisième trimestre. Entre les mois d'avril et de juin, les investissements ont augmenté dans une très vive mesure. Après avoir ralenti au cours des trimestres précédents, le rythme des investissements – et notamment de ceux en biens d'équipement – s'est accéléré sensiblement en données corrigées des variations saisonnières. Au troisième trimestre, les exportations ont dépassé légèrement en termes réels le niveau observé un an auparavant. Quant aux importations, elles ont continué de s'accroître en comparaison annuelle comme en données corrigées des variations saisonnières.

Le nombre des personnes occupées a encore augmenté au troisième trimestre. Abstraction faite des variations saisonnières, le chômage est resté stable dans l'ensemble. Le taux de chômage a passé de 0,8% à 0,7%. La pénurie de main-d'œuvre a subsisté dans l'industrie. La part des heures supplémentaires au total des heures

travaillées a donc progressé au troisième trimestre.

L'importance des effets de la chute des cours des actions et du recul persistant du dollar sur l'évolution de la conjoncture n'apparaît pas encore clairement, car on dispose pour l'instant de très peu d'indices laissant entrevoir des changements dans le comportement des entrepreneurs et des consommateurs. La plupart des observateurs ont toutefois réduit d'un demi-point leurs prévisions pour 1988 en matière de croissance économique.

Entre les mois de juillet et de septembre 1987, l'expansion annuelle de la monnaie centrale ajustée a atteint 3%; la croissance des billets en circulation a même enregistré un taux de 3,9%. Au troisième trimestre, la Banque nationale a continué de mener une politique souple en matière d'approvisionnement en liquidités; aussi, les échéances mensuelles n'ont-elles pas connu de problèmes.

Sur le marché des euro-francs, les rémunérations ont reculé légèrement durant le troisième trimestre. Au début du mois de septembre, elles ont augmenté temporairement à la suite de craintes au sujet de difficultés dans l'approvisionnement en liquidités à l'échéance annuelle et de hausses des taux à l'étranger. Après la chute des cours sur les places boursières et le recul des taux à l'étranger, elles se sont repliées pour s'établir à 3¼% à la fin du mois d'octobre.

Le cours du franc pondéré en fonction des exportations dépassait encore, au troisième trimestre, de 1,3% celui de la période correspondante de 1986; en termes réels, il a toutefois légèrement fluctué au-dessous de son niveau de l'année précédente et ce pour la première fois depuis le milieu de 1985. En octobre et en novembre, le dollar a fléchi, passant même à fr. 1,34.

Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation a été de 1,8% supérieur au niveau relevé un an auparavant (deuxième trimestre: 1,1%). En octobre, le taux de renchérissement a atteint 2,0%. Les prix de gros ont reculé de 1,2% au troisième trimestre, soit plus faiblement qu'au cours des deux trimestres précédents. En octo-

bre, ils se sont établis 0,3% au-dessous du niveau observé un an plus tôt.

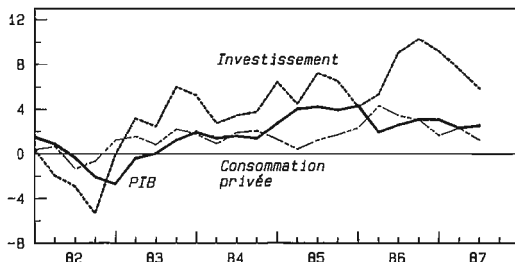
## 2. Evolution de l'économie

### Produit intérieur brut et production industrielle

La croissance annuelle du produit intérieur brut réel s'est inscrite à 2,5% au deuxième trimestre, contre 2,3% au premier. Elle a été stimulée une nouvelle fois par la demande intérieure principalement. La croissance de la consommation privée a ralenti un peu puisqu'elle n'a atteint que 1,2% par rapport à l'année précédente. En revanche, les investissements ont progressé de 5,9%.

Au deuxième trimestre de 1987, la production industrielle a baissé toutefois de 3% par rapport à la période correspondante de 1986. Il s'agit du premier recul depuis le deuxième trimestre de 1983. Le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ relève également que la marche des affaires dans l'industrie s'est détériorée au deuxième trimestre par rapport au niveau de

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



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

Source: Office fédéral des questions conjoncturelles

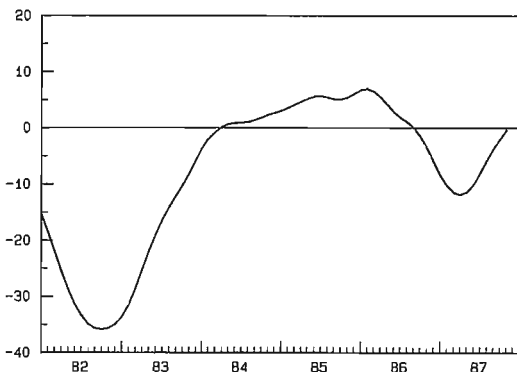
l'année précédente et que les entreprises ont annoncé une baisse de l'utilisation de leurs capacités techniques. Néanmoins, la situation s'est redressée au troisième trimestre. L'augmentation des entrées de commandes, observée depuis le mois de juin 1987, a incité les entreprises à juger la marche des affaires sous un angle plus favorable. Tant l'industrie d'exportation que les secteurs axés sur le marché suisse sont les bénéficiaires de cette amélioration. Il en a aussi résulté une meilleure occupation des capacités techniques. Alors que le taux d'utilisation avait reculé continuellement depuis le deuxième trimestre de 1986 et s'était établi à son niveau le plus bas durant les trois premiers mois de 1987, il a augmenté de nouveau au cours du troisième trimestre pour dépasser le taux observé un an auparavant.

### Consommation privée

La croissance des dépenses de consommation – lesquelles représentent environ trois cinquièmes de la demande globale – s'est affaiblie au deuxième trimestre. Si l'expansion annuelle de ces dépenses était encore de 2,3% en termes réels au premier trimestre, elle a passé à 1,2% au deuxième.

D'après les indicateurs déjà disponibles, le volume de la consommation devrait se maintenir au troisième trimestre au niveau des trois mois précédents. En l'espace d'une année, le chiffre d'affaires réels du commerce de détail a augmenté de 0,8% (1,3% au deuxième trimestre) et le

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



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

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

volume des importations de biens de consommation, de 3,1% (-6,2%).

L'enquête mensuelle effectuée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montre que le commerce de détail a jugé la marche des affaires en août et en septembre sous un angle plus favorable que durant les mois précédents. Les chiffres d'affaires et les entrées de commandes dépassaient les niveaux observés un an auparavant. En outre, les détaillants ont encore relevé leurs stocks qui étaient déjà bien garnis. Les chiffres d'affaires ont progressé dans les produits alimentaires mais aussi dans les autres branches du commerce de détail.

Dans le secteur touristique, le nombre des nuitées n'a guère varié d'un été à l'autre. 4,95 millions de nuitées ont été enregistrées en juillet et en août, soit 0,6% de plus que durant les mêmes mois de 1986. La baisse du nombre des touristes européens a été presque entièrement compensée par l'augmentation de celle des hôtes américains. Le flot des visiteurs d'outre-Atlantique s'était quasiment tari en 1986, après la catastrophe de Tchernobyl et les attentats terroristes perpétrés dans de nombreux pays européens.

### Investissements

Au deuxième trimestre, la croissance réelle des dépenses d'investissements s'est élevée de 5,9% par rapport à la période correspondante de

1986. La demande de biens d'équipement a progressé de 8,7% et celle de constructions, de 4%.

Les investissements en biens d'équipement ont de nouveau augmenté vigoureusement au deuxième trimestre, après avoir connu une phase marquée d'une certaine réserve au cours des deux trimestres précédents. Ils ont atteint en effet un nouveau volume record puisqu'ils dépassaient de 6% le précédent plus haut niveau (troisième trimestre de 1986).

L'activité a ralenti légèrement dans la construction. Ce recul a été plus sensible dans la construction artisanale et industrielle que dans celle de logements. Il se reflète surtout dans les entrées de commandes. Le volume des projets de constructions n'a pas encore varié en revanche. Les commandes de constructions industrielles et artisanales ont reculé de 9,7% en données corrigées des variations saisonnières.

Au troisième trimestre, les stocks semblent de nouveau avoir augmenté dans une mesure plus forte que d'habitude.

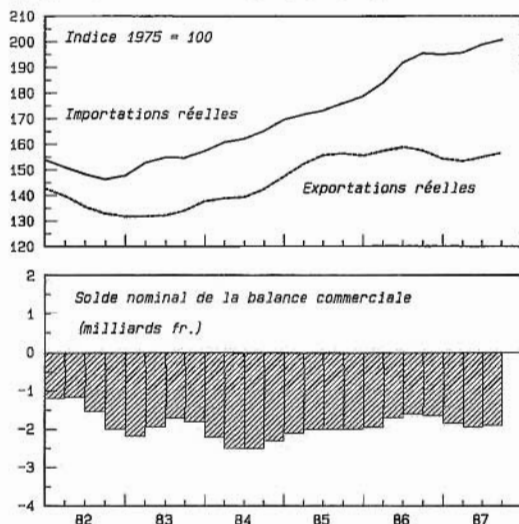
### Commerce extérieur et balance des transactions courantes

Au troisième trimestre de 1987, les exportations de marchandises suisses ont dépassé de 0,4%, en termes réels, leur niveau observé un an auparavant. Comme les prix à l'exportation ont

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

	1983	1984	1985	1986	1986			1987		
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	7,3	3,6	8,7	14,5	17,3	21,7	5,8	2,8	10,8	5,7
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	7,2	-6,4	-15,0	3,2	16,4	-2,2	9,4	-1,2	-16,8	-0,2
Logements construits dans 96 villes	-5,7	6,9	-2,3	-1,5	8,9	-5,7	-10,1	-27,2	-16,1	-6,8
Projets de constructions industrielles <sup>1</sup>										
- volume des projets	17,4	-8,0	34,4	21,8	20,6	99,4	-27,1	35,3	7,5	-25,0
- nombre de projets	11,8	31,5	12,6	5,2	-3,7	24,7	-10,6	0	13,1	2,9

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

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

<sup>1</sup> Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

baissé de 0,5% en l'espace d'une année, elles ont diminué de 0,1% en termes nominaux. Entre les neuf premiers mois de 1986 et la même période de 1987, les exportations ont baissé de 1,4% en termes réels. Après la révision des données par la Direction générale des douanes,

la hausse du volume des livraisons à l'étranger ne s'élève plus qu'à 0,6% pour 1986, au lieu des 2,1% annoncés initialement. Pour la première fois depuis le dernier trimestre de 1985, les exportations de biens de consommation ont progressé au troisième trimestre par rapport aux trois mois correspondants de l'année précédente. Par contre, celles de biens d'investissement ont continué de diminuer, notamment les livraisons de machines et appareils électriques, qui ont fléchi de 5,6%. L'industrie chimique a pu maintenir de justesse ses ventes au niveau de l'an dernier.

Au cours des neuf premiers mois de 1987, la part des livraisons à l'Allemagne fédérale a atteint 21,6% de la valeur totale des exportations, contre 21,1% un an auparavant, alors que celle des ventes aux Etats-Unis diminuait de 9,4% à 8,8% et celles des fournitures aux pays en développement, de 17,0% à 16,4%. En revanche, les importations en provenance de ce dernier groupe de pays ont passé de 7% à 7,8%.

La croissance annuelle du volume des importations a encore ralenti au troisième trimestre. Elle a reculé en effet de 3,4% à 2,7% du deuxième au troisième trimestre. Les principales composantes des importations ont été une nouvelle fois les biens d'investissement et de consommation.

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

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

a) Chiffres provisoires

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

Source: Direction générale des douanes fédérales

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

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

a) Chiffres provisoires

\*) Selon de premières estimations

<sup>1</sup> En milliards de francs; des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis<sup>2</sup> Y compris l'énergie électrique<sup>3</sup> Revenus du travail et des capitaux

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

Les achats d'agents énergétiques à l'étranger ont fléchi fortement en données corrigées des variations saisonnières. Après avoir reculé nettement au cours de 1986 et des deux premiers trimestres de 1987, les prix des biens importés n'ont quasiment pas varié au troisième trimestre.

Les livraisons de l'Allemagne fédérale ont représenté 34,5% de la valeur totale des importations durant les neuf premiers mois de l'année, contre 32,7% au cours de la période correspondante de 1986.

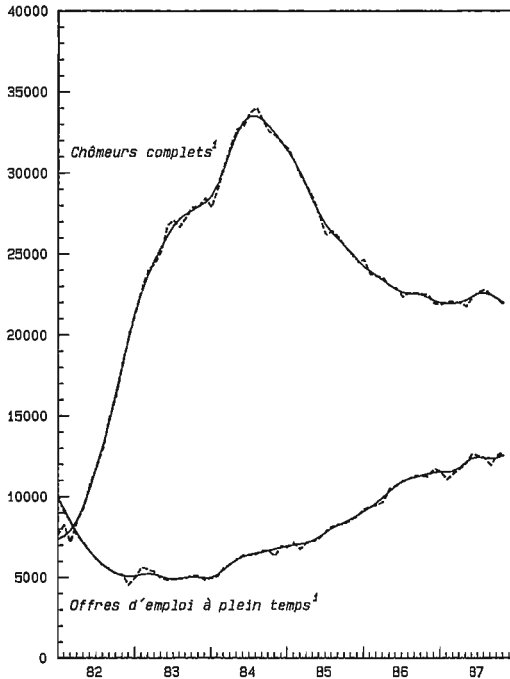
Le déficit de la balance commerciale a passé de 2 milliards à 2,3 milliards de francs du deuxième au troisième trimestre; la valeur totale des importations a augmenté au troisième trimestre par rapport à la période correspondante de 1986, à l'inverse de celle des exportations.

