

Geld, Währung und Konjunktur

Monnaie et conjoncture

No. 4
Dezember/décembre 1986

4. Jahrgang/4eme année

Inhalt/Table des matières	201
Übersicht	203
Sommaire/Sommario	204
Abstracts	206
Das Geldmengenziel für das Jahr 1987	207
Objectif monétaire pour l'année 1987	210
Wirtschafts- und Währungslage	213
Situation économique et monétaire	234
Markus Lusser: Innovationen an den Finanzmärkten – Plage oder Segen?	255
Markus J. Granzio: Notenbankpolitische Aspekte des Zahlungsverkehrs	263
Geld- und währungspolitische Chronik	270
Chronique monétaire	270
Inhaltsverzeichnis 1986	271
Table des matières 1986	271

Übersicht

Das Geldmengenziel für 1987 (S. 207–209)

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank hat im Einvernehmen mit dem Bundesrat beschlossen, das Geldmengenziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1987 auf 2% festzulegen.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 213–233)

Im dritten Quartal wuchs das reale Bruttosozialprodukt in den Vereinigten Staaten etwas stärker als im Vorquartal, während sich das Konjunkturklima in Japan abkühlte. In Europa setzte sich das Wirtschaftswachstum ungefähr im gleichen Rhythmus wie im ersten Halbjahr fort. Die durchschnittliche Teuerungsrate nahm im OECD-Raum unter dem Einfluss der tieferen Erdölpreise nochmals leicht ab.

In der Schweiz stiegen der private Konsum und die Investitionen im dritten Quartal kräftig, was sich auch in einem starken Zuwachs der realen Importe widerspiegelte. Das Wachstum der Exporte blieb dagegen mässig.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im Durchschnitt der Monate Juli bis Oktober um 2,0% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Unter dem Einfluss der etwas grosszügigeren Ultimopolitik der Nationalbank und des Rückgangs der ausländischen Zinssätze gaben die inländischen Zinsen nach. Der Anstieg des nominalen Wechselkursindex kam im Laufe der Sommermonate zum Stillstand. Namentlich gegenüber der D-Mark schwächte sich der Schweizer Franken leicht ab.

Innovationen an den Finanzmärkten (S. 255–262)

Die Entwicklung neuer Finanzinstrumente bildet neben der Globalisierung und der Liberalisierung ein weiteres Merkmal des gegenwärtigen Wandels an den internationalen Finanzmärkten.

Im Vergleich zum Ausland sind die schweizerischen Finanzmärkte aus verschiedenen Gründen wenig innovativ. So sind etwa die Kreditaufnahme des Staates und die Regulierungsdichte des Kapitalmarktes – andernorts ein Anreiz zur Schaffung neuer Finanzierungsinstrumente – verhältnismässig gering. Innovationen entwickelten sich in der Schweiz durchaus, wenn ein Bedarf bestand. So werden am Devisenmarkt vielseitige Absicherungsmöglichkeiten angeboten, und am Anleihenmarkt wurden Anleihen geschaffen, die das Währungsrisiko für ausländische Schuldner mindern. Der Innovationsdruck aus dem Ausland auf die Schweiz wird sich indessen verstärken. Namentlich im Bereich der Vermögensverwaltung wurden in den USA neue Techniken und Instrumente entwickelt, denen sich die Schweiz nicht entziehen kann. Die Innovationen setzen schliesslich auch die Aufsichtsbehörden unter Anpassungszwang: Die traditionelle Bankenaufsicht muss sich zur übergreifenden Finanzmarktaufsicht entwickeln, und die nationalen Aufsichtskonzepte sind auf internationaler Ebene mehr und mehr zu koordinieren.

Notenbankpolitische Aspekte des Zahlungsverkehrs (S. 263–269)

Neuerungen im Zahlungsverkehr wie das Swiss Interbank Clearing (SIC), das im Laufe des Jahres 1987 seinen Betrieb aufnehmen wird, sind für die Geldpolitik aus verschiedenen Gründen von Bedeutung. Zwei Aspekte stehen dabei aber im Vordergrund: Der Einfluss auf die Nachfrage nach Notenbankgeld sowie die Risiken des Zahlungsverkehrs, welche die Notenbank zum Eingreifen als «lender of last resort» zwingen könnten.

Sommaire

Objectif monétaire pour l'année 1987 (p. 210–212)

En accord avec le Conseil fédéral, la Direction générale de la Banque nationale suisse a décidé, pour l'année 1987, d'augmenter de 2% la monnaie centrale ajustée.

Situation économique et monétaire (p. 234–254)

Au troisième trimestre, la croissance du produit national brut réel s'est accélérée aux Etats-Unis, mais la conjoncture a faibli au Japon. En Europe, la croissance économique a continué approximativement au rythme observé au premier semestre. Grâce au bas niveau des prix pétroliers, le taux annuel de renchérissement a diminué encore légèrement, en moyenne, dans la zone de l'OCDE.

En Suisse, la consommation privée et les investissements ont augmenté vigoureusement au troisième trimestre, ce qui a entraîné un fort accroissement du volume des importations. La progression des exportations est restée cependant assez modeste.

Durant les mois de juillet à octobre, la monnaie centrale ajustée était en moyenne de 2% supérieure à son niveau de la période correspondante de 1985. Les taux d'intérêt ont fléchi, sur le marché suisse, grâce à la politique un peu plus souple que la Banque nationale a adoptée en matière de financement des échéances mensuelles et à la baisse des taux d'intérêt à l'étranger. La hausse de l'indice nominal du cours du franc a pris fin dans le courant du troisième trimestre. Le franc a faibli légèrement face au mark allemand notamment.

Les innovations sur les marchés financiers (p. 255–262)

Le développement de nouveaux instruments fi-

nanciers est un des aspects – avec la globalisation et la déréglementation – des mutations qui caractérisent actuellement les marchés financiers internationaux. Pour diverses raisons, le marché suisse est moins enclin à innover que les marchés étrangers; en Suisse, les recueils de fonds des collectivités publiques et la densité des réglementations – un facteur qui a stimulé la création de nouveaux instruments dans certains pays – sont relativement faibles. Des innovations se sont cependant développées en Suisse lorsqu'un besoin existait. Ainsi, maintes possibilités de couverture sont offertes sur le marché des changes et, dans le domaine des emprunts, les débiteurs étrangers peuvent recourir à des solutions qui réduisent les risques de change. Les développements à l'étranger inciteront toutefois de plus en plus à innover. Dans le domaine de la gestion de fortune par exemple, la Suisse ne pourra ignorer les techniques et les instruments qui ont été développés aux Etats-Unis. Les innovations contraignent aussi les autorités de surveillance à s'adapter; la surveillance bancaire traditionnelle devra s'étendre davantage aux marchés financiers et la coopération entre les autorités nationales devra se renforcer.

Trafic des paiements et politique de l'institut d'émission (p. 263–269)

Les innovations dans le trafic des paiements – le Swiss Interbank Clearing (SIC), qui sera mis en service en 1987, en est une – ne sont de loin pas négligeables pour la politique monétaire. Deux aspects revêtent à cet égard une importance particulière: l'influence sur la demande de monnaie centrale et les risques qui pourraient amener la banque centrale à intervenir en qualité de «lender of last resort».

Sommario

Obiettivo monetario per il 1987 (p. 207–212)

La direzione generale della Banca nazionale svizzera, in accordo con il Consiglio federale, ha deciso per il 1987 di aumentare la base monetaria epurata del 2%.

Situazione economica e monetaria (p. 213–254)

Durante il terzo trimestre la crescita del prodotto nazionale lordo reale si è accelerata negli Stati Uniti, mentre in Giappone la congiuntura si è indebolita. In Europa la crescita economica si è mantenuta sugli stessi ritmi osservati nel corso del primo semestre. In seguito al basso livello dei prezzi petroliferi il tasso annuale medio di rincaro nella zona dell'OCSE è ancora diminuito leggermente.

In Svizzera il consumo privato e gli investimenti sono aumentati vigorosamente durante il terzo trimestre, ciò che ha provocato un forte aumento nel volume delle importazioni. La progressione delle esportazioni, per contro, è rimasta modesta.

Tra luglio e ottobre il livello della base monetaria epurata era in media del 2% superiore a quello raggiunto nello stesso periodo del 1985. I tassi d'interesse sul mercato svizzero sono diminuiti grazie sia alla politica più flessibile che la Banca nazionale ha adottato in materia di finanziamento delle scadenze mensili, sia alla diminuzione dei tassi di interesse all'estero. L'aumento dell'indice nominale del corso del franco si è arrestato durante il terzo trimestre. Il franco si è indebolito leggermente soprattutto nei confronti del marco tedesco.

Le innovazioni sui mercati finanziari (p. 255–262)

L'introduzione di nuovi strumenti finanziari è uno degli aspetti – con la globalizzazione e la derego-

lamentazione – del mutamento che caratterizza attualmente i mercati finanziari internazionali. Per diverse ragioni, il mercato svizzero è meno propenso all'innovazione che non i mercati esteri; in Svizzera la raccolta di fondi da parte degli enti pubblici e le regolamentazioni – fattori questi che hanno stimolato la creazione di nuovi strumenti in certi paesi – sono fenomeni relativamente contenuti. Comunque anche in Svizzera alcune innovazioni si sono sviluppate a seguito di un bisogno in tal senso. Ad esempio, parecchie possibilità di copertura sono offerte sul mercato dei cambi e, nell'ambito dei prestiti obbligazionari, sono stati introdotti nuovi strumenti che permettono di ridurre i rischi di cambio per i debitori stranieri. Gli sviluppi all'estero inciteranno sempre di più all'innovazione anche in Svizzera. Nel campo della gestione di patrimoni, ad esempio, la Svizzera non potrà ignorare le tecniche e gli strumenti che si sono sviluppati negli Stati Uniti. Le innovazioni obbligano anche le autorità di sorveglianza ad adattarsi alla nuova situazione; la sorveglianza bancaria tradizionale dovrà estendersi maggiormente ai mercati finanziari e la cooperazione tra le autorità nazionali dovrà essere rafforzata.

Sistema dei pagamenti e politica dell'istituto di emissione (p. 263–269)

Per quel che concerne il sistema dei pagamenti, le innovazioni – tra le quali il Swiss Interbank Clearing (SIC) che sarà messo in funzione nel 1987 – possono esercitare un'influenza sulla politica monetaria per differenti ragioni. In questo ambito due aspetti rivestono particolare importanza: l'influenza sulla domanda di moneta centrale e i rischi che potrebbero indurre la banca centrale a dover intervenire in qualità di prestatore di ultima istanza.

Abstracts

Money Supply Target for 1987 (pp. 207–212)

The Governing Board of the Swiss National Bank has decided, in agreement with the Federal Government, to set the money supply target for the adjusted monetary base at 2% in 1987.

Economic and Monetary Developments (pp. 213–254)

In the third quarter real GDP growth in the United States accelerated slightly while the economic climate in Japan cooled. In Europe, economic growth proceeded at approximately the same pace as in the first six months of the year. As a result of the low oil prices the average inflation rate in the OECD countries showed another slight decline.

In Switzerland private consumption and capital investments picked up markedly in the third quarter, a development that was duly reflected in a strong increase in real imports. The expansion of exports, on the other hand, remained modest.

From July through October the adjusted monetary base on average exceeded the previous year's level by 2%. Under the influence of a somewhat more relaxed end-of-month financing policy pursued by the National Bank and the decline in foreign interest rates, domestic interest rates also decreased. The rise in the nominal exchange rate index slowed to a standstill in the course of the summer. The Swiss franc weakened slightly, notably against the D-mark.

Innovations on the Financial Markets (pp. 255–262)

In addition to globalisation and liberalisation, the development of new financial instruments is another feature of the changes currently affecting the international markets. Compared with other countries, the Swiss financial markets are, for a number of reasons, not very innovative. As

an example, the extent of government borrowing and capital market regulation, which in other centres provide incentives for the creation of new financial instruments, is comparatively modest. However, innovation activity has always unfolded in Switzerland whenever the need arose. On the foreign exchange market, for instance, a large variety of hedging facilities is provided while on the bond market new instruments that reduce the currency risk for foreign borrowers have been introduced. The innovation pressure on Switzerland from abroad will increase. In the US, new techniques and instruments have been developed, notably in the field of portfolio management, which Switzerland cannot ignore. Innovations, finally, also put the supervisory authorities under pressure to adapt: traditional banking supervision will have to evolve into a comprehensive form of financial market supervision and national surveillance concepts need to be increasingly coordinated on an international level.

Central Banking and Innovations in the Payment System (pp. 263–269)

Innovations in the payment system such as Swiss Interbank Clearing (SIC), which will come into operation in the course of 1987, are significant for monetary policy for a number of reasons. However, two aspects are of primary importance: the extent to which demand for central bank money will be influenced, and the risks which could force the National Bank to intervene as a lender of last resort.

Das Geldmengenziel für das Jahr 1987

1. Unverändertes Ziel für 1987

Im Einvernehmen mit dem Bundesrat hat das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank das Geldmengenziel für 1987 wiederum auf 2% festgelegt. Damit setzt die Nationalbank den im letzten Jahr verfolgten geldpolitischen Kurs fort. Die Nationalbank ist nach wie vor der Ansicht, eine Ausdehnung der bereinigten Notenbankgeldmenge um 2% stehe in Einklang mit ihren Bemühungen, längerfristig ein inflationsfreies Wirtschaftswachstum zu gewährleisten. Wie üblich ist das Geldmengenziel als Richtlinie zu verstehen. Die Nationalbank behält sich vor, bei unvorhergesehenen Entwicklungen davon abzuweichen.

2. Ausblick auf das Jahr 1987

Bei der Festlegung des Geldmengenziels ging die Nationalbank von der realistischen Annahme aus, dass eine Änderung des Angebots an Notenbankgeld keine unmittelbare Wirkung auf das reale Bruttoinlandprodukt und das Preisniveau ausübt. Die Produktions- und die Preisentwicklung im Jahre 1987 können damit durch die Nationalbank nicht mehr wesentlich beeinflusst werden.

Nach Auffassung der Nationalbank dürfte das reale Bruttoinlandprodukt im Jahre 1987 mit gut 2% ungefähr gleich stark wie im Jahre 1986 zunehmen. Infolge der ungewissen Wachstumsaussichten des Welthandels und der schweizerischen Exporte sind die Voraussagen für das inländische Realwachstum im Jahre 1987 jedoch mit vergleichsweise grossen Unsicherheitsmomenten behaftet. Die Teuerungsrate dürfte wieder leicht steigen, da sich die Wirkung der Dollarabwertung und des Erdölpreiserfalls auf das schweizerische Preisniveau abschwächen wird. Das Ausmass der Teuerungsbeschleunigung wird weitgehend von der Konjunktorentwicklung abhängen. Entspricht das Realwachstum den Vorstellungen der Nationalbank, dürfte der Kon-

sumentenpreisindex im Jahre 1987 um etwas weniger als 2% über den Vorjahresstand steigen.

Aufgrund der prognostizierten Zunahme des realen Bruttoinlandprodukts und der Konsumentenpreise dürfte sich das Jahreswachstum des Notenumlaufs, das seit Anfang 1986 kontinuierlich stieg, in den kommenden Monaten nicht mehr weiter erhöhen. Die Nationalbank rechnet für 1987 mit einem Jahreswachstum des Notenumlaufs von rund 2%. Die Nachfrage der Banken nach Giroguthaben bei der Nationalbank dürfte etwas stärker steigen als der Notenumlauf. Eine Unsicherheit besteht freilich in bezug auf die im Jahre 1987 geplante Einführung des neuen schweizerischen Interbanken-Zahlungssystems, Swiss Interbank Clearing (SIC), das sich in den kommenden Jahren auf die Nachfrage der Banken nach Giroguthaben auswirken wird. Dieser Einfluss ist bei der Prognose der Geldnachfrage noch nicht berücksichtigt, weil das neue Zahlungsverkehrssystem erst im Laufe des Jahres 1987 voll operationsfähig sein dürfte. SIC-bedingte Verschiebungen der Geldnachfrage dürften sich daher vorerhand in Grenzen halten. Alles in allem rechnet die Nationalbank mit einer Zunahme der Nachfrage nach Notenbankgeld von gut 2%. Bei einer Ausweitung des Geldangebots von 2% dürfte der von der Nationalbank in Aussicht genommene geldpolitische Kurs kaum Spielraum für eine weitere Senkung der inländischen Zinssätze bieten.

Wie bisher wird die Nationalbank die bereinigte Notenbankgeldmenge im Laufe des Jahres 1987 nicht kontinuierlich ausweiten, sondern den saisonalen Schwankungen der Geldnachfrage Rechnung tragen. Erfahrungsgemäss nimmt der Notenumlauf am Jahresende vorübergehend zu. Am Ende von geraden Jahren ist die saisonale Spitze des Notenumlaufs normalerweise besonders ausgeprägt. Dies hängt mit der Tatsache zusammen, dass auf Bundesebene und in vielen Kantonen die Einkommens- und Vermögenssteuern alle zwei Jahre veranlagt werden, wobei das am Ende von geraden Jahren ausgewiesene Vermögen für die Steuerberechnung massge-

bend ist. Anscheinend sind viele Steuerzahler bestrebt, zum Veranlagungszeitpunkt einen Teil ihres Vermögens vorübergehend in Banknoten umzuwandeln.¹ Aus diesem Grunde dürfte die bereinigte Notenbankgeldmenge ihren Vorjahresstand Anfang 1987 noch verhältnismässig stark übersteigen. Die monatlichen Jahreszuwachsrate für die bereinigte Notenbankgeldmenge werden im ersten Quartal 1987 tendenziell über 2% und in den letzten drei Monaten eher unter 2% liegen, sofern die Nationalbank das angekündigte Ziel genau erreicht.

3. Einfluss des SIC auf die Geldpolitik

Obwohl die Einführung des SIC die Kassahaltung der Banken im Jahre 1987 noch nicht wesentlich beeinflussen dürfte, hat die Nationalbank erste Überlegungen zu den geldpolitischen Wirkungen des neuen Zahlungssystems angestellt. Die Neuerung im Zahlungsverkehr wird die schweizerische Geldpolitik voraussichtlich in zweierlei Hinsicht beeinflussen.

Einerseits könnte sie schwer prognostizierbare Verschiebungen der Nachfrage nach Notenbankgeld verursachen, welche die geldpolitische Aussagekraft der Notenbankgeldmenge mindern. Längerfristig dürfte der Einzug der Elektronik im Zahlungsverkehr den Banken ermöglichen, ihre Giro Guthaben bei der Nationalbank zu verringern. Dabei wird es sich um einen einmaligen, aber allmählichen Rückgang der Geldnachfrage handeln. Dies bedeutet, dass die Nationalbank das längerfristig anzustrebende Geldmengenziel von 2% während einer gewissen Zeit möglicherweise stark unterschreiten muss. Eine permanente Kürzung des Ziels von 2% scheint hingegen nicht nötig. Besonders schwer abzuschätzen ist die Nachfrage nach Notenbankgeld in der Anfangsphase des SIC, weil die Einzelheiten der Einführung des neuen Zahlungssystems noch nicht geregelt sind.

Da SIC-bedingte Verschiebungen der Geldnachfrage nicht zuverlässig prognostiziert werden können, hat die Nationalbank davon abgesehen, bei der Festlegung des Geldmengenziels mögliche Wirkungen des neuen Zahlungssystems auf die Kassahaltung der Banken explizit zu berücksichtigen.

Sie hat sich vielmehr für ein pragmatisches Vorgehen entschieden, das darin besteht, die Zweckmässigkeit des von ihr verfolgten geldpolitischen Kurses laufend zu überprüfen, SIC-bedingte Verschiebungen der Geldnachfrage soweit als möglich zu identifizieren und entsprechende Zielabweichungen vorzunehmen. Zu diesem Zweck wird sie die Entwicklung einer Reihe von Indikatoren verfolgen, die Angaben über derartige Verschiebungen der Geldnachfrage liefern könnten. In Frage kommen vor allem die Geldmenge M_1 und die Zinsentwicklung. Da die Einführung des SIC hauptsächlich die Kassahaltung der Banken beeinflusst, dürfte die geldpolitische Aussagekraft der Geldmenge M_1 , die im Unterschied zur Notenbankgeldmenge nur die Kassabestände der Nichtbanken umfasst, durch das neue Zahlungssystem nicht wesentlich verzerrt werden.

Andererseits beeinträchtigt die Einführung des SIC möglicherweise die Kontrollierbarkeit der Notenbankgeldmenge. Allerdings dürften kaum schwerwiegende Steuerungsprobleme auftreten, sofern sichergestellt ist, dass die Banken zur Abwicklung des Zahlungsverkehrs auch inskünftig genügend hohe Giro Guthaben halten. Die Nationalbank hat sich daher stets für eine SIC-Lösung eingesetzt, die eine definitive Verrechnung von Zahlungen unter den Banken mit Notenbankgeld vorsieht. Für eine ausführlichere Darlegung der geldpolitischen Problematik des SIC sei auf den Aufsatz von M. Granzio in diesem Heft verwiesen.

4. Eine alternative Zielgrösse?

Sollte sich das skizzierte Vorgehen als unzureichend erweisen, würde die Nationalbank eine Änderung ihrer Zielgrösse in Betracht ziehen. In Frage käme die Geldmenge M_1 , welche die Nationalbank schon von 1975 bis 1978 als Zielgrösse verwendete. Ökonometrische Untersuchungen der Nationalbank deuten darauf hin, dass sich die

¹ Vgl. F. Ettlín und R. Fluri, Der Einfluss der Steuerveranlagung auf den Notenumlauf – Identifikation und Quantifizierung, in: Geld, Währung und Konjunktur, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, 4. Jhg., September 1986, S. 194–99.

Geldmenge M_1 in der Vergangenheit tendenziell ähnlich entwickelte wie die bereinigte Notenbankgeldmenge. Beschränkte die Nationalbank das Wachstum von M_1 auf 2%, könnte sie damit rechnen, längerfristig ein stabiles Preisniveau zu erreichen.