Au troisième trimestre, l'excédent de la balance des transactions courantes est resté identique à celui du deuxième, soit 2,1 milliards de francs. Il

a reculé de 0,2 milliard par rapport au trimestre correspondant de 1986. Le déficit du trafic de marchandises s'est creusé de 0,5 milliard de francs en l'espace d'une année, du fait surtout de la hausse des importations. Grâce à la croissance du produit des commissions bancaires, l'excédent traditionnel de la balance des services a progressé de 0,4 milliard de francs. La hausse des salaires versés aux frontaliers étrangers, qui a atteint 0,2 milliard par rapport au troisième trimestre de 1986, a réduit de 0,1 milliard de francs le solde actif de la balance des revenus de facteurs.

### **Emploi et marché du travail**

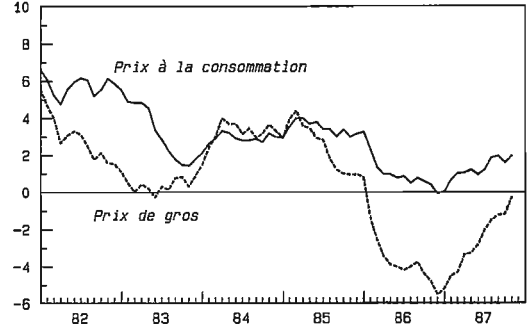
L'emploi s'est encore amélioré au troisième trimestre de 1987 puisqu'il a augmenté de 1,4% par rapport à la période correspondante de 1986. Il a haussé plus fortement que la moyenne dans le secteur des services, alors qu'il diminuait dans l'industrie.

**Graphique 12: Marché du travail**

<sup>1</sup> Données cvs et lissées

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

Le nombre des chômeurs s'est accru légèrement par rapport au premier semestre, en données corrigées des variations saisonnières, tandis que celui des chômeurs partiels fléchissait fortement tout en restant supérieur au niveau enregistré

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

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

Source: Office fédéral de la statistique

une année auparavant. En septembre, 3500 chômeurs partiels ont été recensés, contre 1805 l'année dernière à la même époque.

Le taux de chômage a passé de 0,8% à 0,7% en raison de facteurs saisonniers et le nombre des places vacantes, qui avait progressé légèrement au début de l'année, n'a pas varié.

### Prix et salaires

Au troisième trimestre de 1987, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 1,8% en moyenne par rapport à la même période de 1986, contre 1,1% au deuxième. En un an, les services ont renchéri de 2,2% et les marchandises, de 1,3% seulement. Les prix des mar-

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

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1983	1984	1985	1986	1987						
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	-1,3	-0,4	0,8	1,0	1,3	1,2	1,4	-	-	-	-
Taux de chômage <sup>2, 3</sup>	0,8	1,0	0,9	0,7	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Chômeurs <sup>3</sup>	26 288	32 061	27 025	22 770	25 209	21 579	19 837	20 347	19 692	19 472	19 708
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail <sup>2</sup>	48 930	11 231	2 133	2 058	4 559	4 278	3 129	2 384	3 515	3 487	-
Offres d'emploi à plein temps <sup>3</sup>	5 084	6 269	7 898	10 734	11 035	12 886	12 975	13 032	12 474	13 420	13 019

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

<sup>2</sup> Nombre des chômeurs complets en % de la population active selon le recensement de 1980

<sup>3</sup> En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Source: La Vie économique, OFIAMT



chandises importées ont moins progressé que ceux des biens et services suisses. La hausse a été de 1,3% pour les premiers et de 1,9% pour les seconds.

La baisse des prix de gros a persisté au troisième trimestre, mais à un rythme moins soutenu. Après avoir atteint 4,1% au premier trimestre et 2,9% au deuxième, elle s'est inscrite à 1,3% au troisième. Ce ralentissement s'explique par le recul des prix plus prononcé au troisième trimestre de 1986 que durant les périodes précédentes. La réduction actuelle est due aux prix des marchandises importées, qui ont diminué, au troisième trimestre, de 2,9% par rapport à la période correspondante de 1986; les prix des biens indigènes n'ont guère varié.

<sup>1</sup> Du troisième trimestre de 1986 à la période correspondante de l'année suivante, les salaires ont augmenté de 2,9% en termes nominaux et de 1% en termes réels.

### 3. Evolution monétaire

#### *Agrégats monétaires*

Au troisième trimestre de 1987, la monnaie centrale ajustée a dépassé de 3% son niveau de la

période correspondante de 1986. Comme au trimestre précédent, son expansion a découlé essentiellement de celle des billets en circulation, qui a atteint 3,9%. Les billets de 500 et de

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

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984 <sup>r</sup>	2,6	5,6	6,2
1985 <sup>r</sup>	0,1	7,3	4,8
1986 <sup>2</sup>	5,0	5,9	6,7
1986 3e trim. <sup>2</sup>	5,3	7,2	7,5
1986 4e trim. <sup>2</sup>	5,1	7,0	7,7
1987 1er trim. <sup>2</sup>	6,1	9,2	8,2
1987 2e trim. <sup>2</sup>	6,2	9,0	8,8
1987 3e trim. <sup>2</sup>	8,1	8,9	9,7
1987 juillet <sup>2</sup>	8,4	7,7	9,0
1987 août <sup>2</sup>	8,8	9,1	9,9
1987 septembre <sup>2</sup>	7,1	9,9	10,3

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

<sup>r</sup> Chiffres révisés

<sup>2</sup> Chiffres provisoires

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

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

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

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

	Billets en circulation <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Crédits destinés aux échéances <sup>1</sup>	MCA <sup>1, 3</sup>	Variation en % <sup>2</sup>
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8297	2,5	481	31 768	2,0
1986 3e trim.	23 615	1,5	8303	3,7	545	31 373	1,9
1986 4e trim.	24 511	2,6	8775	2,5	595	32 691	2,8
1987 1er trim.	24 639	3,0	8406	4,1	464	32 582	3,2
1987 2e trim.	24 473	3,0	8557	6,7	762	32 268	2,6
1987 3e trim.	24 547	3,9	8430	1,7	670	32 306	3,0
1987 juin	24 546	3,6	8711	5,6	952	32 305	2,7
1987 juillet	24 682	3,8	8791	7,3	888	32 585	3,8
1987 août	24 462	4,1	8086	1,9	456	32 092	2,8
1987 septembre	24 496	3,9	8413	-4,2	667	32 242	2,3

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

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

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

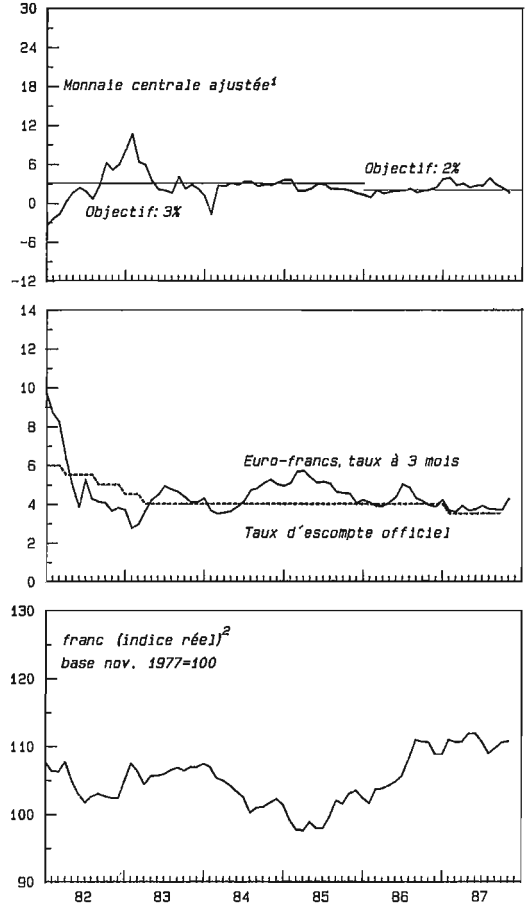
1000 francs ont augmenté de 4,2% et les autres coupures, de 3,5% en moyenne. Ce renforcement de la demande de billets est dû vraisemblablement à une légère accélération du renchérissement et aux niveaux relativement bas des taux d'intérêt.

Durant l'été, la croissance de la masse monétaire  $M_1$  s'est accélérée pour atteindre 8,1% du troisième trimestre de 1986 à la période correspondante de l'année suivante. Dans le même temps, l'expansion de  $M_2$  a ralenti légèrement, alors que celle de  $M_3$  augmentait, passant respectivement à 8,9% et à 9,7%. La hausse de  $M_1$  a résulté surtout du vif accroissement des dépôts à vue, soit 10,6% en rythme annuel moyen au troisième trimestre, contre 7,7% au deuxième trimestre. Quant à la croissance moyenne des dépôts à terme fixe, elle a passé de 12% au deuxième trimestre à 9,8% au troisième; une progression plus faible de  $M_2$  en a ainsi résulté. Le bas niveau des taux appliqués aux dépôts à trois mois dans les grandes banques, à savoir 3¼%, contre 3,6% en moyenne en 1986, est en partie à l'origine de l'évolution contraire qui a caractérisé les dépôts à terme et à vue. Entre les mois de juillet et de septembre, les dépôts d'épargne ont haussé de 10,5% en moyenne, contre 8% au premier semestre. Cette accélération a découlé du resserrement de l'écart entre les rémunérations des obligations à long terme et celles des dépôts d'épargne.

### Marché monétaire

Au début du troisième trimestre, les taux d'intérêt à court terme ont évolué dans un climat particulièrement calme. Les taux des dépôts à plus long terme sur le marché des euro-francs, puis ceux des fonds à court terme ont progressé vigoureusement durant les premiers jours de septembre. La hausse simultanée des rémunérations servies sur le mark et, surtout, sur le dollar semble avoir joué un rôle en l'occurrence. Le 8 septembre, les grandes banques ont réagi à cette évolution, en relevant de ¼ de point à 3½% les rémunérations des dépôts à terme fixe de 6 à 12 mois; mais elles ont maintenu à 3¼% celles des dépôts de plus courtes durées. Un mois plus tard, le 9 octobre, elles ont augmenté de ¼ de

Graphique 14: Suisse



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

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

point à ½ point leurs taux, tous les dépôts à terme fixe ayant une rémunération uniforme de 3¼%.

Surgie après la chute des cours des actions, le 19 octobre, sur les places boursières, la grande incertitude quant à l'évolution du marché des actions a redonné de l'attrait aux placements à court terme et, partant, fait tomber rapidement les rémunérations sur le marché monétaire. Les grandes banques ont ramené, le 5 novembre, à 3% les taux de leurs dépôts à terme fixe, les

réduisant ainsi de  $\frac{3}{4}$  de point en trois étapes. Par conséquent, le niveau des taux sur le marché monétaire a correspondu environ à celui qui avait prévalu entre le début du mois de mars et la fin du mois d'août de cette année.

Au troisième trimestre, la Banque nationale a continué d'approvisionner amplement les banques en liquidités et d'appliquer une politique souple en cette matière. Entre les mois de juillet et de septembre, les avoirs que les banques détiennent à la Banque nationale en comptes de virements ont dépassé de 1,5% en moyenne le niveau observé un an auparavant. Leur croissance a atteint 12,7% aux échéances mensuelles; ces dernières n'ont pas connu de problèmes. A l'échéance trimestrielle, les comptes de virements totalisaient 12,5 milliards de francs, contre 12,6 milliards un an auparavant, et le taux des fonds destinés au financement de cette échéance n'a pas été supérieur à 60%.

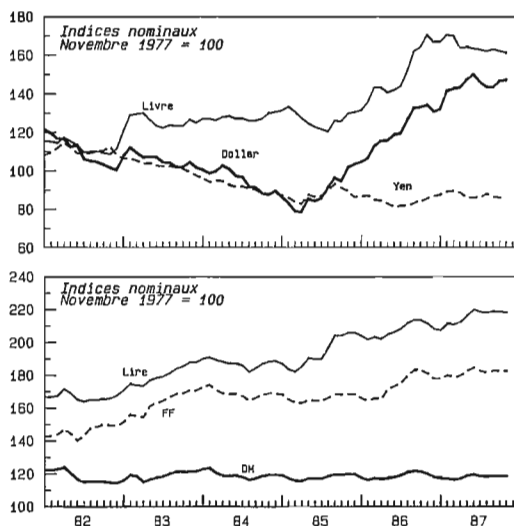
Le 6 novembre, la Banque nationale a ramené de 3½% à 3% le taux de l'escompte et de 5% à 4½% celui des avances sur nantissement. Cette décision a été prise en corrélation avec des mesures adoptées par d'autres banques centrales.

### Marché des changes

Après avoir gagné du terrain en juillet et durant la première moitié du mois d'août, atteignant fr. 1,58 le 12 août, le dollar américain a reculé par la suite pour s'établir à fr. 1,34 à la fin du mois de novembre. Durant ces quatre mois, son cours s'est inscrit en moyenne 10% au-dessous du niveau de la période correspondante de 1986. Par contre, le yen japonais, le mark allemand, le franc français et la lire italienne n'ont pas eu tendance à changer de cap face au franc suisse. En effet, le yen japonais a diminué d'environ 1,7% en moyenne, le franc français, de 1,1%, et la lire italienne, de 3,6%, entre les mois d'août et de novembre. Quant au mark allemand et à la livre sterling, ils se sont revalorisés de 1,3% et de 2,3% vis-à-vis du franc suisse.

Entre le troisième trimestre de 1986 et la période correspondante de 1987, les cours réels du franc

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



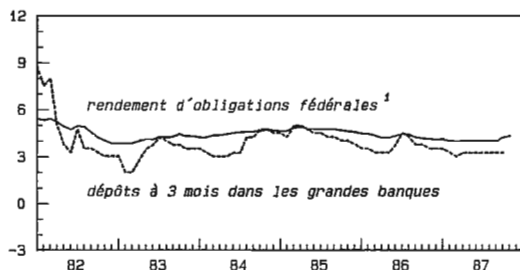
<sup>1</sup> En termes de quelques monnaies étrangères

suisse ont évolué inégalement par rapport aux monnaies de nos principaux partenaires commerciaux. Dans l'ensemble, ils ont fluctué nettement moins que durant les trimestres précédents. Le franc suisse a haussé de 7,8% face au dollar américain (deuxième trimestre: 22,1%) et de 5,5% (6,5%) vis-à-vis du yen japonais. Pour la première fois depuis plus d'une année, le cours réel du franc s'est toutefois déprécié vis-à-vis des autres devises importantes. Ainsi, le cours du franc pondéré par les exportations a encore progressé de 1,3% en termes nominaux, mais a reculé de 0,1% en termes réels.

### Marché des capitaux

Au cours des dernières semaines, le marché des capitaux est resté sous le coup de la chute des cours des actions et des adaptations de rendements qui en ont résulté pour les titres à revenu fixe. Cet événement avait été précédé d'une hausse sensible des rémunérations sur le marché obligataire, après une longue période de remarquable stabilité.

Au cours des huit premiers mois de cette année, le rendement moyen des obligations fédérales a

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

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

oscillé dans d'étroites limites autour de 4%. Si les taux à long terme ont amorcé une hausse depuis le printemps aux Etats-Unis, cette évolution n'est apparue qu'en été sur les marchés des capitaux des autres principaux pays industrialisés, notamment du Japon et de la République fédérale d'Allemagne. En septembre, le rendement moyen des obligations fédérales a alors progressé vigoureusement pour atteindre son niveau le plus élevé de l'année, soit 4,39%, le jour même du déclenchement de la crise boursière.

La date du lancement du dernier emprunt de la Confédération a coïncidé avec le début de la croissance des rendements. Le prix d'émission de cet emprunt, lancé le 10 septembre avec un coupon fixé encore à 4%, ne s'est inscrit qu'à 97,7%, ce qui, pour une durée de 10 ans, donne un rendement de 4,29%. Le résultat de cette émission n'est pas resté sans effets sur les coupons des emprunts émis par la suite et sur les taux des obligations de caisse. A la fin du mois de septembre, une des grandes banques a relevé de  $\frac{1}{4}$  à  $\frac{1}{2}$  point les rémunérations de ses bons de caisse, les portant ainsi à 4 $\frac{1}{2}$ % pour les titres à 3 et à 4 ans et à 4 $\frac{3}{4}$ % pour ceux de 5 à 8 ans. La plupart des banques ont ensuite suivi son exemple; toutefois, les écarts de taux entre les différents établissements sont restés considérables.

La chute des cours des actions sur les places

boursières a provoqué un revirement de tendance durant la seconde quinzaine d'octobre. Depuis 1983, les cours des actions avaient progressé sans subir d'importantes corrections et avaient enregistré régulièrement de nouveaux records. Le 19 octobre, le Swissindex est tombé subitement de 11% et même, jusqu'à la fin du mois d'octobre, de 27%. Il en a immédiatement résulté une demande accrue de placements à revenu fixe et, surtout, de titres émis par des débiteurs de premier ordre. Le rendement moyen des obligations fédérales a passé de 4,39%, le 19 octobre, à 4,01%, à la mi-novembre. Des valeurs de second plan ainsi que des actions au porteur et des bons de participation ont subi tout particulièrement les effets de la crise boursière. Les emprunts à option ont donc nettement perdu la faveur des investisseurs et leurs cours se sont établis en partie notablement au-dessous des prix d'émission. En outre, des projets d'émissions d'emprunts convertibles et à option ont été abandonnés. Durant la période allant du milieu de l'année au 19 octobre, plus de la moitié de tous les emprunts offerts en souscription publique par des débiteurs suisses étaient assortis d'une option.

Les émissions publiques d'obligations et d'actions (sans les conversions) ont totalisé 16,7 milliards de francs au troisième trimestre, contre 14,2 milliards un an auparavant. Les débiteurs suisses y ont contribué pour 17% (troisième trimestre 1986: 23%). Comme les conversions d'emprunts suisses ont atteint 0,1 milliard (0,1 milliard) et les remboursements, 1,2 milliard (1,2 milliard), le montant net prélevé sur le marché par des emprunteurs suisses s'est établi à 1,5 milliard (1,9 milliard).

### **Exportations de capitaux**

Après avoir reculé en données corrigées des variations saisonnières tout au long de 1986, le volume des exportations de capitaux soumises à autorisation a amorcé de nouveau un net mouvement de hausse au cours des trois premiers trimestres de 1987. Les 6,7 milliards de francs d'emprunts et de crédits, autorisés en juillet, ont même constitué un record mensuel. Au troisième trimestre, les autorisations ont porté sur un mon-

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

	Emprunts <sup>1</sup>	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1982	27 683,3	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	30 976,4	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	30 487,7	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	36 400,1	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1986	44 359,4	6 768,0	1 259,7	51 387,1
1985 4e trim.	12 082,2	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1er trim.	12 307,8	1 175,0	555,4	14 038,2
1986 2e trim.	11 360,8	1 956,5	484,5	13 801,8
1986 3e trim.	8 480,6	2 509,6	144,2	11 134,4
1986 4e trim.	11 210,2	1 126,9	75,6	12 412,7
1987 1er trim. <sup>2</sup>	9 280,3	1 928,5	180,4	11 389,2
1987 2e trim. <sup>2</sup>	6 852,3 <sup>3</sup>	1 931,4	347,2	9 130,9
1987 3e trim. <sup>2</sup>	13 839,0	2 191,9	292,2	16 323,1

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

<sup>2</sup> Chiffres provisoires

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

tant de 16,3 milliards de francs, soit 47% de plus qu'un an plus tôt. Les emprunts ont atteint 13,8 milliards de francs, ou 85%, et les crédits 2,5 milliards de francs. Du montant total des émissions, 54%, ou 7,4 milliards de francs, revenaient à des emprunts convertibles ou à option. Les prévisions optimistes émises auparavant sur l'évolution des bourses expliquent cette proportion élevée. Les Japonais sont restés les principaux emprunteurs; au troisième trimestre, ils ont prélevé des capitaux pour un montant de presque 90% supérieur à celui de la période correspondante de 1986. Les autorisations d'exporter des capitaux ont diminué nettement entre les mois d'août et d'octobre, à la suite des signes de saturation qui sont apparus sur le marché secondaire. Les émissions d'emprunts convertibles et à option ont subi tout particulièrement le contre-coup de la crise boursière; leur montant a fléchi fortement dans la seconde quinzaine d'octobre.

Au troisième trimestre de 1987, les pays industrialisés ont absorbé une nouvelle fois la plus grosse part, à savoir 87%, contre 82% une année auparavant, des exportations de capitaux autorisées par la Banque nationale; 39% (31%) revenaient aux seuls débiteurs japonais. La part des pays en développement a atteint 4% (1%) et celle des pays à commerce d'Etat, 5% (4%). Avec 3% (11%), le prélèvement des institutions multilatérales de développement s'est établi par contre à un niveau relativement faible.

### **Bilans bancaires et crédits**

Le léger recul des taux d'intérêt jusqu'au début du mois de septembre et la baisse du dollar en comparaison annuelle ont marqué l'évolution des bilans des 71 banques au troisième trimestre. Atteignant 655,8 milliards de francs, le total des bilans a progressé de 2,2% par rapport à la fin du deuxième trimestre et de 10,0% par rapport à la fin du mois de septembre 1986. Sa croissance annuelle s'est donc inscrite légèrement au-dessus de la moyenne des cinq dernières années. Abstraction faite des variations du dollar, elle se serait élevée à 16,2%. Le ralentissement relatif de l'expansion semble dû, mis à part la faiblesse du dollar, à la plus grande retenue observée en matière d'opérations interbancaires et au gonflement des opérations sur titres suisses et étrangers.

L'évolution des placements financiers (liquidités, avoirs nets résultant des opérations interbancaires, effets de change, papiers monétaires et titres) n'a pas fait apparaître de nouvelles orientations dans l'ensemble. En l'espace d'un an, ces placements ont augmenté de 3,4%, s'établissant à 128,2 milliards de francs. Les fluctuations que les liquidités enregistrent habituellement au cours du trimestre – elles sont dues vraisemblablement avant tout à l'obligation de publier les bilans bancaires – ont été observées une nouvelle fois. Depuis deux ans, le volume

des liquidités s'est stabilisé à 14,5 milliards de francs aux échéances trimestrielles.

Depuis le mois de septembre 1986, les opérations interbancaires, dans lesquelles le dollar joue un grand rôle, ont diminué de 5,7% pour s'établir à 39,2 milliards de francs (en données corrigées des variations du dollar: -3,0%). En outre, il convient de relever la hausse des titres libellés principalement en francs suisses, une hausse ininterrompue depuis le printemps de 1985 et supérieure à celle des bilans bancaires puisqu'elle a atteint 17,4%. Celle-ci s'explique vraisemblablement par le fait que les banques ont été contraintes d'acquérir des titres qui ne trouvaient pas preneurs et que des placements ont été effectués en vue de compenser la tendance croissante à se procurer des fonds en émettant des titres et en recourant moins aux crédits bancaires.

Les crédits à la clientèle suisse et étrangère ont évolué inégalement. Les premiers ont progressé de 10,4% et les seconds, de 16,6%. Ces derniers se sont donc inscrits à 68,4 milliards de francs, ou à 18,4% de l'ensemble des crédits. En septembre, l'expansion des crédits en francs accordés aux résidents s'est accélérée par rapport aux mois précédents puisqu'elle a atteint 10,3%, mais aussi par rapport au mois correspondant de 1986. La croissance des prêts hypothécaires et celle des comptes débiteurs (sans les avances à terme fixe garanties par hypothèque) ont dépassé d'au moins un point les niveaux de l'année précédente en s'établissant respectivement à 10,8% et à 10,2%. Par contre, la progression des crédits de construction et celle des prêts aux collectivités de droit public ont été parfois très inférieures à leur niveau observé un an plus tôt. Elles se sont chiffrées à 5,1% et à 0,3%.

Au passif, les fonds de la clientèle (dépôts à vue et à terme, dépôts d'épargne, livrets et carnets de dépôts, obligations de caisse et obligations) ont augmenté de 8,9% pour atteindre 448,9 milliards de francs en l'espace d'une année. Ce taux est de 1,8 point et, par rapport aux bilans, de 0,5 point supérieur aux rythmes des cinq dernières années. Tant la vigoureuse augmentation des créanciers à vue, soit 8,7%, que la

hausse de 11%, toujours supérieure à la moyenne, des dépôts à vue détenus par des résidents et libellés en francs – dépôts qui entrent dans la composition de  $M_1$  – ont résulté d'un effet de base et se sont inscrites nettement au-dessus de leurs taux de croissance à long terme. Depuis le début de l'année, ces deux postes n'ont progressé que de 3,9% et de 6,7%. Les dépôts d'épargne ainsi que les livrets et comptes de dépôts, qui constituent le plus important poste en francs suisses, ont enregistré une accélération continue du rythme de croissance depuis le début de l'année. En septembre, leur taux d'expansion s'est élevé à 10,8%. Par contre, la hausse des obligations de caisse et des obligations a ralenti, passant à 6,8%.

En avril 1987, les placements fiduciaires ont amorcé un redressement, après avoir atteint leur niveau le plus bas; depuis, ils ont augmenté de 8,2% pour se chiffrer à 70,9 milliards de francs. Toutefois, ce montant est de 3,7% inférieur à celui du mois de septembre 1986. Le recul a découlé en grande partie des opérations en monnaies étrangères, qui représentent 77,5% du total des affaires fiduciaires. Les placements en dollars, qui jouent un rôle important, ont reculé de 7,1%, en raison des fluctuations de change.

# Zur Führung der Notenbank

Hans Meyer

Deutsche Fassung der Ausführungen am Harvard-Luncheon, Zürich, 11. September 1987

---

## Zur Führung der Notenbank

Für die Organisation des Geldwesens in der Schweiz war der vor rund hundert Jahren getroffene Entscheid wegweisend, dem Zentralstaat das ausschliessliche Recht zur Ausgabe von Banknoten zu übertragen. Er sollte dieses Recht entweder durch die Schaffung einer Staatsbank selbst ausüben oder aber einer zentralen Aktienbank übertragen können. Aufgrund dieser in der Verfassung verankerten Kompetenz wurde zu Beginn unseres Jahrhunderts die Schweizerische Nationalbank gegründet. Auf diesem Hintergrund ist der Auftrag der Nationalbank zu sehen, der im Gesetz klar formuliert wurde: Regelung des Geldumlaufes, Erleichterung des Zahlungsverkehrs und Führung einer dem Gesamtinteresse des Landes dienenden Kredit- und Währungspolitik. Mit dem Entscheid zugunsten der Rechtsform einer Aktiengesellschaft, die sich mehrheitlich im Besitze der Kantone befindet, hat der Gesetzgeber wohl der historischen Erfahrung Rechnung getragen, dass die Hand des Staates am Geldhahn keine Gewähr für eine adäquate Geldversorgung der Wirtschaft bietet.