Die Wahl von M_1 wäre freilich mit zwei schwerwiegenden Nachteilen verbunden. Zum einen würde die Steuerung dieses Aggregats beträchtliche Probleme aufwerfen. Das von der Nationalbank in der Periode 1975–78 entwickelte System der Steuerung von M_1 wäre bei schwer prognostizierbaren Verschiebungen der Nachfrage nach Giroguthaben kaum anwendbar. Damals beeinflusste die Nationalbank das Wachstum von M_1 über die Notenbankgeldmenge. Aufgrund einer Prognose der zu erwartenden Veränderungen des Geldmultiplikators (Verhältnis von M_1 zur Notenbankgeldmenge) leitete sie aus dem Wachstumsziel für M_1 ein entsprechendes Ziel für die Notenbankgeldmenge ab. Dieses diente der Nationalbank als interne Richtschnur für den Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente. Bei SIC-bedingten Verzerrungen in der Nachfrage nach Giroguthaben wäre jedoch der Geldmultiplikator selbst instabil und zumindest in der Anfangsphase schwer prognostizierbar. Daher wäre die Steuerung von M_1 via Notenbankgeldmenge zum Scheitern verurteilt.

Als alternativer Steuerungsmechanismus würde sich eine Beeinflussung von M_1 über die Zinssätze am Geldmarkt anbieten. Diese im Ausland mit unterschiedlichem Erfolg verwendete Methode wäre im Prinzip auch in der Schweiz durchführbar. Überträte beispielsweise das Wachstum von M_1 die Zielvorgabe, so müssten die Zinssätze erhöht werden. Zu diesem Zweck würde die Nationalbank den Banken Devisenswaps zu höheren Sätzen offerieren. Da erfahrungsgemäss die Nachfrage nach M_1 als Folge einer Zinssteigerung zurückgeht, könnte die Geldpolitik so wieder auf Zielkurs gebracht werden.

Ob sich dieser Steuerungsmechanismus in der Praxis bewähren würde, ist schwer vorauszusagen. Mit grosser Wahrscheinlichkeit träten mindestens drei Probleme auf:

– Die Steuerung von M_1 wäre unpräzise. Ziel-

abweichungen während einiger Monate müssten in Kauf genommen werden.

- Zielabweichungen würden bei den Banken Spekulationen über Zinsänderungen auslösen, was die Zinsschwankungen am Geldmarkt verstärken könnte.
- Ganz allgemein würde der Zinssatz vermehrt ins wirtschaftspolitische Gesichtsfeld rücken, da Zinsänderungen nicht mehr ein *Resultat*, sondern ein *Instrument* der Geldpolitik wären. Ausländische Erfahrungen zeigen, dass notwendige Zinsanpassungen aus politischen Gründen häufig zu spät erfolgen.

Ein weiterer Nachteil läge darin, dass die strikte Erfüllung eines jährlichen Wachstumsziels für M_1 die Wechselkursschwankungen vergrössern könnte. In den letzten Jahren war eine starke vorübergehende Abschwächung des Schweizer Frankens am Devisenmarkt häufig mit einem vorübergehenden Zinsanstieg verbunden. Umgekehrt bewirkte eine Aufwertung des Schweizer Frankens einen Zinsrückgang. So erklärt sich die Erhöhung der Zinssätze am schweizerischen Geldmarkt im Jahre 1984 und Anfang 1985 zumindest teilweise aus dem damaligen massiven Kursrückgang des Schweizer Frankens gegenüber dem Dollar. Der Zinsauftrieb führte mit einer Verzögerung von einigen Monaten zu einer deutlichen Verringerung des Jahreswachstums von M_1 , das im Durchschnitt des Jahres 1985 0% betrug. Hätte die Nationalbank beispielsweise im Jahre 1985 ein M_1 -Ziel von 2% festgelegt, so hätte sie, um dieses Ziel zu erreichen, einen expansiveren geldpolitischen Kurs verfolgen müssen, als der Fall war.²

² Für eine eingehende Analyse der Wirkungen von alternativen Geldmengenzielen auf den Wechselkurs, vgl. G. Rich, Die Inflationsbekämpfung als Aufgabe der schweizerischen Geldpolitik, in: Geld, Währung und Konjunktur, Quartalshft der Schweizerischen Nationalbank, 3. Jhg., März 1985, S. 60–69.

Objectif monétaire pour l'année 1987

1. Objectif inchangé

En accord avec le Conseil fédéral, la Direction générale de la Banque nationale suisse a fixé à 2% l'objectif monétaire pour l'année 1987. La Banque nationale maintiendra donc le cours qu'elle a donné à sa politique en 1986, année pour laquelle l'objectif était déjà de 2%. Elle estime qu'une expansion de 2% de la monnaie centrale ajustée reste compatible avec ses efforts pour assurer, à moyen terme, une croissance économique sans inflation. Comme précédemment, l'objectif monétaire a le caractère d'une ligne directrice. La Banque nationale se réserve de s'en écarter, en cas d'évolution imprévue.

2. Perspectives pour l'année 1987

La Banque nationale a fixé son objectif monétaire en partant de l'hypothèse réaliste qu'une modification de l'offre de monnaie centrale n'exerce aucun effet immédiat sur le produit intérieur brut réel et sur le niveau des prix. L'institut d'émission ne peut donc plus influencer sensiblement sur l'évolution de la production et des prix en 1987.

Pour la Banque nationale, le produit intérieur brut réel progressera vraisemblablement à un rythme assez proche de celui de 1986, soit à un peu plus de 2%. Les pronostics étant incertains au sujet de l'évolution du commerce mondial et des exportations suisses, de gros facteurs d'incertitude entachent les prévisions pour l'année 1987 en matière de croissance réelle de l'économie suisse. Le taux de renchérissement augmentera vraisemblablement quelque peu, car les effets de la baisse du dollar et de la chute des prix pétroliers sur le niveau des prix en Suisse s'estomperont en 1987. L'ampleur de l'accélération du renchérissement dépendra dans une forte mesure de l'évolution de la conjoncture. Si la croissance réelle correspond à l'attente de la Banque nationale, l'indice des prix à la consommation enregistrera probablement une hausse de près de 2% en 1987.

Etant donné l'évolution prévue du produit intérieur brut et des prix à la consommation, le taux annuel de croissance des billets en circulation, qui s'est inscrit continuellement en hausse à partir du début de 1986, devrait se stabiliser ces prochains mois. La Banque nationale s'attend à une expansion des billets en circulation de quelque 2% en 1987. La demande d'avoirs en comptes de virements augmentera sans doute un peu plus fortement que celle de billets en circulation. Une incertitude découle évidemment de l'introduction, prévue en 1987, du nouveau système de paiements interbancaires, le «Swiss Interbank Clearing» (SIC), qui devrait influencer ces prochaines années sur la demande d'avoirs en comptes de virements. Ces glissements de la demande de monnaie n'ont pas été pris en considération dans les prévisions ci-dessus, car le nouveau système de paiements exigera du temps avant d'être pleinement opérationnel. Les déplacements que la demande de monnaie enregistrera du fait du SIC devraient donc rester limités dans la phase qui suivra la mise en service du nouveau système. Tout compte fait, la Banque nationale table sur une augmentation d'un peu plus de 2% de la demande de monnaie centrale. Le cours qu'elle entend donner à sa politique monétaire – croissance de 2% de l'offre de monnaie – ne laisse par conséquent guère de marge de manœuvre pour de nouvelles baisses des taux d'intérêt en Suisse.

Comme elle l'a fait pendant les années précédentes, la Banque nationale relèvera la monnaie centrale ajustée en tenant compte des fluctuations saisonnières de la demande, et non de façon continue. L'expérience montre que la circulation des billets augmente temporairement en fin d'année. Ce mouvement saisonnier est généralement plus marqué les années paires que les années impaires, du fait que la Confédération et de nombreux cantons appliquent, pour les impôts sur le revenu et la fortune, une taxation bisannuelle. L'état de la fortune à la fin des années paires étant déterminant pour le calcul des impôts, de nombreux contribuables s'efforcent apparemment de convertir temporairement

une partie de leurs dépôts en billets de banque¹. Pour cette raison, la monnaie centrale ajustée devrait, au début de 1987, dépasser encore assez fortement son niveau de la période correspondante de 1986. Les taux annuels de croissance qui seront calculés chaque mois seront plutôt supérieurs à 2% au premier trimestre et plutôt inférieurs à 2% au quatrième trimestre, si la Banque nationale atteint avec précision l'objectif qu'elle s'est fixé.

3. Influence du SIC sur la politique monétaire

En 1987, l'introduction du SIC n'aura vraisemblablement pas encore d'influences sensibles sur les encaisses des banques. Les répercussions que le SIC aura sur la politique monétaire ont cependant déjà fait l'objet de premières réflexions. Ce système devrait influencer sur la politique monétaire suisse sous deux angles.

Premièrement, le SIC entraînera probablement des déplacements, difficiles à prévoir, de la courbe de la demande de monnaie centrale, ce qui pourrait altérer la qualité de cet agrégat en tant qu'indicateur de la politique monétaire. A moyen terme, l'introduction de l'électronique dans le trafic des paiements permettra aux banques de réduire leurs avoirs en comptes de virements à l'institut d'émission; la demande de monnaie enregistrera une diminution unique, mais dont les effets ne se feront sentir que graduellement. Par conséquent, la Banque nationale devra maintenir pendant un certain temps la croissance de la monnaie centrale à un niveau peut-être très nettement inférieur à l'objectif de 2% qu'elle vise à moyen terme. Une réduction permanente de l'objectif de 2% ne paraît toutefois pas nécessaire. L'estimation de la demande de monnaie centrale sera particulièrement difficile dans la phase initiale du SIC, étant donné que les détails de l'introduction du nouveau système n'ont pas encore été réglés.

Comme les effets du SIC sur la demande de monnaie ne peuvent faire l'objet de prévisions sûres, la Banque nationale s'est abstenue, lors de la fixation de l'objectif monétaire, de tenir compte explicitement des répercussions possibles du nouveau système de paiement. Elle a

choisi en effet d'adopter une attitude pragmatique, qui consistera à examiner continuellement si le cours de sa politique monétaire reste adéquat, à identifier aussi rapidement que possible des déplacements de la demande de monnaie dus au SIC et à s'écarter, dans la mesure nécessaire, de son objectif. A cette fin, elle suivra une série d'indicateurs qui peuvent renseigner sur de tels déplacements de la demande. Parmi ces indicateurs figurent avant tout la masse monétaire M_1 et les taux d'intérêt. L'introduction du SIC influant principalement sur les encaisses détenues par les banques, la portée de M_1 , en tant qu'indicateur de la politique monétaire ne devrait pas être sensiblement altérée par le nouveau système de paiement. En effet, contrairement à la monnaie centrale, M_1 se compose uniquement des encaisses du secteur non bancaire.

Deuxièmement, l'introduction du SIC pourrait influencer sur la possibilité de gérer la monnaie centrale. De gros problèmes de gestion ne devraient cependant guère apparaître si les banques, pour le déroulement du trafic des paiements, détiennent à l'avenir également un niveau suffisamment élevé d'avoirs en comptes de virements. C'est pourquoi, la Banque nationale a toujours soutenu la recherche d'une solution prévoyant la compensation définitive des paiements interbancaires au sein du SIC par de la monnaie centrale. L'article de M. Granzio, qui est publié dans ce numéro, décrit plus en détail cet aspect des problèmes que le SIC pose à la politique monétaire.