Eine Analyse des Auftrags hat in erster Linie die Frage zu beantworten, wie das wirtschaftliche Gesamtinteresse des Landes zu definieren sei. Es erscheint bemerkenswert, dass diese Interpretation bis in die jüngste Zeit weitgehend dem politischen Konsens überlassen wurde. Eine gewisse Klärung brachte der vor einigen Jahren in die Verfassung aufgenommene Konjunkturartikel, der den Bund verpflichtet, Vorkehrungen für eine ausgeglichene konjunkturelle Entwicklung, insbesondere zur Verhütung und Bekämpfung von Arbeitslosigkeit und Teuerung, zu treffen. Auf diese Zielsetzung ist offensichtlich auch die Geldpolitik auszurichten.

Heute besteht weitgehende Übereinstimmung darüber, dass die Geldpolitik dann einen optimalen Beitrag an eine ausgeglichene gesamtwirt-

schaftliche Entwicklung zu leisten vermag, wenn es ihr gelingt, die Geldversorgung auf die realwirtschaftliche Entwicklung abzustimmen und damit Preisstabilität zu gewährleisten. Dieses Konzept besticht so sehr durch seine Einfachheit, dass es gelegentlich als zu einfach angesehen wird. Die historische Erfahrung zeigt aber eindeutige Zusammenhänge zwischen der Geldversorgung und der Preisstabilität auf. Dazu kommt, dass das insgesamt beschränkte Wissen um gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge wie auch um die Wirkungsweise wirtschaftspolitischer Massnahmen die Beschränkung auf einfache Zielsetzungen und Verhaltensregeln nicht zuletzt in der Geldpolitik nahelegt.

In bezug auf die Zielsetzung ist klar zu sehen, dass die Geldpolitik nicht verschiedene Ziele gleichzeitig anvisieren kann. Gegenüber dem Primat der Geldwertstabilität hat deshalb die Einflussnahme auf Zinssätze und Wechselkurse zurückzutreten.

Ausgangspunkt geldpolitischen Handelns muss eine Beurteilung der Wirtschaftslage und vor allem auch der Wirtschaftsaussichten sein. Welches ist der Rhythmus der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, auf den die Geldversorgung abzustimmen ist? Die Ermittlung von Lage und Aussichten der Wirtschaft ist im Grunde genommen ein Informationsproblem. Mit allen verfügbaren Mitteln ist ein Bild der Lage zu skizzieren und sukzessive zu verdichten. Dabei ist die Sorgfalt beim Zusammentragen der einzelnen Steine ebenso wichtig wie die Phantasie beim Zusammenfügen des Mosaikes. Es gilt auch die Regel, dass der Erfolg häufiger auf beharrliches Bemühen im Detail als auf geniale Gedankenspiele zurückzuführen ist.

Unsere Quellen sind von denjenigen anderer Konjunkturbeobachter kaum verschieden. Auch wir versuchen, wissenschaftliche Analyse mit mehr pragmatischer Beurteilung des aktuellen

Geschehens zu verbinden. Besondere Bedeutung messen wir dem Kontakt mit Praktikern bei. Dabei haben wir den Nachteil, dass sich solche Kontakte mit Ausnahme des Bankensektors nicht aus unserer normalen Geschäftstätigkeit ergeben. Andererseits haben wir den Vorteil, unseren Gesprächspartnern als unbefangene, nur dem Gesamtinteresse verpflichtete Beobachter gegenüberzutreten zu können.

Wir sind bestrebt, die Qualität der Information durch die Systematisierung der Einblicke laufend zu erhöhen. Gleichzeitig versuchen wir, die Verarbeitung der Eindrücke dadurch zu verbessern, dass wir den internen Gedankenaustausch fördern. Dabei sollen nicht zuletzt die subjektiven Eindrücke relativiert werden. Die Vielfalt der Informationen ist auf ihren Substanzwert zu prüfen. Ist etwa eine Klage über mangelnde Rahmenbedingungen berechtigt, oder verdeckt sie nur eigene Probleme? Ist eine optimistische Beurteilung der Zukunft Ausdruck gesunden Selbstbewusstseins oder mangelnder Fähigkeit, die eigenen Möglichkeiten und Grenzen realistisch einzuschätzen?

Mit einer fundierten Beurteilung der Wirtschaftsaussichten ist ein wesentlicher Massstab für die Geldpolitik gewonnen. Welches ist aber die Geldmenge, die danach auszurichten ist? Bekanntlich operiert die Wissenschaft mit verschiedenen mehr oder weniger eng definierten Zielgrössen. Wir sind zum Schluss gekommen, dass uns die engste Definition, die sich auf das von der Notenbank selbst geschaffene Geld – d. h. Noten und Sichtguthaben der Banken bei der Schweizerischen Nationalbank – beschränkt, gute Dienste leistet. Nicht zuletzt glauben wir, dass eine Zielgrösse vor allem dann zweckmässig ist, wenn wir sie direkt beeinflussen können.

Wir gehen davon aus, dass für eine reife Volkswirtschaft ein jährliches reales Wachstum in der Grössenordnung des Produktivitätsfortschrittes möglich ist, der für die Schweiz ungefähr bei 2% liegt. Mit einer stetigen Expansion der Notenbankgeldmenge im gleichen Umfang kann – unveränderte Zahlungsgewohnheiten vorausgesetzt – ein optimaler Beitrag an eine stabile gesamtwirtschaftliche Entwicklung geleistet werden.

Ich möchte hier nicht auf die praktischen Probleme der täglichen Führung der Geldpolitik eingehen. Dazu sei lediglich festgehalten, dass es sich um eine Aufgabe handelt, bei deren Erfüllung es vor allem darum geht, Flexibilität mit Standfestigkeit und Beharrlichkeit zu verbinden.

Es ist keinem Lande möglich, seine Wirtschaftspolitik unabhängig von seinen wichtigsten Partnern zu gestalten. Eine unterschiedliche Politik, vor allem eine in verschiedenem Ausmasse auf Stabilität ausgerichtete Geldpolitik, führt zu einem Stabilitätsgefälle zwischen den einzelnen Ländern. Wohl sind flexible Wechselkurse bis zu einem gewissen Grade geeignet, ein solches Gefälle auszugleichen. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass ein zu grosser Ausgleichsbedarf zu Turbulenzen an den Devisenmärkten führen kann. Der oft beklagte Mangel an Stabilität in den internationalen Währungsbeziehungen ist nicht die Folge eines mangelhaften Systems, sondern vielmehr die logische Konsequenz einer ungenügenden Abstimmung der Politik zwischen den massgebenden Ländern.

Daraus kann abgeleitet werden, dass die konsequente Stabilitätspolitik eines Landes gleichzeitig auch den bestmöglichen Beitrag an die Stabilität der zwischenstaatlichen Wirtschafts- und Währungsbeziehungen darstellt. Alle Diskussionen um die konzeptionelle Gestaltung dieser Beziehungen und die Notwendigkeit der zwischenstaatlichen Zusammenarbeit führen nicht an der Einsicht vorbei, dass Stabilität im eigenen Hause beginnen muss.

Ich möchte betonen, dass sich diese Aussage nicht nur auf das Verhältnis zwischen den entwickelten Volkswirtschaften beschränkt. Bei allem Verständnis für die politischen, wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Probleme müssen wir davon ausgehen, dass auch im Falle der Entwicklungsländer die primäre Anstrengung im eigenen Hause zu erbringen ist. Entwickelte Volkswirtschaften können diesen Prozess im Sinne der Hilfe zur Selbsthilfe unterstützen und damit erleichtern.

Nach meiner Ansicht kranken die internationalen Wirtschaftsbeziehungen an einem Widerspruch. Einerseits werden die Verflechtungen im Güter-



Dienstleistungs- und Kapitalverkehr nach Art und Umfang immer enger und komplexer. Andererseits ist die Weltwirtschaft nach wie vor ein Konglomerat einzelstaatlicher Gebilde mit politischer, wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Eigenständigkeit. Die potentiellen Spannungen, die sich aus dieser Diskrepanz ergeben können, sind im Finanzbereich besonders ausgeprägt, weil hier die Verflechtung nach Art und Umfang sehr intensiv geworden ist. Dazu kommt, dass die Finanzmärkte empfindlicher reagieren als die Gütermärkte. Die sich daraus ergebenden Risiken für einzelne Unternehmungen, aber auch ganze Systeme sind deshalb zu einem Problem geworden, das uns in zunehmendem Masse beschäftigt. Es ist ein Gebot vorsorglichen Handelns, sich auf die Bewältigung solcher Risiken vorzubereiten.

In erster Linie geht es natürlich darum, Krisen nach Möglichkeit zu verhüten. Die Behörden können dazu durch die Gewährleistung angemessener Rahmenbedingungen im politischen, wirtschaftlichen, rechtlichen und organisatorischen Bereich beitragen. In diesen Zusammenhang gehört auch die Geldpolitik der Notenbank. Die einzelnen Finanzinstitute haben sowohl ihre Geschäftspolitik als auch ihre Dispositionen im Bereiche der Infrastruktur auf das Ziel der Krisenverhütung auszurichten.

Im Blick auf die Bewältigung von Schwierigkeiten, die sich aus krisenhaften Entwicklungen politischer oder wirtschaftlicher Natur ergeben könnten, sind in erster Linie Vorstellungen über mögliche Entwicklungen zu erarbeiten. Die gedankliche Auseinandersetzung mit denkbaren Szenarien ist eine wesentliche Voraussetzung der Handlungsfähigkeit.

Im Finanzbereich können sich die Folgen krisenhafter Entwicklungen auf einzelne Institute beschränken. In der Regel wird es sich um Liquiditäts- oder Solvenzprobleme handeln. Ziehen die Ereignisse weitere Kreise, dann können sich Gefahren für ein ganzes System ergeben. Aufgrund ihrer Fähigkeit, selbst Geld zu schaffen, ist die Nationalbank grundsätzlich in der Lage, Liquiditätshilfe zu leisten. Offensichtlich kann es aber nicht darum gehen, solche Hilfe in jedem Falle und ohne Rücksicht auf die besonderen Verhält-

nisse zu gewähren. Im Falle von grösseren Problemen kann die Liquiditätshilfe allein aus quantitativen Gründen mit der auf Geldwertstabilität ausgerichteten Geldpolitik in Konflikt geraten.

Zunehmende Beachtung finden Probleme des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs. Die Verflechtung der nationalen Zahlungssysteme ergibt sich vor allem aus dem Interbank-Verkehr. Sie wirft Fragen auf, die letztlich Stabilität und Sicherheit der Finanzsysteme tangieren. Im Vordergrund stehen Risiken im Zusammenhang mit der finanziellen Leistungsfähigkeit der Teilnehmer und Fragen, die sich auf die Zuverlässigkeit der technischen Infrastruktur beziehen.

Bei der Erörterung der Führung der Geldpolitik wird leicht übersehen, dass unsere geldpolitische Aufgabe nur erfüllt werden kann, wenn wir uns auf eine solide betriebliche Infrastruktur abstützen können. Werfen wir deshalb einen Blick auf die Nationalbank als Unternehmen im betriebswirtschaftlichen Sinne, denn die Unvergleichlichkeit des Auftrages darf uns nicht daran hindern, die Nationalbank als ein Unternehmen zu sehen, das nach normalen betriebswirtschaftlichen Grundsätzen zu führen ist. Allzuleicht ist man geneigt, konsequentem Handeln mit dem Hinweis auf einen angeblichen Sonderfall aus dem Weg zu gehen.

Dabei sind Besonderheiten nicht zu leugnen. Abgesehen vom Auftrag ist im Zusammenhang mit der Betriebsführung vor allem darauf hinzuweisen, dass wir nicht gewinnstrebig und keinem Wettbewerbsdruck ausgesetzt sind. Auf den ersten Blick mag das als idyllischer Zustand erscheinen. Tatsächlich empfindet man aber das Fehlen eines Zwanges zum Kräfteressen am freien Markt oft als Nachteil. So, wie die Dinge liegen, müssen wir uns ausschliesslich aus eigenem Antrieb um eine effiziente Leistungserstellung bemühen.

Als Vorteil betrachten wir die relativ bescheidenen betrieblichen Dimensionen. Die Möglichkeit, mit einem kleinen und entsprechend handlichen Instrument relativ grosse Wirkung zu entfalten, erscheint uns sehr attraktiv. Wir bemühen uns denn auch bewusst um die Erhaltung dieses Vorteils. Auch wir sind natürlich der jeder betrieb-

lichen Organisation eigenen Neigung zur Expansion ausgesetzt. Durch eine bewusste Beschränkung auf das Wesentliche sowohl bei der Interpretation des Auftrages als auch bei den betrieblichen Dispositionen versuchen wir, dieser Tendenz entgegenzuwirken.

Im betrieblichen Bereich äussert sich das Bemühen um Beschränkung etwa darin, dass wir dort, wo sich dies aus Gründen der Spezialisierung als zweckmässig erweist, gerne mit externen Partnern zusammenarbeiten. Ich erwähne als Beispiele die allgemeine Betriebsberatung, Teilbereiche der Ausbildung, ausgewählte Gebiete der Rechtsberatung sowie das Baumanagement. Die Erfahrung lehrt uns, dass eine solche Zusammenarbeit dann besonders fruchtbar ist, wenn sie im Rahmen von Teams erfolgt, in denen externe und interne Fachleute vereint sind. Mit dieser Feststellung wird allerdings auch auf die Grenzen dieses Vorgehens hingewiesen. So erscheint es als unerlässlich, in den wesentlichen Tätigkeitsbereichen über eigene Fachleute zu verfügen, die als kompetente Gesprächspartner wirken können.

Im operativen Bereich bedienen wir uns der üblichen Instrumente und Vorgehensweisen für Planung, Ausführung und Kontrolle. Wie in jedem Dienstleistungsbetrieb spielen für uns die Menschen eine besondere Rolle. Die Zusammensetzung unseres Personalbestandes spiegelt die Tatsache wider, dass wir gewissermassen unter einem Dach ein Universitätsinstitut, einen mittleren Bankbetrieb und ein Verteilzentrum vereinigen.

Im eigentlichen Bankbetrieb haben wir als Arbeitgeber die Möglichkeiten und Grenzen nüchtern zu sehen, die sich aus unserem Auftrag ergeben. Ein Trumpf besteht in der Einmaligkeit des Notenbankgeschäftes, das in besonderem Masse grundsätzliche Fragestellungen mit praktischen bankwirtschaftlichen Problemen verbindet. Wir versuchen, diese Karte auszuspielen, indem wir unsere Mitarbeiter so weit wie möglich am Entscheidungsprozess beteiligen. Die kurzen Dienst- und einfachen Kommunikationswege erleichtern dieses Bestreben.

Von besonderem Interesse sind wohl nicht zu-

letzt Aspekte der Gesamtführung der Bank. Bei der Nationalbank handelt es sich um eine von Politik und Verwaltung relativ unabhängige Institution, die aber im Staatsgefüge durchaus ihren festen Platz findet. Aus der Tatsache, dass wir einen klaren Auftrag haben, bei dessen Erfüllung aber in hohem Masse Unabhängigkeit geniessen, ergibt sich ein fruchtbares Spannungsfeld.

Der Bundesrat verfügt gegenüber der Nationalbank über wesentliche Kompetenzen im Bereiche von Verwaltung und Aufsicht. Bei geldpolitischen Fragen entscheidet das Direktorium dagegen autonom, wobei sich Bundesrat und Nationalbank vor Entscheiden von wesentlicher konjunkturpolitischer Bedeutung über ihre Absichten unterrichten und ihre Massnahmen aufeinander abstimmen.

Eine besondere Rolle spielen unsere Bankbehörden, d. h. der 40köpfige Bankrat und sein 10köpfiger Ausschuss. Auch diesen Organen sind wesentliche Aufgaben in den Bereichen Verwaltung und Aufsicht übertragen. Aufgrund seiner Zusammensetzung ist der Bankrat ein Spiegelbild der politischen, wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Kräfte unseres Landes. Er bildet deshalb ein ausserordentlich geeignetes Forum für den Gedankenaustausch.

Besondere Bedeutung als Gesprächspartner für das Direktorium hat aufgrund der Intensität und Kontinuität der Kontakte der Bankausschuss.

Das Direktorium selbst ist eine Kollegialbehörde mit drei gleichberechtigten Mitgliedern. Jedes Mitglied ist unmittelbar an der Führung der Bank beteiligt und trägt entsprechende Verantwortung. Die Leitung des eigenen Departementes tritt demgegenüber in den Hintergrund.

Ich empfinde diese kollektive Führung im kleinen Kreise als ausserordentlich positiv. Im Blick auf Art und Umfang der zu lösenden Probleme erscheint sie mir als ideale Lösung. Der aus dieser Konstellation resultierende Zwang zur Konfrontation der Meinungen und zur Konsensfindung scheint mir in hohem Masse geeignet, eine ausgewogene, flexible und auf langfristige Wirkung angelegte Politik zu gewährleisten.

Das Direktorium ist für alle Fragen zuständig, denen aus qualitativen oder quantitativen Gründen grundsätzliche Bedeutung zukommt. Der institutionalisierte Entscheidungsprozess gewährleistet in hohem Masse die Dichte der Information ebenso wie die erwünschte Stetigkeit und Konsistenz des Handelns. Eine konsequente Stabilitätspolitik bedarf auch des Rückhalts in der Öffentlichkeit. Mit einer umfassenden Darstellung und Begründung unseres Handelns versuchen wir, das Verständnis für unsere Anliegen zu wahren und zu mehren. Die Kontakte mit weiten Kreisen von Wirtschaft und Gesellschaft sind uns deshalb ein besonderes Anliegen.

Gelegentlich wird das Direktorium der Nationalbank als ein besonders einflussreiches Gremium im Staats- und Wirtschaftsgefüge dargestellt. Eine solche Sicht der Dinge ist wohl weder völlig richtig noch völlig falsch. Entscheidend ist meines Erachtens die klare Verpflichtung gegenüber

dem Auftrag. Der Umstand, dass dieser in relativer Unabhängigkeit erfüllt werden kann, ist demgegenüber von sekundärer, wenn auch wesentlicher Bedeutung.

Nüchterne Betrachtung führt zum Schluss, dass bei der Interpretation des Auftrages nur ein beschränkter Spielraum besteht. Aber auch in bezug auf die Auftragserfüllung sind die Alternativen grundsätzlich und besonders im Hinblick auf die Notwendigkeit, das jeweilige wirtschaftliche Umfeld zu berücksichtigen, beschränkt. Bei weitgehender Klarheit sowohl über das Marschziel als auch über die zweckmässige Ausrüstung verbleibt das Marschverhalten als beeinflussbare Grösse. Hier geht es darum, flexible Reaktion auf die jeweiligen Umweltbedingungen mit dem beharrlichen Bemühen zu verbinden, allen Anfechtungen und Widerständen zum Trotz dem Ziel schrittweise näherzukommen.

# Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1986

Thomas Schlup

## 1. Einleitung

Bisher gab es in der Schweiz keine offiziellen Statistiken, die über Ausmass und Entwicklung der schweizerischen Direktinvestitionen informieren. Im Zusammenhang mit dem Ausbau der schweizerischen Zahlungsbilanz war die Nationalbank deshalb bestrebt, diese Lücke in der Aussenwirtschaftsstatistik zu schliessen. Mit dem vorliegenden Bericht werden zunächst die Ergebnisse der Erhebung der schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland veröffentlicht. In Zukunft werden diese Daten jährlich erscheinen. Statistisch erfasst sind jene Unternehmen, deren Direktinvestitionskapital im Ausland 5 Millionen Franken überschreitet. Noch unvollständig erfasst sind ausländisch beherrschte Holdinggesellschaften. Es ist vorgesehen, die Daten über die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz ebenfalls zu publizieren, sobald die noch bestehenden statistischen Probleme geklärt sind.

## 2. Die Direktinvestitionsbestände Ende 1986

Der Buchwert der schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland belief sich Ende 1986 netto

auf 55,5 Mrd. Franken. Dieser Betrag setzt sich zusammen aus kurzfristigen Krediten (6,5 Mrd.), langfristigen Krediten (5,3 Mrd.) und dem übrigen Direktinvestitionskapital (43,7 Mrd.). In der Nettoposition sind die Kredite der ausländischen Betriebsstätten an ihre Muttergesellschaften im Betrag von 5,4 Mrd. Franken bereits abgezogen. Ohne Verrechnung der konzerninternen Guthaben und Verpflichtungen betrug das schweizerische Direktinvestitionskapital folglich 60,9 Mrd. Franken, denen 5,4 Mrd. mehrheitlich kurzfristige Verpflichtungen gegenüberstanden, bei denen es sich hauptsächlich um Lieferantenkredite und kurzfristige Finanzanlagen handelte.

Über zwei Drittel der Direktinvestitionen (72%) stammen von Industriefirmen, die übrigen verteilen sich auf Dienstleistungsunternehmen. Tendenziell konzentrieren sich die Investitionen der Industriefirmen stärker auf die europäischen Länder und die übrigen überseeischen Industrieländer, während die Dienstleistungsunternehmen relativ stärker in Nordamerika und den Entwicklungsländern vertreten sind.

Die Direktinvestitionen befinden sich zum grossen Teil in Industrieländern. In der Europäischen Gemeinschaft und in Nordamerika befinden sich

**Tabelle 1**

Schweizerische Direktinvestitionen: Buchwert der Bestände Ende 1986 in Mio Franken

Region/Wirtschaftssektor	Industrie		Dienstleistung		Total	
	Bestand	%	Bestand	%	Bestand	%
EG	18 669	46,6	6 230	40,4	24 899	44,9
Übriges Europa <sup>1</sup>	1 713	4,3	456	3,0	2 169	3,9
Nordamerika	10 505	26,2	5 526	35,9	16 031	28,9
Übrige Industrieländer <sup>2</sup>	2 961	7,4	355	2,3	3 316	6,0
OPEC	589	1,5	156	1,0	745	1,3
Übrige Entwicklungsländer	5 615	14,0	2 690	17,4	8 305	15,0
Total	40 052	100,0	15 413	100,0	55 465	100,0

<sup>1</sup> Inklusive Staatshandelsländer

<sup>2</sup> Südafrika, Australien, Neuseeland, Japan

**Tabelle 2**

Schweizerische Direktinvestitionen: Kapitalbewegungen 1985 und 1986 in Mio Franken

Region/Wirtschaftssektor	Industrie		Dienstleistung		Total	
	1985	1986	1985 <sup>3</sup>	1986 <sup>4</sup>	1985	1986
EG	2 866	793	348	43	3 214	836
Übriges Europa <sup>5</sup>	88	- 10	2	- 7	90	- 17
Nordamerika	6 416	407	180	304	6 596	711
Übrige Industrieländer <sup>6</sup>	480	429	7	94	487	523
OPEC	- 7	35	18	- 83	11	- 48
Übrige Entwicklungsländer	835	240	3	204	838	444
Total	10 678	1 894	558	555	11 236	2 449

<sup>3</sup> Ohne Direktinvestitionen der Banken<sup>4</sup> Ohne Direktinvestitionen der Versicherungen<sup>5</sup> Inklusive Staatshandelsländer<sup>6</sup> Südafrika, Australien, Neuseeland, Japan

drei Viertel der gesamten Direktinvestitionen. Die 10 wichtigsten Investitionsländer (USA, BRD, Frankreich, Vereinigtes Königreich, Italien, Niederlande, Brasilien, Japan, Spanien, Kanada) vereinigen 80% der Bestände auf sich, in den 20 wichtigsten Ländern befinden sich bereits 93% der Direktinvestitionen. Die 10 grössten Empfängerländer der Investitionen decken sich weitgehend mit den wichtigsten Handelspartnern der Schweiz: 65% der schweizerischen Exporte und 78% der Importe werden mit diesen Ländern abgewickelt.

Die Bestände in den übrigen europäischen Ländern konzentrieren sich auf die EFTA. Die Staatshandelsländer sind als Empfängerländer schweizerischer Direktinvestitionen praktisch bedeutungslos. Unter den übrigen überseeischen Industrieländern verzeichnete Japan umfangreiche Kapitalzuflüsse und war 1986 in dieser Gruppe der wichtigste Standort für schweizerische Direktinvestitionen. Die Bedeutung von Australien war dagegen infolge grösserer Desinvestitionen stark rückläufig. Mit einem Anteil von 1,3% blieben die Anlagen in den OPEC-Staaten bescheiden. Sie zeigen zudem ebenfalls eine rückläufige Tendenz, da verschiedene Direktinvestitionen in Form von Konsortialunternehmen abgeschlossen wurden. Auf die übrigen Entwicklungsländer entfallen noch 15% der Direktinvestitionen, wobei sich ein Drittel davon allein in den grossen Schwellenländern Lateinamerikas (Mexiko, Brasilien, Argentinien) befand.

### 3. Die Direktinvestitionsströme 1985 und 1986

Aus der Schweiz flossen 1986 für 1,1 Mrd. Franken neue Mittel in ausländische Betriebsstätten, davon entfielen 0,1 Mrd. auf Konzernkredite. Die reinvestierten Erträge beliefen sich auf 1,4 Mrd., so dass die Investitionen insgesamt 2,5 Mrd. Franken erreichten. In diesen Zahlen sind die 1986 durchgeführten Desinvestitionen bereits berücksichtigt. Sie betragen 1,5 Mrd., die Neuinvestitionen bezifferten sich deshalb effektiv auf 4 Mrd. Franken.

Da 1986 in wesentlich kleinerem Umfang ausländische Gesellschaften durch schweizerische Industrieunternehmen erworben wurden als 1985, verminderten sich die gesamten Investitionen von 11,2 Mrd. im Vorjahr auf 2,5 Mrd. Franken 1986. Die Investitionen der Industrie gingen von 10,7 Mrd. auf 1,9 Mrd. Franken zurück, während jene des Dienstleistungssektors auf dem Stand des Vorjahres blieben.

Mit Ausnahme der übrigen überseeischen Industrieländer fielen die Investitionen in allen Regionen tiefer aus als im Vorjahr. In zwei Regionen (übriges Europa, OPEC) übertrafen 1986 die Kapitalrückflüsse die Neuinvestitionen. Grössere Desinvestitionen wurden auch in der EG und in Nordamerika vorgenommen, doch wurden diese durch höhere Zuflüsse mehr als kompensiert. 1985 verzeichneten die Vereinigten Staaten, die

Bundesrepublik Deutschland, das Vereinigte Königreich und Frankreich Kapitalzuflüsse von je über einer halben Milliarde Franken, 1986 flossen nur noch in die USA und in das Vereinigte Königreich in diesem Umfang neue Mittel. Trotzdem war auch 1986 das Investitionsklima überwiegend günstig, was sich in der Zunahme der reinvestierten Erträge von 1,2 Mrd. 1985 auf 1,4 Mrd. Franken 1986 äusserte. Allerdings blieben die Investitionen in den Entwicklungsländern in diesen beiden Jahren bescheiden. In 19 von 44 einzeln erfassten Entwicklungsländern und aggregiert erfassten Ländergruppen übertrafen 1986 die Kapitalrückflüsse die Neuinvestitionen.