4. Un autre objectif monétaire?

Si la stratégie décrite ci-dessus s'avérait inadaptée, la Banque nationale devrait envisager le choix d'une autre cible pour sa politique monétaire. Elle pourrait se tourner vers M_1 , un agrégat qu'elle a déjà utilisé entre 1975 et 1978. Des études économétriques faites à la Banque nationale montrent que M_1 a suivi une tendance sem-

¹ Voir F. Ettlín et R. Flürli, Der Einfluss der Steuerveranlagung auf den Notenumlauf – Identifikation und Quantifizierung, Monnaie et conjoncture, bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, 4e année, sept. 1986, pages 194 à 199.

blable à celle de la monnaie centrale ajustée. En limitant à 2% la croissance de M_1 , l'institut d'émission pourrait compter atteindre, à moyen terme, un niveau des prix stable.

Le choix de M_1 entraînerait évidemment deux gros inconvénients. Le premier vient du fait que la gestion de cet agrégat soulèverait d'importants problèmes. Le système que la Banque nationale avait développé pour gérer M_1 de 1975 à 1978 ne serait guère applicable dans une phase où les déplacements de la demande d'avoirs en comptes de virements sont difficilement prévisibles. A l'époque, la Banque nationale influait sur la croissance de M_1 , en agissant sur la monnaie centrale. Se fondant sur une prévision concernant la variation du rapport entre M_1 et la monnaie centrale – le multiplicateur –, elle établissait à partir de son objectif de croissance en termes de M_1 l'objectif correspondant en termes de monnaie centrale. Cet objectif servait à la Banque nationale de ligne directrice, sur le plan interne, pour la mise en œuvre des instruments de gestion monétaire. Dans une période où la demande d'avoirs en comptes de virements subit des distorsions dues au SIC, le multiplicateur est lui-même instable et, dans la phase initiale du SIC tout particulièrement, son évolution serait difficile à prévoir. Une gestion de M_1 par une action sur la monnaie centrale serait par conséquent vouée à l'échec.

Une solution de rechange pourrait consister à gérer M_1 en agissant sur les taux d'intérêt du marché monétaire. Cette méthode, utilisée à l'étranger avec des succès divers, serait en principe praticable en Suisse aussi. Si, par exemple, la croissance de M_1 dépassait l'objectif annoncé, les taux d'intérêt devraient être relevés sur le marché monétaire; pour ce faire, la Banque nationale offrirait aux banques des swaps devises contre francs à des taux plus élevés. Comme l'expérience montre que la demande de M_1 fléchit après une hausse des taux d'intérêt, il serait possible de ramener ainsi le cours de la politique monétaire vers l'objectif.

Il est cependant difficile de dire si, dans la pratique, ce mécanisme fonctionnerait de façon satisfaisante. Trois problèmes au moins apparaîtraient très vraisemblablement:

- La gestion de M_1 serait imprécise; des écarts par rapport à l'objectif devraient être tolérés pendant plusieurs mois.
- Ces écarts inciteraient les banques à spéculer sur les variations de taux d'intérêt, ce qui pourrait amplifier les fluctuations des taux sur le marché monétaire.
- Les taux d'intérêt occuperaient toujours plus le devant de la scène, car leurs variations seraient un *instrument* de la politique monétaire et non plus le *résultat* de celle-ci. Les expériences faites à l'étranger montrent que, souvent, les adaptations nécessaires des taux d'intérêt sont retardées pour des motifs politiques.

Le deuxième inconvénient est lié au fait que la réalisation de l'objectif annuel de croissance de M_1 pourrait accroître les fluctuations des cours de change. Ces dernières années, les phases d'affaiblissement temporaire du franc sur les marchés des changes ont été liées souvent à des augmentations passagères des taux d'intérêt. Inversement, les mouvements de hausse du franc ont engendré souvent des baisses du taux d'intérêt. Ainsi, l'augmentation que les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse ont enregistrée en 1984 et au début de 1985 s'explique en partie au moins par le vif repli du franc face au dollar. Cette hausse des taux a entraîné, avec un décalage de quelques mois, une nette diminution du rythme d'expansion de M_1 , et le taux annuel de croissance de cet agrégat s'est inscrit en moyenne à 0% en 1985. Si la Banque nationale avait eu, pour l'année 1985, un objectif de 2% en termes de M_1 , elle aurait dû, pour atteindre son objectif, mener une politique monétaire plus expansionniste que celle qu'elle a suivie.

² Pour une analyse plus approfondie des effets que des objectifs monétaires en termes d'autres agrégats peuvent avoir sur les cours de change, voir G. Rich, Die Inflationsbekämpfung als Aufgabe der schweizerischen Geldpolitik, Monnaie et conjoncture, bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, 3e année, mars 1985, pages 60 à 69.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage*
für die Sitzung des Bankrats vom 19. Dezember 1986

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

1. Überblick

Konjunkturentwicklung

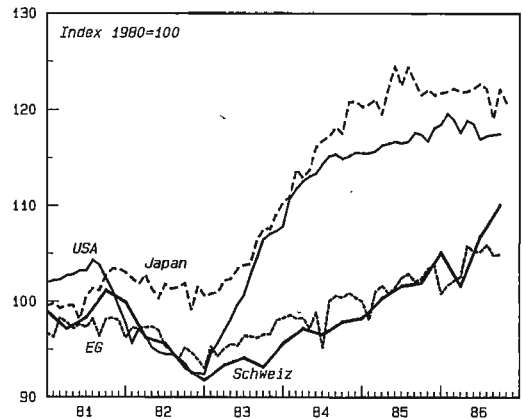
Die Konjunkturlage blieb im OECD-Raum im dritten Quartal 1986 günstig. In den Vereinigten Staaten stieg das reale Bruttosozialprodukt nach der Wachstumsabschwächung im zweiten Quartal wieder stärker, und in den europäischen Ländern setzte sich das Wirtschaftswachstum ungefähr im gleichen Rhythmus wie im ersten Halbjahr fort. Die konjunkturellen Impulse gingen vor allem von der Binnennachfrage aus, während die Exporte nur noch wenig zum Wachstum beitrugen. Der Aufwärtstrend widerspiegelte sich auch in der Industrieproduktion, die im dritten Quartal weiter zunahm. Infolge geringerer Exporte kühlte sich dagegen das Konjunkturklima in Japan merklich ab. Im Gegensatz zu den europäischen Industrieländern vermochte die inländische Nachfrage in Japan die negativen Impulse aus dem Exportsektor nicht wettzumachen.

Der tiefe Erdölpreis sowie die Wechselkursbedingte Verbilligung der Importe wirkten sich im dritten Quartal auf die Leistungsbilanzen der meisten OECD-Länder positiv aus. Namentlich erzielten die Bundesrepublik Deutschland und Japan Rekordüberschüsse. Dagegen verschlechterten sich die Leistungsbilanzen der erdöllexportierenden Industrie- und Entwicklungsländer. Besonders betroffen waren Grossbritannien, Norwegen sowie Mexiko und Nigeria.

Getrübt wurde die insgesamt gute Wirtschaftslage im OECD-Raum durch die weiterhin hohe

* Der Bericht wurde Mitte November abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im August, September und Oktober 1986 bekannt wurden.

Grafik 1: Industrieproduktion



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

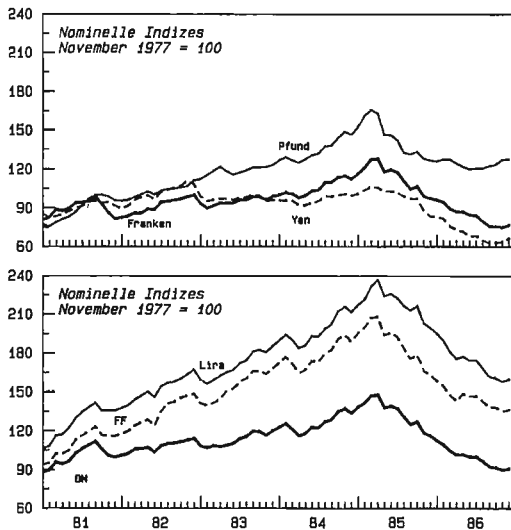
Arbeitslosigkeit. Zwar nahm die Beschäftigung zu, doch wuchs auch die aktive Bevölkerung. Insgesamt waren unverändert rund 8% der erwerbsfähigen Bevölkerung arbeitslos.

Die durchschnittliche Inflationsrate in den OECD-Ländern betrug im dritten Quartal 2,4%, in den grossen Industrieländern sogar nur 1,7%. Infolge des beschleunigten Geldmengenwachstums in wichtigen Industrieländern könnten die Teuerungsraten längerfristig indessen wieder steigen.

Wirtschaftspolitik

Das Wachstum der Geldmengenaggregate der grossen Industrieländer lag im dritten Quartal entweder deutlich über den angestrebten Werten oder nahe am oberen Rand der Zielkorridore. Die Beschleunigung des Geldmengenwachstums ist hauptsächlich auf drei Ursachen zurückzuführen. Zum einen versuchten verschiedene

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Länder mit Hilfe einer expansiven Geldpolitik die inländischen Zinssätze zu senken und das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Der starke Rückgang der Inflation begünstigte dabei die Meinung, die Wirtschaft lasse sich mit geldpolitischen Mitteln stimulieren, ohne die Gefahr eines erneuten Teuerungsschubs heraufzubeschwören. Zum andern schlug sich die deutliche Mässigung der Inflationserwartungen in einigen Ländern – insbesondere in den Vereinigten Staaten – in einem stärkeren Rückgang der Nominalzinssätze nieder, als bei der Festlegung der Geldmengenziele angenommen wurde. Das Wachstum der Nachfrage nach M_1 übertraf daher die prognostizierten Werte, und das Geldangebot wurde entsprechend angepasst. Schliesslich führte der Abbau von staatlichen Regulierungen und die rege Innovationsstätigkeit auf den Finanzmärkten vor allem in den angelsächsischen Ländern zu einer Aufblähung der Geldaggregate.

Die Fiskalpolitik in den grossen Industrieländern weist nach wie vor grosse Unterschiede auf. Während sich das Budgetdefizit der Vereinigten Staaten im Fiskaljahr 1985/86 erneut ausweitete, kann namentlich in der Bundesrepublik Deutschland mit einem weiteren Rückgang gerechnet werden. Der französische und der deutsche

Budgetentwurf sehen für das Jahr 1987 nur ein geringes Wachstum der Staatsausgaben vor. Eine stimulierende Wirkung erhofft man sich namentlich in Frankreich von der Reduktion der Steuerbelastung. Angesichts der markanten Wachstumsabschwächung verabschiedete die japanische Regierung ein Zusatzbudget zur Stimulierung der Binnennachfrage.

Devisenmarkt

Der Kurs des Dollars schwächte sich im dritten Quartal gegenüber allen wichtigen Währungen mit Ausnahme des britischen Pfundes und des Yen weiter leicht ab. Anfang Oktober fiel der Dollar gegenüber der D-Mark zeitweilig unter die Grenze von 2 D-Mark. Um einen weiteren Zerfall der amerikanischen Währung zu verhindern, intervenierten verschiedene europäische Zentralbanken am Devisenmarkt. Die Schweizerische Nationalbank nahm ebenfalls an dieser koordinierten Aktion teil. Innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) war die D-Mark im dritten Quartal wieder die stärkste Währung. Es entstanden aber keine nennenswerten Spannungen, welche die Zentralbanken zu grösseren Interventionen gezwungen hätten.

Auf handelsgewichteter Basis lag der Dollar im Durchschnitt des dritten Quartals nominal und real um 20% unter dem Vorjahresstand, wobei er gegenüber dem japanischen Yen überdurchschnittlich stark an Wert einbüsste. Der handelsgewichtete Aussenwert des japanischen Yen stieg nominal und real um 32% bzw. 39%.