Die regionale Verteilung der Kapitalströme (inklusive reinvestierte Erträge) zeigte 1986 sowohl gegenüber dem Vorjahr als auch im Vergleich zur Verteilung der Kapitalbestände deutliche Unterschiede. Dank grösseren Investitionen in Japan hat sich das Gewicht der übrigen überseeischen Industrieländer gegenüber den anderen Regionen erhöht. Betrachtet man die Daten für die Jahre 1985 und 1986 zusammen, so flossen 90% der investierten Mittel in dieser Periode in die Industrieländer und nur 10% in die Entwicklungsländer.

#### 4. Der Personalbestand der Betriebsstätten im Ausland Ende 1986

Die schweizerischen Direktinvestoren beschäftigten Ende 1986 rund 691 000 Personen in aus-

ländischen Betriebsstätten<sup>7</sup>. Fast 60% des Personals, verglichen mit 49% des Kapitalbestandes, befinden sich in europäischen Betriebsstätten, rund 20% sind in Entwicklungsländern tätig, wo sich 16,3% des Kapitalbestandes befinden. In Nordamerika mit einem Kapitalanteil von 28,9% sind 15,2% des Personals der Direktinvestitionsunternehmen beschäftigt. In den übrigen überseeischen Industrieländern decken sich Beschäftigungs- und Kapitalanteil mit 6% des Gesamtbestandes.

#### 5. Begriff der Direktinvestition

##### *Was heisst Direktinvestition?*

Die schweizerische Statistik versteht unter diesem Begriff Investitionen in Unternehmen (Direktinvestitionsunternehmen oder Betriebsstätten) im Ausland mit dem Zweck, die Geschäftstätigkeit dieser Unternehmen dauerhaft zu beeinflussen. Beim Direktinvestor handelt es sich meistens um ein Unternehmen, seltener um eine natürliche Person oder eine öffentliche Körperschaft. Üblicherweise wird der Direktinvestor als Muttergesellschaft, das Direktinvestitionsunternehmen als Tochtergesellschaft bezeichnet. Direktinvestitionen sind eng verknüpft, jedoch nicht identisch mit dem Begriff des multinationalen Unternehmens, das Betriebsstätten in mehreren

<sup>7</sup> Bei Minderheitsbeteiligungen werden die beschäftigten Personen im Verhältnis zur Kapitalbeteiligung ausgewiesen.

**Tabelle 3**

Schweizerische Direktinvestitionen: Personalbestand der Betriebsstätten im Ausland Ende 1986

Region/Wirtschaftssektor	Industrie		Dienstleistung		Total	
	1986	%	1986	%	1986	%
EG	279 067	49,4	70 319	56,0	349 386	50,6
Übriges Europa <sup>8</sup>	52 667	9,3	6 069	4,8	58 736	8,5
Nordamerika	81 383	14,4	23 629	18,8	105 012	15,2
Übrige Industrieländer <sup>9</sup>	36 756	6,5	5 545	4,4	42 301	6,1
OPEC	8 088	1,4	2 474	2,0	10 562	1,5
Übrige Entwicklungsländer	107 522	19,0	17 458	14,0	124 980	18,1
Total	565 483	100,0	125 494	100,0	690 977	100,0

<sup>8</sup> Inklusiv Staatshandelsländer

<sup>9</sup> Südafrika, Australien, Neuseeland, Japan

Ländern unter einer einheitlichen Führung zusammenfasst. Neben dem Merkmal der Einflussnahme ist für Direktinvestitionen typisch, dass die Ressourcen vom Investor überwiegend unbefristet bereitgestellt werden. Direktinvestitionen können dadurch von anderen Investitionsformen abgegrenzt werden wie zum Beispiel Portfolioinvestitionen oder Bankkrediten, die nicht mit Managementabsichten verknüpft sind und mit Ausnahme der Portfolioanlagen in Dividendenpapieren nach der vereinbarten Laufzeit rückzahlbar sind.

Die schweizerische Definition der Direktinvestition deckt sich weitgehend mit dem vom Internationalen Währungsfonds (IWF) und von der OECD verwendeten Begriff<sup>10</sup>. Im Gegensatz zu diesen internationalen Organisationen verzichtet die schweizerische Statistik allerdings darauf, Unternehmensbeteiligungen erst dann zu den Direktinvestitionen zu zählen, wenn sich ein bestimmter Prozentsatz des stimmberechtigten Kapitals in der Hand des Direktinvestors befindet. Ausschlaggebend ist allein die Möglichkeit, auf die Geschäftstätigkeit dauerhaft Einfluss zu nehmen. Die Direktinvestitionsbeziehung kann auch auf Kooperationsverträgen beruhen, in denen der Direktinvestor Finanzmittel oder Know-how zur Verfügung stellt, ohne am (stimmberechtigten) Eigenkapital beteiligt zu sein. Die schweizerische Statistik unterscheidet nicht zwischen Mehrheitsbeteiligungen und Minderheitsbeteiligungen, doch weisen verschiedene Untersuchungen darauf hin, dass Mehrheitsbeteiligungen die Regel und Minderheitsbeteiligungen die Ausnahme darstellen.

Zu den traditionellen Formen der Direktinvestitionen gehören die Gründung einer rechtlich selbständigen Tochtergesellschaft, die Errichtung einer rechtlich unselbständigen Filiale sowie die Beteiligung an einem bestehenden Unternehmen. In jüngerer Zeit wurden Direktinvestitionen vermehrt in Form eines Joint Venture vorgenommen. Es kommt auch vor, dass die investierten Mittel für die Beteiligung an einem Konsortium im Rahmen eines industriellen Grossprojektes verwendet werden. In welcher Form die Direktinvestition vorgenommen wird, ist von verschiedenen Faktoren abhängig. Dabei sind die rechtlichen, steuerlichen und politischen Bedingungen im

Gastland zu berücksichtigen, doch dürften auch betriebswirtschaftliche Überlegungen eine wichtige Rolle spielen. Stark verbreitet sind rechtlich selbständige Tochtergesellschaften in den industriellen Branchen. Hingegen handelt es sich bei den ausländischen Betriebsstätten der Dienstleistungsunternehmen in vielen Fällen um Filialen. Ein Joint Venture ist ein Gemeinschaftsunternehmen, an dem sich ein oder mehrere Direktinvestoren zusammen mit einem inländischen Investor beteiligen. Joint Ventures findet man vor allem in Entwicklungsländern und Staatshandelsländern, wo aus politischen Gründen der wirtschaftliche Einfluss ausländischer Investoren beschränkt werden soll. Konsortien sind Ad-hoc-Vereinigungen zur Durchführung eines Grossprojektes. Schlüsselfertige Industrieanlagen werden in vielen Fällen durch Konsortien erstellt, die nach Beendigung des Projektes wieder aufgelöst werden. Konsortien finden sich vor allem in der Baubranche sowie vereinzelt auch in der Maschinenindustrie.

### ***Die Komponenten des Direktinvestitionskapitals***

Besteht eine Direktinvestitionsbeziehung, werden im allgemeinen alle Kapitalbeziehungen zwischen Muttergesellschaft und Direktinvestitionsunternehmen zum Direktinvestitionskapital gerechnet und nicht nur die Beteiligung an den eigenen Mitteln des ausländischen Unternehmens. Zum Direktinvestitionskapital zählen deshalb die Konzernkredite (Forderungen aus Warenlieferungen, Darlehen), ausstehende Zins- und Dividendenerträge, Sacheinlagen und Rechte, die sich in finanziellen Forderungen niederschlagen, und der Anteil an den eigenen Mitteln des Direktinvestitionsunternehmens (einbezahltes Grundkapital, Reserven, Gewinn- oder Verlustvortrag). Abweichend von dieser Regelung umfasst das Direktinvestitionskapital der Banken nur den Anteil an den eigenen Mitteln der Direktinvestitionsunternehmen und nachrangige Darlehen an diese, während die Kredite wie Interbank-

<sup>10</sup> IMF, Balance of Payments Manual, 4. Auflage, Washington 1977; OECD, Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Paris 1983.

geschäfte mit Dritten behandelt werden. Zum Direktinvestitionskapital der Versicherungen zählen der Anteil am Eigenkapital von rechtlich selbständigen Unternehmen sowie die Darlehen an diese. Zum Eigenkapitalanteil gehören das einbezahlte Grundkapital, die gesetzlichen Reserven, die statutarischen Reserven und die Spezialreserven. Die technischen Rückstellungen der Versicherungsunternehmen im Ausland bleiben unberücksichtigt, obwohl darin ebenfalls Reserven mit Eigenkapitalcharakter enthalten sein können. Diese lassen sich jedoch nicht ausscheiden, ebensowenig wie es auf statistisch befriedigende Weise möglich ist, die eigenen Mittel der rechtlich unselbständigen Versicherungsfilialen im Ausland zu erfassen. Die ausländischen Filialen der schweizerischen Versicherungen sind deshalb in der Direktinvestitionsstatistik nicht berücksichtigt worden.

### ***Erhebung und Bewertung der Direktinvestitionsbestände***

Es gibt verschiedene Möglichkeiten, das Direktinvestitionskapital zu erheben. In der Auslandvermögensbilanz gilt der Grundsatz, dass die finanziellen Forderungen und Verpflichtungen eines Landes zum gegenwärtigen Marktwert aufzuführen sind. In Frage kämen der Börsenwert oder das Nettovermögen (bewertet zum Marktwert) des Direktinvestitionsunternehmens. Da jedoch in der Regel die Anteile der Tochtergesellschaften nicht an der Börse gehandelt werden und auch das zu Marktpreisen bewertete Vermögen der Unternehmen nicht verfügbar ist, kann der Statistiker nur wählen, ob die Statistik auf dem Buchwert (Bilanzwert) der Direktinvestitionen basieren soll oder ob er die kumulierten Stromwerte (d.h. zum Beispiel die jährlich erfassten Investitionen) zu Bestandeswerten aggregieren soll. Die Aggregation der Kapitalbewegungen hat den einzigen Vorteil, dass keine zusätzliche Erhebung der Bestandesdaten nötig ist. Daneben überwiegen jedoch die Nachteile, indem Wertveränderungen durch Wechselkurseinflüsse oder die reinvestierten Erträge unberücksichtigt bleiben.

Bei der Buchwertmethode können die benötigten Daten entweder aus der Bilanz der Muttergesell-

schaft oder aus der Bilanz der Tochtergesellschaft entnommen werden. Stützt man sich auf die Bilanz der Muttergesellschaft, erhält man die sogenannten «Restwerte», die Anschaffungswerte oder ähnliche Werte, je nach dem Bilanzierungssystem des befragten Unternehmens. Die Verwendung der Buchwerte der Muttergesellschaft hat den Vorteil, dass die Angaben ohne Verzögerungen erfasst werden können. Dagegen spricht jedoch, dass es sich um abgeschriebene oder historische Werte handelt, die die im Laufe der Zeit gebildeten Reserven der Direktinvestitionsunternehmen nicht wiedergeben, wodurch die Direktinvestitionsbestände stark unterschätzt werden. Die Statistik vermeidet dieses Problem, indem sie das investierte Eigenkapital bei der Tochtergesellschaft erhebt. Die Passivseite ihrer Bilanz gibt Auskunft über das Gründungskapital und die durch Kapitaleinzahlungen und Reinvestition von Erträgen gewachsenen eigenen Mittel. Hingegen kann der Nominalwert der Konzernkredite ohne weiteres aus der Bilanz der Muttergesellschaft entnommen werden. Bei diesem Verfahren, in Anlehnung an das Konzernrechnungswesen als «Equity»-Methode bezeichnet, erscheinen in den Bestandesdaten sowohl Kapitalbewegungen, Reinvestition von Erträgen als auch Wechselkurseinflüsse. Dagegen spricht, dass diese Werte nur zufällig mit dem Marktwert oder dem Wiederbeschaffungswert der investierten Mittel übereinstimmen. In der Regel unterschätzt dieses Buchwertverfahren den Wert der Direktinvestitionen. Aus praktischen Gründen benützt jedoch die schweizerische Statistik diese Erhebungsmethode.

### ***Die Direktinvestitionsströme***

Die Direktinvestitionsströme setzen sich zusammen aus den Kapitalbewegungen für den Aufbau oder die Liquidation der Direktinvestitionsposition und den nicht transferierten Erträgen. Bei den Kapitalbewegungen wird unterschieden zwischen den kurz- und langfristigen Konzernkrediten und dem übrigen Kapital, das aus Kapitaleinzahlungen, Zahlungen für den Kauf und den Erlösen aus dem Verkauf von Unternehmen besteht. Bei den nicht transferierten Erträgen handelt es sich um Erträge, die reinvestiert oder



auch nur vorläufig nicht ausgeschüttet werden. Sie ermöglichen den Ausbau der Direktinvestitionsposition nach der Gründungsphase, ohne dass ein eigentlicher Kapitalexport stattfinden muss. In der Zahlungsbilanz spricht man in diesem Zusammenhang von fiktiven Kapitalbewegungen. Durch spätere Ausschüttung nicht transferierter Erträge kann die Direktinvestitionsposition wieder abgebaut werden.

Die kurz- und langfristigen Kredite ergeben sich aus der Veränderung der entsprechenden Bilanzpositionen. Bei den langfristigen Krediten können die Wechselkurseinflüsse ausgeschaltet werden, nicht jedoch bei den kurzfristigen Krediten. Für die übrigen Direktinvestitionsströme werden die Transaktionswerte erhoben. Ausgewiesen werden die Investitionen abzüglich Desinvestitionen. Das in fremder Währung investierte Kapital wird zum Zeitpunkt der Transaktion in Franken umgerechnet, die nicht transferierten Erträge eines Jahres zum Jahresdurchschnittskurs.

### **Zusammenhang zwischen den Kapitalbeständen und den Kapitalbewegungen**

Kapitalbewegungen und Kapitalbestände sind unmittelbar voneinander abhängig. Aus verschiedenen Gründen ist es jedoch nicht möglich, aus der Veränderung der Kapitalbestände auf die Kapitalbewegungen zu schließen oder umgekehrt aus den Kapitalbewegungen auf den Kapitalbestand, da dieser Einflüssen unterliegt, die bei den Kapitalbewegungen nicht erscheinen. Durch Änderungen im Aussenwert des Frankens kann beispielsweise eine Forderung in fremder Währung nach Umrechnung in Schweizer Franken abnehmen, obwohl sich die Investitionsposition in fremder Währung nicht veränderte. Umgekehrt ist es üblich, dass der Direktinvestor für den Erwerb eines Unternehmens einen Preis entrichtet, der die eigenen Mittel der übernommenen Gesellschaft übersteigt. In der Regel führen der «Goodwill» einer Gesellschaft, Inflationsgewinne auf dem Anlagevermögen oder der Börsenkurs der Beteiligungspapiere bei an der Börse kotierten Unternehmen zu einer Differenz zwischen dem Buchwert der eigenen Mittel und dem

Übernahmepreis. Geht man aus vom Kapitalbestand am Jahresanfang, so beeinflussen folgende Vorgänge die Direktinvestitionsposition im Laufe des Jahres:

	Kapitalbestand am Jahresanfang
+/-	Erwerb und Liquidation von Unternehmen im Ausland
+/-	Kapitalerhöhungen und Kapitalrückzahlungen
+/-	Nicht transferierte Erträge (Gewinne/Verluste)
+/-	Wechselkursveränderungen
+/-	Sonstige Wertveränderungen (Inflation accounting, Kapitalverluste, Kapitalaufrechnungsdifferenz)
=	<hr/> Kapitalbestand am Jahresende

# Les investissements directs suisses à l'étranger en 1986

Thomas Schlup

## 1. Introduction

En Suisse, récemment encore, aucune statistique officielle n'était dressée sur le volume et sur l'évolution des investissements directs suisses. Aussi, en mettant sur pied la balance suisse des paiements, la Banque nationale s'est-elle efforcée de combler cette lacune. Les résultats des enquêtes sur les investissements directs suisses à l'étranger sont publiés dans le présent rapport. A l'avenir, ces données paraîtront chaque année. La statistique porte sur les entreprises qui ont des investissements directs à l'étranger pour un montant supérieur à 5 millions de francs. Elle présente encore des lacunes puisque les données des sociétés holding en mains étrangères manquent en partie. Il est prévu de publier également les données afférentes aux investissements directs étrangers en Suisse, lorsque les problèmes statistiques qui subsistent auront été résolus.

## 2. Le volume des investissements directs à fin 1986

La valeur comptable des investissements directs suisses à l'étranger atteignait une somme nette de 55,5 milliards de francs à la fin de 1986. Cette somme était formée de crédits à court terme

pour 6,5 milliards, de crédits à long terme pour 5,3 milliards et d'autres capitaux d'investissement direct pour 43,7 milliards de francs. Elle est nette, car les crédits octroyés par les établissements étrangers à leur maison mère – 5,4 milliards de francs – en étaient déduits. Ces 5,4 milliards de francs étaient en majorité des engagements à court terme, principalement des crédits liés à des livraisons et des placements financiers de courte durée. Sans une compensation des avoirs et des engagements au sein du groupe, les investissements directs suisses s'élevaient donc à 60,9 milliards de francs.

Plus de deux tiers des investissements directs – 72% pour être précis – provenaient d'entreprises industrielles, et le solde, d'entreprises du secteur des services. La répartition par groupes de pays montre que les parts des pays européens et des autres pays industrialisés d'outre-mer étaient plus fortes pour les investissements de l'industrie que pour ceux des services; les parts de l'Amérique du Nord et des pays en développement étaient en revanche plus élevées du côté des services que de celui de l'industrie.

Les investissements directs suisses étaient fortement concentrés sur les pays industrialisés. Les pays de la CEE et de l'Amérique du Nord groupaient les trois quarts de ces investisse-

Tableau 1

Investissements directs suisses: Valeur comptable des stocks, à fin 1986, en millions de francs

Secteur économique	Industrie		Services		Total	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%
CEE	18 669	46,6	6 230	40,4	24 899	44,9
Autres pays européens <sup>1</sup>	1 713	4,3	456	3,0	2 169	3,9
Amérique du Nord	10 505	26,2	5 526	35,9	16 031	28,9
Autres pays industrialisés <sup>2</sup>	2 961	7,4	355	2,3	3 316	6,0
OPEP	589	1,5	156	1,0	745	1,3
Autres pays en développement	5 615	14,0	2 690	17,4	8 305	15,0
Total	40 052	100,0	15 413	100,0	55 465	100,0

<sup>1</sup> Y compris les pays à commerce d'Etat

<sup>2</sup> Afrique du Sud, Australie, Japon, Nouvelle-Zélande

**Tableau 2**

Investissements directs suisses: Mouvements de capitaux, en 1985 et 1986, en millions de francs

Secteur économique Groupe de pays	Industrie		Services		Total	
	1985	1986	1985 <sup>1</sup>	1986 <sup>2</sup>	1985	1986
CEE	2 866	793	348	43	3 214	836
Autres pays européens <sup>3</sup>	88	- 10	2	- 7	90	- 17
Amérique du Nord	6 416	407	180	304	6 596	711
Autres pays industrialisés <sup>4</sup>	480	429	7	94	487	523
OPEP	- 7	35	18	- 83	11	- 48
Autres pays en développement	835	240	3	204	838	444
Total	10 678	1 894	558	555	11 236	2 449

<sup>1</sup> Sans les investissements directs des banques<sup>2</sup> Sans les investissements directs des assurances<sup>3</sup> Y compris les pays à commerce d'Etat<sup>4</sup> Afrique du Sud, Australie, Japon, Nouvelle-Zélande

ments. Les dix principaux bénéficiaires (Etats-Unis, République fédérale d'Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie, Pays-Bas, Brésil, Japon, Espagne et Canada) avaient une part de 80% des investissements directs suisses; la part des vingt principaux pays atteignait 93%. Les dix plus importants pays bénéficiaires coïncidaient pour l'essentiel avec les principaux partenaires commerciaux de la Suisse: 65% des exportations suisses allaient vers ces pays et 78% des importations suisses provenaient de ces pays.

Pour les investissements directs suisses, les pays de l'AELE occupaient une position dominante au sein de la catégorie groupant les autres pays européens. Les pays à commerce d'Etat ne jouaient presque aucun rôle. Parmi les autres pays industrialisés d'outre-mer, le Japon venait en tête à la fin de 1986, grâce aux flux substantiels qui ont été enregistrés ces dernières années. L'importance de l'Australie a diminué par contre fortement à la suite de gros désinvestissements. Les pays de l'OPEP jouent un rôle modeste puisqu'ils n'accueillaient que 1,3% des investissements directs suisses; une tendance à la diminution a été observée ici également, plusieurs investissements directs sous forme de consortiums ayant été liquidés. Les autres pays en développement avaient une part de 15% des investissements suisses; de cette part, un tiers revenait aux grands pays nouvellement industrialisés d'Amérique latine, à savoir le Mexique, le Brésil et l'Argentine.

### 3. Les flux d'investissements directs pendant les années 1985 et 1986

En 1986, une somme de 1,1 milliard de francs – dont 0,1 milliard sous forme de crédits – est sortie de Suisse pour être investie dans des entreprises à l'étranger. Les bénéficiaires réinvestis se sont chiffrés à 1,4 milliard, de sorte que le volume global des investissements effectués en 1986 a atteint 2,5 milliards de francs. Il s'agit de chiffres nets, dans la mesure où les désinvestissements opérés au cours de l'année, soit 1,5 milliard de francs, ont été portés en déduction. Aussi le volume des nouveaux investissements s'est-il inscrit effectivement à 4 milliards de francs.

Comme les reprises de sociétés étrangères par des entreprises industrielles suisses ont diminué sensiblement d'une année à l'autre, le flux des investissements a passé de 11,2 milliards en 1985 à 2,5 milliards de francs l'année suivante. Le flux s'est maintenu au niveau de 1985 dans le secteur des services, mais a fléchi de 10,7 milliards à 1,9 milliard de francs dans l'industrie.

La diminution a touché tous les groupes de pays, à l'exception des autres pays industrialisés d'outre-mer. Pour deux groupes – les autres pays européens et l'OPEP – le flux, en 1986, a été inférieur au reflux, c'est-à-dire aux désinvestissements. De substantiels désinvestissements ont été opérés également dans les pays de la

CEE et en Amérique du Nord, mais ces reflux ont été plus que compensés par de nouveaux investissements. Si, en 1985, des flux supérieurs à un demi-milliard de francs ont été enregistrés vers les Etats-Unis, la République fédérale d'Allemagne, le Royaume-Uni et la France, seuls les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont bénéficié, en 1986, de flux atteignant une telle ampleur. Le climat est resté cependant en général favorable aux investissements, comme le montre l'évolution des bénéfices réinvestis; ceux-ci ont passé en effet de 1,2 milliard en 1985 à 1,4 milliard de francs l'année suivante. Au cours de ces deux années, les flux d'investissements vers les pays en développement sont restés néanmoins modestes. Pour 19 des 44 pays ou groupes de pays en développement, les désinvestissements ont atteint en 1986 une somme supérieure à celle des nouveaux investissements.

La répartition géographique des flux d'investissements (y compris les bénéfices réinvestis) en 1986 diffère sensiblement de celle qui a été observée l'année précédente, mais aussi de celle des stocks. Les forts investissements dont le Japon a bénéficié ont accru le poids des autres pays industrialisés d'outre-mer face aux autres groupes de pays. Les investissements directs effectués durant les années 1985 et 1986 sont allés à raison de 90% vers les pays industrialisés et de 10% seulement vers les pays en développement.

#### 4. L'effectif du personnel dans les entreprises d'investissement direct à l'étranger à fin 1986

A la fin de 1986, les investisseurs directs suisses occupaient environ 691 000 personnes dans leurs entreprises d'investissement direct à l'étranger<sup>1</sup>. Accueillant 49% du stock d'investissements directs, les pays européens avaient une part de l'effectif du personnel de près de 60%. La part des pays en développement s'inscrivait à quelque 20%, pour 16,3% du stock d'investissements directs. L'Amérique du Nord, avec 28,9% du stock d'investissements, avait une part de 15,2%. Une part d'environ 6%, tant du côté du personnel que de celui du stock d'investissements, revenait aux autres pays industrialisés d'outre-mer.

#### 5. La définition des investissements directs

##### *Qu'est-ce qu'un investissement direct?*

Dans la statistique suisse, l'investissement direct est un investissement dans une entreprise (entreprise d'investissement direct) à l'étranger dans le but d'influer durablement sur la gestion de celle-ci. L'investisseur direct est généralement une entreprise, mais il peut s'agir aussi d'une personne physique ou d'une corporation de droit public. Habituellement, l'investisseur di-

<sup>1</sup> L'effectif du personnel dans les participations minoritaires est pris en considération dans la même proportion que la participation au capital.

**Tableau 3**

Investissements directs suisses: Effectif du personnel dans les établissements à l'étranger à fin 1986

Secteur économique Groupe des pays	Industrie		Services		Total	
	1986	%	1986	%	1986	%
CEE	279 067	49,4	70 319	56,0	349 386	50,6
Autres pays européens <sup>1</sup>	52 667	9,3	6 069	4,8	58 736	8,5
Amérique du Nord	81 383	14,4	23 629	18,8	105 012	15,2
Autres pays industrialisés <sup>2</sup>	36 756	6,5	5 545	4,4	42 301	6,1
OPEP	8 088	1,4	2 474	2,0	10 562	1,5
Autres pays en développement	107 522	19,0	17 458	14,0	124 980	18,1
Total	565 483	100,0	125 494	100,0	690 977	100,0

<sup>1</sup> Y compris les pays à commerce d'Etat

<sup>2</sup> Afrique du Sud, Australie, Japon, Nouvelle-Zélande

rect est appelé société mère, et l'entreprise d'investissement direct, filiale. Les investissements directs sont étroitement apparentés, mais non identiques au concept d'entreprises multinationales, lesquelles groupent, sous une direction unique, des établissements situés dans plusieurs pays. En plus de l'influence sur la gestion, un élément caractéristique des investissements directs est que les ressources sont mises à disposition par l'investisseur pour une période qui n'est généralement pas limitée. Les investissements directs se distinguent ainsi d'autres formes d'investissement – investissements de portefeuille et crédits bancaires par exemple – qui ne sont pas associées à des intentions en matière de management et qui, à l'exception des investissements de portefeuille en titres donnant droit à un dividende, sont remboursables à l'issue d'une période convenue.

La définition des investissements directs que la Suisse utilise correspond pour l'essentiel aux recommandations du Fonds monétaire international (FMI) et de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)<sup>2</sup>. La Suisse a renoncé toutefois à ne compter comme investissements directs que les participations grâce auxquelles l'investisseur direct contrôle au moins un certain pourcentage du capital, avec droits de vote, de l'entreprise. Le seul critère déterminant est la possibilité d'influer durablement sur la gestion de l'entreprise. L'existence d'une relation d'investissement direct peut aussi résulter d'accords de coopération par lesquels l'investisseur direct met des fonds ou des techniques à disposition sans prendre une participation aux fonds propres (avec droits de vote). La statistique suisse ne fait pas de distinction entre participations majoritaires et participations minoritaires, mais plusieurs enquêtes permettent de déduire que les participations sont généralement majoritaires.