Monetäre Zusammenarbeit und internationale Verschuldung

Die Jahresversammlungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Weltbank im September setzten in der Verschuldungsproblematik keine neuen Akzente. Die Mitgliedländer beschlossen den erweiterten Zugang zu den Fazilitäten des IWF im Jahre 1987 auf dem gegenwärtigen Niveau aufrechtzuerhalten und begrüsst die Schaffung einer Fazilität zur Erleichterung von strukturellen Anpassungen. Ferner unterstrichen sie die Bedeutung der Baker-Initiative, ins-

besondere der flexibleren Gestaltung der Anpassungsprogramme durch den IWF. An der Jahresversammlung der Weltbank wurde die Bedeutung eines wachsenden Anteils von sektoriellen Darlehen sowie von Krediten zur Unterstützung wirtschaftspolitischer Anpassungsprogramme unterstrichen.

Bezüglich des internationalen Währungssystems wurden die Vorzüge flexibler Wechselkurse unter den gegebenen Umständen hervorgehoben. Zur Bekämpfung der starken Wechselkurschwankungen wurde die Notwendigkeit einer besseren Koordination der Wirtschaftspolitik betont. Der IWF soll daher als Überwachungsorgan quantitative Indikatoren zur Beurteilung des wirtschaftspolitischen Kurses eines Landes ausarbeiten. Indessen wurde nicht auf den Vorschlag eingegangen, aufgrund dieser Indikatoren eine entsprechende automatische Anpassung der Wirtschaftspolitik eines Landes zu verlangen.

Ende November stimmten die Geschäftsbanken der im August in Aussicht gestellten Kreditgewährung an Mexiko im Umfang von 6 Mrd. Dollar zu. Gleichzeitig einigten sie sich auf die Neustafelung der in den Jahren 1986 und 1987 fälligen Schulden in der Höhe von 43,7 Mrd. Dollar. Zusätzliche Kredite von insgesamt 1,7 Mrd. Dollar sind vorgesehen, falls das reale Wirtschaftswachstum in Mexiko geringer ausfällt als 3–4%. Mit der Übereinkunft der Geschäftsbanken steht der Kreditgewährung des IWF von 1,3 Mrd. Dollar (netto) nichts mehr im Wege. Zusammen mit den Krediten der Weltbank (2,3 Mrd. Dollar), der amerikanischen Entwicklungsbank (0,4 Mrd. Dollar) sowie offizieller Gläubiger (2,5 Mrd. Dollar) erhält Mexiko damit Finanzmittel in der Höhe von 12,5 Mrd. Dollar. Im Sinne der Baker-Initiative dienen sie der Finanzierung von Massnahmen zur Gesundung der mexikanischen Wirtschaft.

Im November erhielt Nigeria im Rahmen einer konzertierten Aktion vom IWF einen Überbrückungskredit in der Höhe von 650 Mio. Dollar sowie seitens der Geschäftsbanken und der Weltbank Kredite im Umfang von 320 Mio. Dollar bzw. 425 Mio. Dollar. Das insgesamt mit rund 20 Mrd. Dollar im Ausland verschuldete Land befand sich seit Frühling 1986 in Zahlungs-

schwierigkeiten. Die Verschlechterung der finanziellen Lage Nigerias ist, wie diejenige Mexikos, in erster Linie auf den starken Rückgang der Erdöleinnahmen zurückzuführen.

2. Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

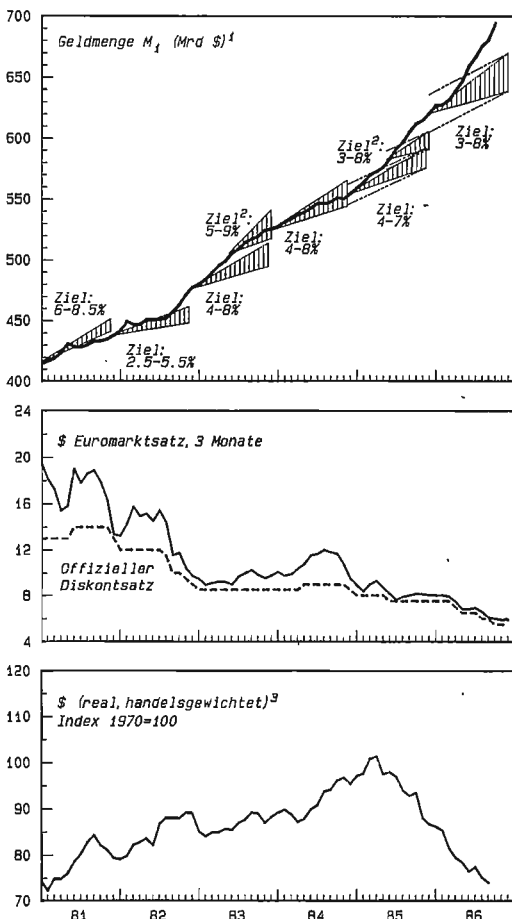
Nach einer Abschwächung im zweiten Quartal lag das *reale Bruttosozialprodukt* der Vereinigten Staaten im dritten Quartal 1986 um 2,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die leichte Wachstumsbeschleunigung ist auf die lebhafte Binnennachfrage, insbesondere den starken Anstieg der privaten Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter, zurückzuführen. Deutlich schwächer stiegen der Dienstleistungskonsum sowie die Ausgaben für nichtdauerhafte Güter. Zudem blieb die Investitionsnachfrage schwach. Wie in den beiden Vorquartalen lagen die realen Anlageinvestitionen lediglich um rund 3% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Vom Aussenhandel gingen insgesamt erneut kontraktive Impulse aus, da die realen Importe stärker zunahmen als die Exporte.

Das nominelle Handelsbilanzdefizit bildete sich im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode auf saisonbereinigter Basis leicht zurück. Damit dürfte auch das Leistungsbilanzdefizit, das im zweiten Quartal nur noch geringfügig auf 34,7 Mrd. Dollar gestiegen war, abgenommen haben.

Der Konsumentenpreisindex lag im dritten Quartal wie in der Vorperiode um 1,6% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Arbeitslosenquote bildete sich von 7,1% im zweiten Quartal auf 6,8% zurück.

Das Defizit des amerikanischen Staatshaushaltes erreichte im Fiskaljahr 1985/86 mit 220 Mrd. Dollar einen neuen Höchststand. Sein Anteil am Bruttosozialprodukt betrug jedoch wie im Vorjahr etwas mehr als 5%.

Das *Federal Reserve Board* setzte in der zweiten Jahreshälfte seine seit Frühjahr expansive Geldpolitik fort. Die Senkung des offiziellen Diskont-

Grafik 3: Vereinigte Staaten

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

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

³ Quelle: OECD

setzes im August um einen halben Prozentpunkt auf 5,5% war hauptsächlich darauf ausgerichtet, die konjunkturellen Auftriebskräfte zu stärken. Die Geldmenge M_1 wuchs im dritten Quartal mit einer durchschnittlichen Jahresrate von 12,8% und lag damit weit über dem Zieltrichter von 3-8%. Die weitergefassten Geldmengenaggregate M_2 und M_3 bewegten sich am oberen Rande des Zielbandes von 6-9%. Infolge des kräftigen Geldmengenwachstums bildeten sich die Zinssätze weiter zurück.

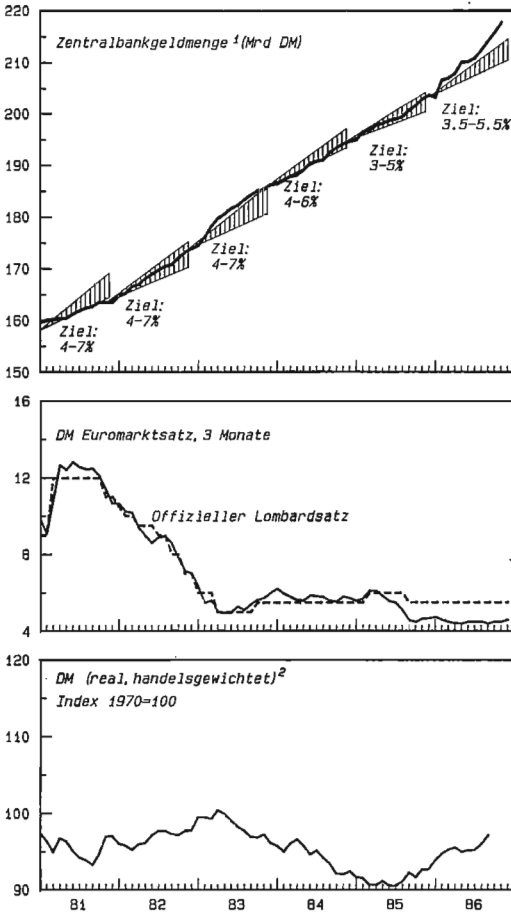
Bundesrepublik Deutschland

Das Wirtschaftswachstum in der Bundesrepublik Deutschland setzte sich im dritten Quartal fort. Die wichtigste Konjunkturstütze bildete die Inlandnachfrage, während die Exporte seit Ende 1985 kaum mehr zugenommen haben. Die Beschäftigung stieg weiter, und die Arbeitslosenquote ging von 8,9% im Juli auf 8,7% im Oktober zurück, was dem niedrigsten Wert seit Ende 1982 entspricht.

Nach dem aussergewöhnlich kräftigen Wachstum im zweiten Quartal weisen die Indikatoren auf einen etwas bescheideneren Zuwachs des realen Bruttosozialproduktes im dritten Quartal hin. So gingen im Sommer die Auslandbestellungen zurück, und das Wachstum der Industrieproduktion verringerte sich gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode auf 1,3%, nachdem es im ersten Halbjahr noch 3,0% betragen hatte.

Das gestiegene verfügbare Einkommen der privaten Haushalte belebte den privaten Konsum. In den Monaten Juli und August blieb der Detailhandelsumsatz hoch, und angesichts der guten Konsumentenstimmung ist mit einer weiteren Zunahme der Konsumnachfrage zu rechnen. Die Anlageinvestitionen behaupteten sich auf einem hohen Niveau. Zahlreiche Betriebe beabsichtigen, angesichts der verteuerten D-Mark ihre Rationalisierungsinvestitionen zu verstärken, um damit ihre Wettbewerbsfähigkeit auf den internationalen Märkten zu verbessern. Die wichtigste Konjunkturstütze im Bausektor bildeten nach wie vor der Gewerbe- und Industriebau sowie der Tiefbau. Der Wohnungsbau stagnierte dagegen auf tiefem Niveau.

Der Handelsbilanzüberschuss erhöhte sich in den ersten neun Monaten des Jahres 1986 auf 84,2 Mrd. D-Mark und übertraf damit den Überschuss des ganzen Vorjahres. Dank der Wechselkursbedingten Verbilligung der Importgüter um durchschnittlich 22% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode nahmen die Importe wertmässig um 11% ab, obwohl sie mengenmässig um 7% zunahmen. Die Exporte gingen nominal ebenfalls leicht zurück (-1,9%), während ein mengenmässiger Zuwachs von 2% erzielt wurde. Der Saldo der Leistungsbilanz er-

Grafik 4: Bundesrepublik Deutschland

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

² Quelle: OECD

reichte in den ersten drei Quartalen 60,3 Mrd. D-Mark, gegenüber 28,3 Mrd. in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Der Index der Konsumentenpreise lag im dritten Quartal um durchschnittlich 0,5% unter dem Stand vor Jahresfrist. Im Oktober betrug der Rückgang sogar 0,9%.