La fondation de filiales juridiquement indépendantes, la constitution de succursales juridiquement dépendantes et la prise de participations dans des entreprises déjà existantes sont des formes traditionnelles des investissements directs. Dans la période récente, les «joint ventures» ont pris une importance accrue. Les moyens investis sont utilisés aussi, parfois, pour

participer à un consortium en vue de la réalisation d'un gros projet industriel. Le choix d'une forme plutôt que d'une autre dépend de plusieurs facteurs. Les aspects juridiques, fiscaux et politiques dans le pays d'accueil jouent un rôle dans ce choix, mais les considérations industrielles et commerciales sont également importantes. Dans les branches industrielles, les filiales juridiquement indépendantes sont nombreuses. En revanche, les entreprises de services constituent plutôt sous forme de succursales leurs établissements à l'étranger. Un «joint venture» est une entreprise commune à laquelle participent un ou plusieurs investisseurs étrangers et un résident. Des «joint ventures» sont constitués avant tout dans les pays en développement et les pays à commerce d'Etat, où, pour des motifs politiques, on cherche à restreindre l'influence économique des investisseurs étrangers. Les consortiums sont des associations ad hoc en vue de la réalisation de gros projets. Nombre d'équipements industriels, à remettre clé en main, sont construits par des consortiums qui sont dissous une fois achevé le projet. De tels consortiums sont constitués avant tout dans l'industrie de la construction et, moins souvent, dans celle des machines.

### ***Les composantes des capitaux d'investissement direct***

Les capitaux d'investissement direct ne se limitent pas à la seule participation aux fonds propres de l'entreprise. Ils recouvrent en général l'ensemble des relations financières entre la maison mère et son entreprise d'investissement direct à l'étranger. Il faut donc compter les crédits accordés au sein du groupe (créances découlant de livraisons de marchandises, prêts), les intérêts et les dividendes à payer, les apports en nature et droits qui se reflètent dans les bilans ainsi que la part aux fonds propres de l'entreprise d'investissement direct (capital social versé, réserves, report à nouveau). Dans le cas

<sup>2</sup> FMI, Manuel de la balance des paiements, 4e édition, Washington 1977; OCDE, Définition de référence détaillée des investissements directs internationaux, Paris 1983.

des banques, on ne tient compte que de la part aux fonds propres et des prêts subordonnés à leurs entreprises d'investissement direct, les crédits étant considérés comme des opérations interbancaires avec des tiers. Pour les compagnies d'assurances, on ne prend en considération que la part aux fonds propres des entreprises juridiquement indépendantes et les prêts accordés à celles-ci. La part aux fonds propres comprend le capital social versé ainsi que les réserves légales, statutaires et spéciales. Les réserves techniques des entreprises d'assurances à l'étranger n'entrent pas en ligne de compte, bien qu'elles puissent englober une part ayant le caractère de fonds propres; cette part ne peut toutefois être isolée. De même, il n'est pas possible de trouver une solution satisfaisante sur le plan statistique pour déterminer les fonds propres des succursales juridiquement dépendantes que les compagnies d'assurances ont à l'étranger. Aussi les succursales étrangères des compagnies d'assurances suisses n'entrent-elles pas dans la statistique des investissements directs.

### ***Recensement et évaluation du stock des investissements directs***

Plusieurs méthodes peuvent être utilisées pour mesurer les capitaux d'investissement direct. Un des principes selon lesquels la position nette d'un pays vis-à-vis de l'étranger doit être établie veut que les créances et engagements financiers du pays soient pris en compte aux prix actuels du marché. La valeur boursière ou la fortune nette – estimée aux prix du marché – de l'entreprise d'investissement direct entrerait donc en ligne de compte. Toutefois, comme les actions des filiales ne sont en général pas cotées en bourse et que la valeur aux prix du marché du patrimoine de l'entreprise n'est pas disponible, le statisticien doit travailler soit à partir des valeurs comptables (valeurs figurant dans le bilan), soit à partir des flux (le volume annuel des investissements par exemple) qui, une fois cumulés, permettent d'obtenir les stocks. L'agrégation des flux a pour seul avantage de rendre superflue une enquête supplémentaire sur les stocks. Cette solution présente toutefois des inconvénients qui dominent; en effet, elle ne prend pas en considération les

modifications de valeur dues aux cours de change et les bénéfices réinvestis.

Si la méthode des valeurs comptables est choisie, les données peuvent être tirées soit du bilan de la société mère, soit du bilan de la filiale. En se fondant sur le bilan de la société mère, on obtient des valeurs résiduelles, des valeurs d'acquisition ou des valeurs semblables, selon le système que l'entreprise a choisi pour dresser son bilan. L'utilisation des valeurs comptables de la société mère a l'avantage de permettre d'obtenir rapidement les données. Mais il s'agit de données après amortissements, ou historiques, qui ne reflètent pas les réserves que l'entreprise d'investissement direct a constituées au fil des années, de sorte que les stocks d'investissements directs sont fortement sous-estimés. Pour éviter ce problème, il faut recueillir des données, auprès de la filiale, sur ses fonds propres. Le passif de son bilan indique le capital social et l'accroissement des fonds propres résultant d'apports en capital et de bénéfices réinvestis. En revanche, la valeur nominale des crédits accordés au sein du groupe peut être obtenue aisément à partir du bilan de la société mère. Cette méthode, appelée «Equity-method» par analogie à la comptabilité du groupe, aboutit à des données sur les stocks qui tiennent compte des mouvements de capitaux, des bénéfices réinvestis, mais aussi des influences dues aux cours de change. Les valeurs ainsi obtenues ont l'inconvénient de ne pas coïncider, sinon par hasard, avec les valeurs reposant sur les prix du marché ou avec les valeurs de remplacement. La méthode des valeurs comptables conduit en règle générale à une sous-estimation des investissements directs. Pour des raisons pratiques, elle est néanmoins utilisée pour la statistique suisse.

### ***Les flux d'investissements directs***

Les flux d'investissements directs se composent des mouvements de capitaux liés à l'extension ou à la liquidation d'entreprises d'investissement direct et des bénéfices non transférés. Dans les mouvements de capitaux, on distingue les crédits, accordés à court et à long terme au sein du groupe, des autres apports financiers. Ceux-ci

sont constitués des montants liés à la libération de parts de capital social ainsi qu'à l'achat et à la vente d'entreprises. Par bénéfices non transférés, on entend les bénéfices qui sont réinvestis et ceux qui, même provisoirement, ne sont pas distribués. Ces bénéfices permettent d'accroître l'investissement direct, après la phase de fondation, sans avoir à exporter effectivement des capitaux. Dans la balance des paiements, on parle à ce propos de mouvements fictifs de capitaux. Une distribution de bénéfices qui n'avaient pas été transférés conduit à une réduction de l'investissement direct.

Les crédits à court et à long terme peuvent être tirés de la variation des postes du bilan en question. Les influences des cours de change peuvent être éliminées des crédits à long terme, mais pas de ceux qui sont à court terme. Pour les autres flux d'investissements directs, la statistique est dressée à partir de la valeur des transactions. Les données sont indiquées sur une base nette, les désinvestissements étant portés en déduction des investissements. Les capitaux investis en monnaies étrangères sont convertis en francs aux cours auxquels les opérations ont été effectuées et les bénéfices non transférés le sont aux cours moyens de l'année pendant laquelle ils ont été réalisés.

### ***Le lien entre les stocks de capitaux et les flux de capitaux***

Les flux et les stocks de capitaux sont étroitement liés entre eux. Pour diverses raisons, il n'est toutefois pas possible de tirer des déductions au sujet des flux à partir de la variation des stocks de capitaux et inversement; en effet, les stocks de capitaux sont soumis à des influences qui n'apparaissent pas dans les flux. Une variation de la valeur extérieure du franc peut réduire la valeur en francs d'une créance en monnaie étrangère, bien que le stock des investissements directs soit resté inchangé en monnaie étrangère. A l'inverse, il est habituel que l'investisseur direct paie pour l'acquisition d'une entreprise un prix supérieur aux fonds propres de la société reprise. En règle générale, le «good will» d'une société, les gains que l'inflation engendre sur les immobilisations ou les cours des titres cotés en

bourse des entreprises conduisent à une différence entre la valeur comptable des fonds propres et le prix d'acquisition. Si l'on part du stock des capitaux au début de l'exercice, les éléments ci-dessous influent sur l'investissement direct au cours de l'année:

	Stocks des capitaux d'investissement direct au début de l'année
+/-	Acquisition et liquidation d'entreprises à l'étranger
+/-	Apports financiers et remboursements
+/-	Bénéfices non transférés (gains/pertes)
+/-	Variations des cours de change
+/-	Autres variations de la valeur («inflation accounting», pertes en capital, différence entre le prix d'achat et les fonds propres)
=	Stock en fin d'année

## Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

---

### Senkungen des Diskont- und Lombardsatzes

Mit Wirkung ab 6. November 1987 senkte die Nationalbank den offiziellen Diskont- und Lombardsatz um je einen halben Prozentpunkt auf 3 beziehungsweise 4½%. Mit Wirkung ab 4. Dezember 1987 wurde eine weitere Herabsetzung um je einen halben Prozentpunkt auf 2½ beziehungsweise 4% vorgenommen.

### Überbrückungskredit an Argentinien

Anfang November 1987 gewährten die Währungsbehörden der Vereinigten Staaten und dreier lateinamerikanischer Länder gemeinsam mit verschiedenen Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe sowie Spaniens und Österreichs Argentinien erneut einen Überbrückungskredit von 475 Mio. Dollar (vgl. für einen früheren Überbrückungskredit an Argentinien: Quartalsheft Nr. 1, März 1987). Der Kredit dient zur Deckung des unmittelbaren Liquiditätsbedarfs, bis die zwischen Argentinien und dem IWF im Beistandsabkommen vom 23. Juli 1987 vereinbarten Kreditfazilitäten verfügbar werden. Die Schweizerische Nationalbank leistete eine Substitutionszusage über 14,25 Mio. Dollar an jenen Teil des Überbrückungskredits, der über die BIZ gewährt wurde. Die Beteiligung der Nationalbank wird vom Bund garantiert. Die Rückzahlung des Überbrückungskredits ist für Ende Dezember 1987 vorgesehen.

### Baisses des taux officiels

Avec effet au 6 novembre 1987, la Banque nationale a ramené de 3½% à 3% le taux de l'es-compte et de 5% à 4½% celui des avances sur nantissement. Le 4 décembre, ces taux ont été réduits de nouveau d'un demi-point. Depuis, ils s'établissent à 2½% et à 4%.

### Crédit relais en faveur de l'Argentine

Au début du mois de novembre, les autorités monétaires des Etats-Unis et de trois pays d'Amérique latine ainsi que les banques centrales de pays du Groupe des Dix, de l'Espagne et de l'Autriche ont accordé un nouveau crédit relais de 475 millions de dollars à l'Argentine (pour le précédent crédit relais mis sur pied en faveur de l'Argentine, voir bulletin trimestriel no 1, mars 1987). Ce crédit est destiné à couvrir des besoins immédiats de liquidités jusqu'au moment où l'Argentine pourra tirer sur les crédits prévus dans l'accord de confirmation que ce pays a conclu le 23 juillet 1987 avec le FMI. La Banque nationale suisse a fourni une promesse de substitution de 14,25 millions de dollars pour la part du crédit qui a été accordée par la BRI. La participation de la Banque nationale est garantie par la Confédération. Le remboursement du crédit est prévu pour la fin du mois de décembre 1987.



## Inhaltsverzeichnis, 5. Jahrgang, 1987 Table des matières, 5e année, 1987

---

	Heft Bulletin	Seite page
<b>Konjunkturberichte / Rapports conjoncturels</b>		
Wirtschafts- und Währungslage . . . . .	1	9
	2	81
	3	165
	4	233
Situation économique et monétaire . . . . .	1	30
	2	103
	3	187
	4	256
 <b>Artikel und Referate / Articles et exposés</b>		
Büttler, Hans-Jürg, Ettlín, Franz, und Ruoss, Eveline: Empirische Schätzung des Wachstums der potentiellen Produktion in der Schweiz . . . . .	1	61
Die Geldpolitik im Jahre 1988 . . . . .	4	231
Ettlín, Franz: s. Büttler, Hans-Jürg		
Klauser, Peter: Schweizerische Rechtsgrundlagen der internationalen Währungspolitik . . . . .	2	143
Languetin, Pierre: Problèmes économiques et monétaires des années vingt et de la période actuelle: l'histoire se répète-t-elle? . . . . .	1	53
Languetin, Pierre: Assemblée générale (exposé). . . . .	2	131
Languetin, Pierre: Generalversammlungsreferat . . . . .	2	137
La politique monétaire en 1988. . . . .	4	232
Lusser, Markus: Geldpolitische Standortbestimmung zur Jahresmitte . . . . .	3	211
Meyer, Hans: Zur Führung der Notenbank . . . . .	4	279
Ruoss, Eveline: s. Büttler, Hans-Jürg		
Schaller, François: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 24 avril 1987 . . . . .	2	125
Schaller, François: Eröffnungsansprache anlässlich der Generalversammlung vom 24. April 1987. . . . .	2	128
Seiterle, Herbert: Zur Hypothekarmarge: Messung, Aussagekraft, Alternativgrösse. . . . .	3	216
Schlup, Thomas: Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1986/Les investissements directs suisses à l'étranger en 1986 . . . . .	4	284
 <b>Geld- und währungspolitische Chronik / Chronique monétaire . . . . .</b>	1	72
	2	155
	3	223
	4	296