Das Wachstum der Zentralbankgeldmenge beschleunigte sich im dritten Quartal. Im Oktober betrug der auf Jahresbasis hochgerechnete Zuwachs 7¾%, womit die Zielvorgabe der Deut-

schen Bundesbank von 3–5% deutlich überschritten wurde. Dabei expandierten sowohl der Bargeldumlauf als auch die Mindestreservekomponente kräftig. Der dreimonatige Euromarktsatz blieb im dritten Quartal unverändert bei rund 4½%.

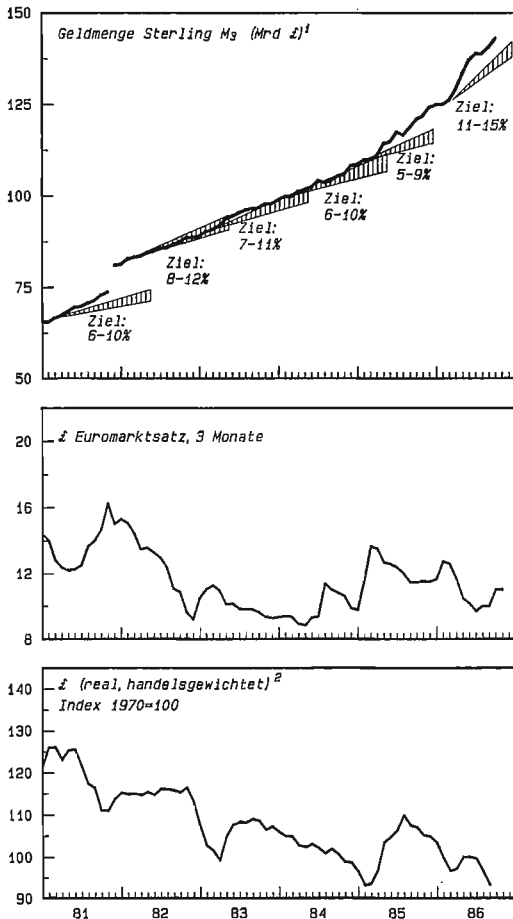
Das Budget für das Jahr 1987 sieht Ausgaben in Höhe von 268 Mrd. D-Mark vor, was einer Zunahme von 1,9% gegenüber dem letzten Budget entspricht. Da die Regelung für 1987 ein Wirtschaftswachstum von nominell 4,5% erwartet, würde dies einen weiteren Rückgang des Staatsanteils am Bruttosozialprodukt bedeuten. Das budgetierte Defizit liegt mit 22,3 Mrd. D-Mark leicht tiefer als im Jahre 1986.

Grossbritannien

In Grossbritannien hat sich der Aufschwung im zweiten Quartal erneut abgeschwächt. Das reale Bruttoinlandsprodukt lag um 1,7% über dem Vorjahresniveau, nachdem es im ersten Quartal noch um 2,3% gestiegen war. Die Wachstumsabschwächung ist auf den Rückgang der Exporte zurückzuführen. Die wichtigsten konjunkturellen Impulse gingen vom privaten Konsum sowie von der Investitionsnachfrage aus, die gegenüber dem zweiten Quartal 1985 um real 5,1% bzw. 3,1% zunahmen. Die expansive Wirkung der Binnennachfrage wurde jedoch durch den gleichzeitigen Anstieg der realen Importe sowie den Lagerabbau gedämpft. Im dritten Quartal dürfte sich das Wirtschaftswachstum verstärkt haben. Nach einem Rückgang im Vorquartal lag die Industrieproduktion um 2% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, und die realen Detailhandelsumsätze stiegen kräftig. Ausserdem zeichnete sich am Arbeitsmarkt eine leichte Besserung ab. Die Beschäftigung stieg, und die Zahl der Arbeitslosen bildete sich zwischen August und Oktober leicht zurück.

Das Handelsbilanzdefizit vergrösserte sich im dritten Quartal, vor allem infolge geringerer Einnahmen aus den Erdölexporten auf 2,9 Mrd. Pfund (3. Quartal 1985: -0,4 Mrd.), und die Leistungsbilanz schloss mit einem Fehlbetrag von 1,2 Mrd. Pfund. Damit ergab sich für die ersten drei Quartale 1986 ein leichtes Defizit, nachdem

Grafik 5: Grossbritannien



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

² Quelle: OECD

In der entsprechenden Vorjahresperiode noch ein Leistungsbilanzüberschuss von beinahe 3 Mrd. Pfund ausgewiesen worden war.

Die durchschnittliche Jahresteuerrate bildete sich im dritten Quartal leicht auf 2,6% zurück.

Das Geldmengenaggregat Sterling M₃ lag im September um 18,2% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Dieser Zuwachs liegt weiterhin über dem Zielwert von 11–15%. Die Geldmenge M₀, welche zu über 95% aus Noten und Münzen

besteht, stieg in der gleichen Periode um 5,5%. Der anhaltende Kursrückgang des Pfundes veranlasste die *Bank von England*, in beträchtlichem Ausmass am Devisenmarkt zu intervenieren und die kurzfristigen Zinssätze anzuheben.

Frankreich

Seit dem Frühjahr 1986 hat sich die Konjunkturlage in Frankreich spürbar verbessert. Dank einer kräftigen Zunahme im zweiten Quartal übertraf das reale *Bruttoinlandprodukt* in der ersten Jahreshälfte 1986 den Vorjahreswert um 2,4%. Im dritten Quartal deutet der Anstieg der Industrieproduktion sowie der Zuwachs der Detailhandelsumsätze auf eine Fortsetzung des Wirtschaftsaufschwungs hin.

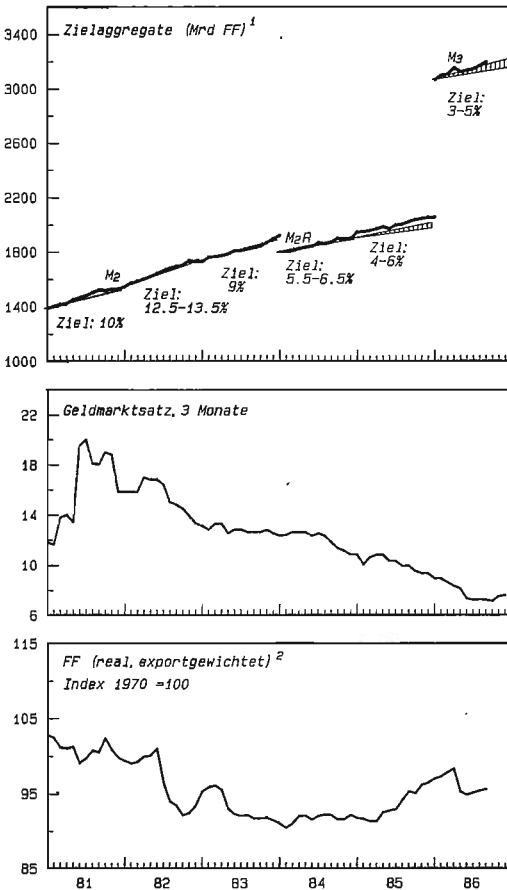
Neben dem privaten Konsum bildeten im zweiten Quartal – und vermutlich auch im dritten – vermehrte Investitionen sowie der Lageraufbau eine wichtige Konjunkturstütze. Insbesondere zeichnete sich im seit Jahren kränkelnden Bausektor eine Besserung ab. Die Exporte stiegen dagegen nur geringfügig, und die Importe nahmen infolge der kräftigen Inlandnachfrage zu.

Dank einem starken Rückgang der nominellen Importe bildete sich das Defizit der Handelsbilanz in den ersten drei Quartalen 1986 auf 1,9 Mrd. Franc zurück (1.–3. Quartal 1985: –19,7 Mrd.). Die Leistungsbilanz wies in den ersten neun Monaten einen Überschuss von 13 Mrd. Franc aus, nachdem in der entsprechenden Vorjahresperiode noch ein Defizit von 5,2 Mrd. Franc verzeichnet worden war.

Auf dem Arbeitsmarkt hellten sich die Aussichten leicht auf. Der Rückgang der Beschäftigung kam Anfang 1986 zum Stillstand, da die Zahl der neugeschaffenen Stellen im Dienstleistungssektor sowie in der Bauwirtschaft dem Stellenabbau in der Industrie die Waage hielt. Infolge des Anstiegs der aktiven Bevölkerung nahm jedoch die Arbeitslosenquote von 10,2% im ersten Quartal auf 10,7% im dritten Quartal zu. Die durchschnittliche Jahresteuerrate betrug im dritten Quartal 2,1%.

Die Geldmenge M₃ wuchs im dritten Quartal

Grafik 6: Frankreich



¹ Saisonbereinigt; $M_2R = M_2$ minus ausländische Bank-einlagen; Ziele 1985: Durchschnitt der Monate November, Dezember und Januar gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; ab 1986: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banque de France)

² Quelle: OECD

wieder stärker. Im September lag sie am oberen Rand des Zielbandes von 3–5%. Trotz weiter nachgebender Zinssätze beließ die *Banque de France* ihren Interventionssatz unverändert auf dem im Juni festgesetzten Wert von 7%.

Der Ende September vorgelegte Budgetentwurf für das Jahr 1987 sieht ein nur geringfügiges Wachstum der Staatsausgaben sowie Steuererleichterungen vor. Das Defizit soll auf 128,6 Mrd. Franc bzw. 2,5% des Bruttoinlandproduktes

gesenkt werden. Gegenüber dem laufenden Jahr entspricht dies einem Rückgang um einen halben Prozentpunkt. Die vorgesehenen Steuer-senkungen werden sowohl Einzelpersonen (Reduktion der Steuerprogression, geringere Belastung der tiefen Einkommen) wie auch Unternehmen (Senkung der Ertragssteuer von 50% auf 45%, Senkung der Gewerbesteuer) zugute kommen. Allerdings werden diese Steuer-senkungen von einer Erhöhung der Sozialabgaben begleitet, was die steuerliche Entlastung etwas abschwächt.

Italien

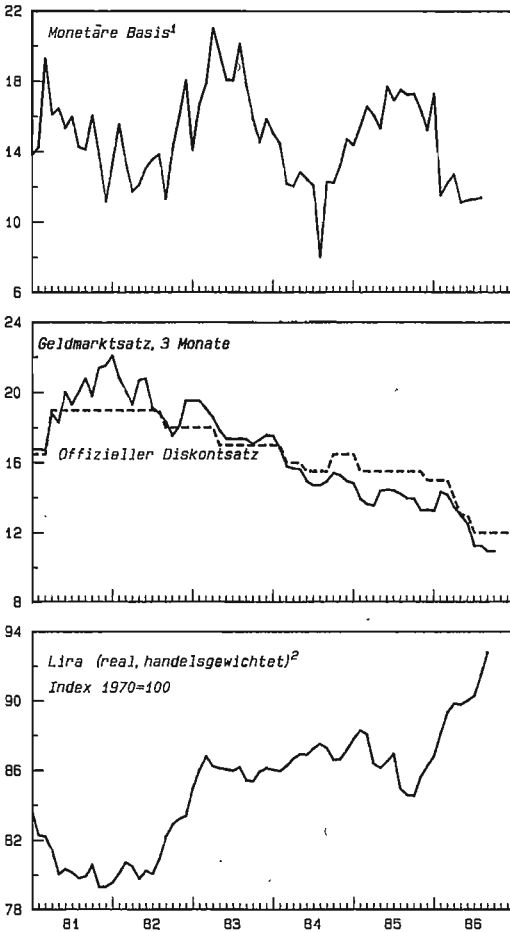
Das *reale Bruttoinlandprodukt* lag im zweiten Quartal um 2,9% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Anders als in den Vereinigten Staaten sowie den meisten europäischen Ländern trugen neben dem privaten Konsum auch die Exporte wesentlich zum Wirtschaftswachstum bei. Da gleichzeitig die realen Importe sanken, vergrößerte sich der Aussenbeitrag stark. Im dritten Quartal deutet die Stagnation der Industrie-Produktion auf eine leichte Abschwächung des Wirtschaftswachstums hin.

Infolge des Beschäftigungsanstiegs sank die Arbeitslosenquote von 11,5% im April auf 10,9% im Juli. Die Jahresteuerrate bildete sich weiter zurück; sie betrug im Oktober noch 5,1% gegenüber 8,5% vor Jahresfrist.

Auch im monetären Bereich waren die Resultate ermutigend. Das Wachstum der monetären Basis schwächte sich ab, und das Geldmengenaggregat M_2 bewegte sich zwischen Januar und August am unteren Rand des für 1986 festgelegten Zieltrichters von 7–11%. Die Wachstumsverlangsamung von M_2 ist allerdings auch auf die rasche Verbreitung neuer (nicht zu M_2 zählender) Anlageformen zurückzuführen, wobei besonders die Anlagefonds zunehmende Bedeutung erlangten.

In den ersten acht Monaten von 1986 betrug das Jahreswachstum der inländischen Kredite 13,7%. Die leichte Überschreitung der Zielgröße von 13% beruht hauptsächlich auf der kräftigen Ausweitung der privaten Kredite. Im Sep-

Grafik 7: Italien



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

² Quelle: OECD

tember wurde eine Quellensteuer von 6,25% auf neu emittierte Staatspapiere eingeführt. Trotz anfänglicher Bedenken wurde die Attraktivität der Staatspapiere dadurch nicht beeinträchtigt. Die Rendite der dreimonatigen Schatzpapiere fiel Ende Oktober unter 10%, nachdem sie im Februar noch rund 13% betragen hatte.

Für das Jahr 1987 wird eine Beschränkung des Wachstums der privaten Kredite auf 7% und der gesamten Kredite auf 11% beabsichtigt. Die Bandbreite für die Ausweitung des Geldmengenaggregates M_2 wurde auf 6–9% reduziert.

Japan

Infolge der markanten Aufwertung des Yen bildeten sich die japanischen Exporte zurück, und das Wirtschaftswachstum schwächte sich ab. Im zweiten Quartal 1986 lag das reale *Bruttosozialprodukt* noch um 2,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Im Vergleich zum ersten Quartal gewannen indessen die Auftriebskräfte aus dem Inland an Stärke. Besonders kräftig stiegen die Staatsausgaben. Aber auch der private Konsum sowie die privaten Wohnbauinvestitionen stützten die Konjunktur. Dagegen blieb die Investitionstätigkeit schwach, und die Lager wurden abgebaut. Aufgrund des leichten Rückgangs der Industrieproduktion dürfte sich das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal weiter zurückgebildet haben.

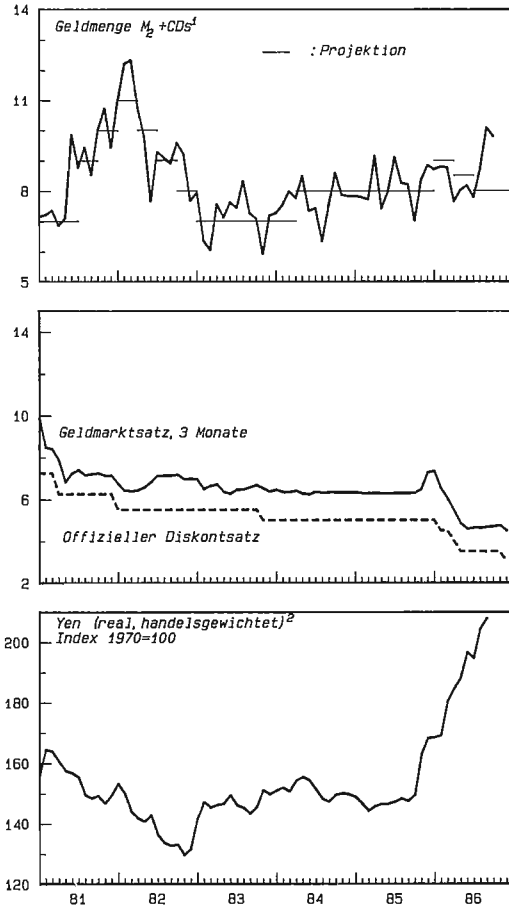
Die Situation auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich leicht. Die Arbeitslosenquote stieg von 2,8% im zweiten Quartal auf 2,9% im August, was für Japan einen Rekordwert bedeutet.

Die Handelsbilanz wurde im dritten Quartal durch die kräftige Aufwertung des Yen geprägt. In Yen gerechnet gingen die Importe gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal um 36% zurück. Bei den Exporten betrug der entsprechende Rückgang 19%, so dass sich der Überschuss der Handelsbilanz vergrößerte. In Dollar gerechnet blieben die Importe ungefähr konstant; die Exporterlöse hingegen wurden durch das erhöhte Dollar-Yen-Verhältnis aufgebläht und lagen um 20% über dem Vorjahresergebnis. Der Überschuss in der Handelsbilanz von rund 25 Mrd. Dollar im dritten Quartal stellt einen neuen Rekordbetrag dar. Es ist allerdings damit zu rechnen, dass dieser rechnerischen Erhöhung des Exportüberschusses mit der Zeit der volumenmässige Rückgang entgegenwirkt, da der teurere Yen auch eine geringere internationale Konkurrenzfähigkeit der japanischen Anbieter bedeutet.

Der Überschuss der Leistungsbilanz wird im dritten Quartal auf saisonbereinigt 21,7 Mrd. Dollar geschätzt. Damit ist er fast doppelt so hoch wie vor Jahresfrist.

Die Konsumentenpreise blieben praktisch unver-

Grafik 8: Japan



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

² Quelle: OECD

ändert. Im dritten Quartal lagen sie um durchschnittlich 0,3% höher als im Vorjahr.

Am 19. September legte die japanische Regierung ein Zusatzbudget zur Wirtschaftsbelebung im Umfang von 3600 Mrd. Yen vor; dies entspricht rund 1% des Bruttosozialproduktes. Geplant sind unter anderem eine Erhöhung der Ausgaben für öffentliche Investitionsvorhaben und den Wohnungsbau sowie die Gewährung zinsverbilligter Kredite an Kleinbetriebe. Die Regierung hofft, auf diese Weise ihr Wachstumsziel

für das reale Bruttosozialprodukt von 4% im laufenden Fiskaljahr noch zu erreichen. Da sich eine Stimulierung der Inlandnachfrage auch in erhöhten Importen niederschlägt, rechnet sie zudem mit einem Abbau des Leistungsbilanzüberschusses.

Der Rückgang der Zinssätze und die Aufwertung des Yen, die das erste Halbjahr geprägt hatten, kamen im dritten Quartal zum Stillstand. Die Geldmenge $M_2 + CD$ wuchs mit 8,8% im dritten Quartal nur wenig stärker als im Vorquartal. Angesichts der unbefriedigenden Investitions- und Beschäftigungsentwicklung sowie einer leichten Zinsanspannung senkte die *Japanische Zentralbank* den Diskontsatz Anfang November um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 3%.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1983	1984	1985	1986						
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	3,2	4,3	3,5	3,1	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5
BRD	3,3	2,4	2,2	0,7	–0,2	–0,5	–0,4	–0,4	–0,5	–0,9
Grossbritannien	4,6	5,0	6,0	4,9	2,8	2,6	2,4	2,4	3,0	3,0
Frankreich	9,6	7,4	5,8	3,5	2,4	2,1	2,0	2,0	2,3	2,1
Italien	15,0	10,8	8,6	7,6	6,4	5,9	5,9	5,9	5,9	5,1
Japan	1,9	2,2	2,1	1,4	0,9	0,3	0,1	–0,1	0,5	–
Schweiz	2,9	2,9	3,4	1,5	0,8	0,6	0,5	0,7	0,6	0,4

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

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

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

	1983	1984a)	1985a)	1985a)				1986a)		
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	–46,6	–106,5	–117,7	–26,1	–27,7	–29,3	–33,7	–34,0	–34,7	–
BRD	4,1	7,1	13,4	1,9	2,9	4,4	4,6	8,1	7,9	11,3
Grossbritannien	4,8	2,1	4,6	–0,5	1,8	1,5	1,3	0,8	0,5	–
Frankreich b)	–4,4	–0,8	–0,2	–0,6	0,3	0,0	0,6	1,1	0,3	1,2
Italien b)	0,8	–4,2	–3,6	–2,3	–0,7	1,3	–2,2	–2,1	0,2	–
Japan	20,8	35,0	49,2	9,4	12,1	11,7	15,6	15,5	21,8	21,7
Schweiz b)	3,9	4,4	5,2	1,3	1,2	1,1	1,6	1,9	1,6	1,4

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Das wirtschaftliche Wachstum beschleunigte sich im zweiten Quartal 1986; das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich verglichen mit dem entsprechenden Vorjahreswert um 2,7% (1. Quartal 1986: 2%).

Die stärksten Wachstumsimpulse gingen von der Binnennachfrage aus. Insbesondere nahm das Wachstum des privaten Konsums im zweiten Quartal erneut zu. Gemäss verschiedenen Indikatoren (Detailhandelsumsätze, Konsumgüterimporte) hielt dieser Aufwärtstrend auch im dritten Quartal an. Auch die Investitionen trugen im zweiten Quartal verstärkt zum Wachstum bei, wobei vor allem die Ausrüstungsinvestitionen hohe Zuwachsraten aufwiesen. Die anteilmässigen bedeutenderen Bauinvestitionen folgten dem bisherigen, eher schwachen Aufwärtstrend. Die Jahreswachstumsrate der realen Exporte (Güter und Dienstleistungen) verminderte sich im zweiten Quartal. Bei den realen Güterexporten konnte sich hingegen im zweiten und dritten Quartal, auf saison- und zufallsbereinigter Basis, eine Aufwärtstendenz durchsetzen. Die starke Binnennachfrage führte zu einer kräftigen Zunahme der Einfuhren. Im dritten Quartal stiegen insbesondere die Investitionsgüterimporte im Vorjahresvergleich kräftig an.

Nachdem im Vorquartal noch eine markante Produktionsausweitung gemessen werden konnte, verflachte sich in der Industrie im dritten Quartal der konjunkturelle Aufschwung. Der verhaltenere Geschäftsgang, vor allem bei den stark exportorientierten Unternehmen, spiegelte sich in der Kapazitätsauslastung wider, die erstmals seit längerer Zeit etwas zurückging.

Die bereinigte Notenbankgeldmenge nahm im dritten, wie schon im Quartal zuvor, um 1,9% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal zu. Die ab Mitte Jahr etwas grosszügigere Ultimopolitik der Nationalbank und der Rückgang wichtiger ausländischer Zinssätze führten im Verlaufe des dritten Quartals zu einem deutlichen Sinken der Geldmarktsätze.

Im dritten Quartal lag der exportgewichtete Auswert des Schweizer Frankens sowohl auf realer als auch nomineller Basis über dem Niveau des Vorquartals; beim nominellen Index kam jedoch die Aufwärtsbewegung im Verlaufe des Quartals zum Stillstand. Insbesondere wertete sich der Franken gegenüber dem Dollar nicht weiter auf und schwächte sich gegenüber der D-Mark sogar deutlich ab. Der japanische Yen notierte im dritten Quartal verglichen mit dem entsprechenden Vorjahresquartal etwas höher, büsste aber im Verlauf des dritten Quartals, gleich wie das britische Pfund, etwas an Wert ein.

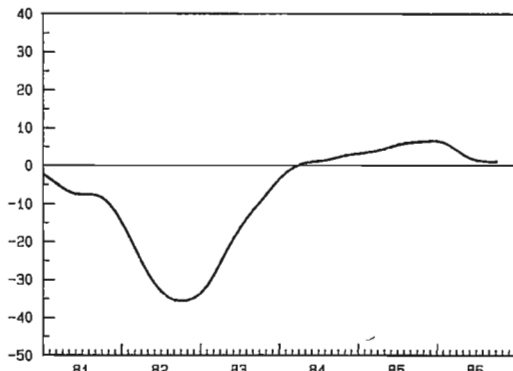
Die Entwicklung bei den Auslandgütern wirkte sich weiterhin dämpfend auf die Preisentwicklung in der Schweiz aus; der entsprechende Teilindex lag im dritten Quartal um 5,4% unter dem Stand des Vorjahresquartals. Die Inlandgüterpreise stiegen dagegen um 3%. Aus den gegenläufigen Bewegungen der beiden Teilindizes resultierte ein Anstieg des Konsumentenpreisindex von 0,6%. Auf der Grosshandelsstufe setzte sich der Preisrückgang fort.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im zweiten Quartal verglichen mit dem Vorjahresquartal um 2,7% zu (erstes Quartal: 2%). Die Wachstumsimpulse aus dem Inland (privater Konsum, Investitionen) verstärkten sich weiter; hingegen verringerte sich der Wachstumsbeitrag des Exports.

Das Wachstum der industriellen Produktion beschleunigte sich im zweiten Quartal ebenfalls. Die Produktion nahm innert Jahresfrist um 5% (1. Quartal: 1,3%) zu. Gemäss dem von der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF) berechneten Sammelindikator «Geschäftsgang» schwächten sich jedoch die konjunkturellen Auftriebendenzen im dritten Quartal ab. Die Abflachung des Geschäftsgangs in der Industrie insgesamt ist in erster Linie auf die Entwicklung bei den stark exportabhängigen Unternehmen zu-

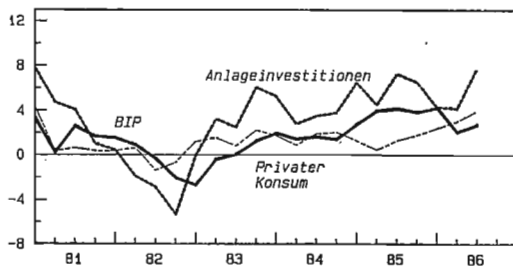
Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹

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

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

rückzuführen; sie beurteilen Lage und Aussichten deutlich pessimistischer als die übrigen Firmen. Die Kapazitätsauslastung sank leicht von 87,1% im zweiten auf 86,4% im dritten Quartal; dies ist der erste Rückgang seit Ende 1984. Die Zahl der Beschäftigten wird, wie in den Vorquartalen, als zu klein eingeschätzt. Der Mangel an Arbeitskräften ist gemäss KOF-Umfrage zurzeit weniger ausgeprägt als am Ende des letzten Jahres.

Die Auftragseingänge in der Industrie und im Bauhauptgewerbe stiegen im zweiten Quartal

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹

¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Statistik

um 3% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal. Im Durchschnitt des Jahres 1985 belief sich der Zuwachs auf 6%. Der Anstieg von 3% in der Industrie verteilte sich gleichmässig auf Inland- und Auslandaufträge. Gemäss der KOF-Konjunkturumfrage waren die Auftragsbestände im zweiten und dritten Quartal auf saisonbereinigter Basis rückläufig. Die Auftragsbestände und Lager werden denn auch zurzeit ungünstiger beurteilt als zu Beginn des Jahres.

Privater Konsum

Der private Konsum stieg im zweiten Quartal saisonbereinigt mit einer Jahreszuwachsrate von 7,4% gegenüber der Vorperiode. Er übertraf damit das entsprechende Vorjahresniveau um 4%, was der höchsten Jahreswachstumsrate seit dem zweiten Quartal 1980 entspricht.

Die günstige Einkommensentwicklung – in den ersten drei Quartalen 1986 lagen die Reallöhne um 2,2% über dem Vorjahreswert – sorgte auch im dritten Quartal für eine rege Konsumnachfrage. Das Volumen der Detailhandelsumsätze lag um 4,9% höher als vor Jahresfrist, und die Konsumgüterimporte nahmen real um 9,7% zu. Überdurchschnittlich stark, nämlich um 60%, stiegen dabei die Fahrzeugeinfuhren, auf die rund ein Drittel der gesamten Konsumgüterimporte entfällt. Dieser hohe Zuwachs ist allerdings teilweise darauf zurückzuführen, dass ab Oktober 1986 alle importierten Fahrzeuge mit Katalysatoren ausgerüstet sein müssen. Die Autoimporteure waren daher bestrebt, ihre Lager an Personenwagen mit alter Ausrüstung noch aufzustocken.

In den Hotelbetrieben lag die Zahl der Übernachtungen inländischer und ausländischer Gäste im dritten Quartal um 2,7% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Dabei entwickelten sich der inländische und der ausländische Tourismus unterschiedlich. Während die Gäste aus dem Inland 9,5% mehr Übernachtungen buchten, lagen die Buchungen der ausländischen Touristen um 10,8% unter dem Niveau vor Jahresfrist. Dieser Rückgang ist in erster Linie auf die geringere Nachfrage aus den Vereinigten Staaten zurückzuführen, die durch die grössere Besucherzahl

aus den europäischen Ländern nicht wettgemacht werden konnte. Die Zahl der amerikanischen Gäste war im dritten Quartal um 50% tiefer als im Vorjahr. Ihr Anteil an den ausländischen Gästen sank von durchschnittlich 20% im Jahre 1985 auf rund 13% in den ersten neun Monaten des Jahres 1986. Damit blieben sie hinter den deutschen Touristen immer noch die zweitstärkste Besuchergruppe.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen nahmen im zweiten Quartal saisonbereinigt kräftig zu und übertrafen den entsprechenden Vorjahresstand um 7,7%. Sie bildeten damit neben dem privaten Konsum die wichtigste Konjunkturstütze. Mit einem Zuwachs von 16,9% gegenüber dem zweiten Quartal 1985 stiegen die Ausrüstungsinvestitionen überaus kräftig, während die anteilmässig bedeutendere Komponente der Bauinvestitionen ihr langsames Wachstumstempo fortsetzte (2,5%).

Das unvermindert starke Wachstum der Investitionsgüterimporte im dritten Quartal deutet auf eine weiterhin lebhafte Investitionstätigkeit im Ausrüstungsbereich hin. Der kräftige Zuwachs von 21,7% ist dabei in erster Linie auf den Anstieg der Importe von Computern zurückzuführen. Überdurchschnittlich stark – nämlich um rund 40% – stiegen ferner die Einfuhren von Nutzfahrzeugen (ohne Flugzeuge). Dies dürfte

teilweise auf vermehrte Lagerkäufe der Fahrzeugimporteure zurückzuführen sein.

Die Baunachfrage verstärkte sich im dritten Quartal dank steigender Aufträge im gewerblich-industriellen Bau sowie im öffentlichen Hochbau. Die Nachfrage nach Wohnbauten ging weiter zurück, da der günstigen Entwicklung beim Einfamilienhausbau ein Rückgang beim Mehrfamilienhausbau gegenüberstand. Gemäss der Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes vom 1. Oktober 1986 lag der Arbeitsvorrat beim Wohnungsbau zu Beginn des vierten Quartals um 7,2% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Aussenhandel und Bilanz der laufenden Transaktionen

Die schweizerischen Güterausfuhren wuchsen im dritten Quartal gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal um real 4,4%. Da die Ausfuhrpreise im Vergleich zur Vorjahresperiode um 1,7% sanken, nahmen die Ausfuhren nominell lediglich um 2,6% zu. Wie im Vorquartal entfiel der grösste Anteil des Exportzuwachses auf die Investitionsgüter, während die Ausfuhr von Rohstoffen, Halbfabrikaten und Konsumgütern nur noch geringfügig zunahm. Das überdurchschnittlich hohe Wachstum der Investitionsgüterexporte geht vor allem auf die Zunahme bei der elektrischen Maschinen- und Apparateindustrie zurück. Die chemische Industrie verzeichnete er-

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1982	1983	1984	1985	1985			1986		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Import von Investitionsgütern, real	- 5,8	7,3	3,6	8,7	12,4	10,4	13,8	13,1	17,3	21,7
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	- 3,6	7,2	- 6,4	- 15,0	- 19,9	11,8	- 22,8	- 4,0	16,4	- 2,2
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	6,7	- 5,7	6,9	- 2,3	- 18,1	- 0,3	13,6	1,3	8,9	24,9
Geplante industrielle Bauten ¹										
Raumvolumen	- 22,5	17,4	- 8,0	34,4	55,9	- 7,7	96,4	29,5	20,6	99,4
Anzahl Projekte	16,3	11,8	31,5	12,6	24,4	2,2	16,5	12,9	- 3,7	24,7

¹ Neu- und Erweiterungsbauten

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1982	1983	1984	1985a)	1985a)			1986a)		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Reale Ausfuhr	-4,4	0,0	6,4	9,1	15,5	7,7	6,4	0,9	3,3	4,4
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-3,3	6,5	9,8	7,9	12,2	8,5	4,1	-0,4	3,0	0,3
Investitionsgüter	-4,6	-4,0	3,1	10,7	18,1	12,1	10,4	5,7	7,3	11,3
Konsumgüter	-5,4	-2,7	6,4	8,8	16,6	1,9	4,3	-2,5	-1,1	1,4
Ausfuhrpreise	5,2	2,4	4,5	1,9	0,8	2,2	0,8	0,4	1,0	-1,7
Reale Einfuhr	-1,8	4,8	7,3	5,2	7,1	7,7	4,5	6,1	11,9	11,4
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-3,4	4,9	10,1	7,6	10,7	7,9	4,6	0,8	6,7	5,8
Investitionsgüter	-5,9	7,3	3,6	8,7	12,4	10,4	13,7	13,1	17,3	21,7
Konsumgüter	3,0	1,0	9,6	2,5	4,9	3,8	0,8	5,4	14,7	12,7
Einfuhrpreise	-1,1	-0,8	4,0	4,7	8,2	1,1	0,9	-6,0	-10,1	-11,6

a) provisorische Werte

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

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

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

a) provisorisch

*) vorläufige Schätzung

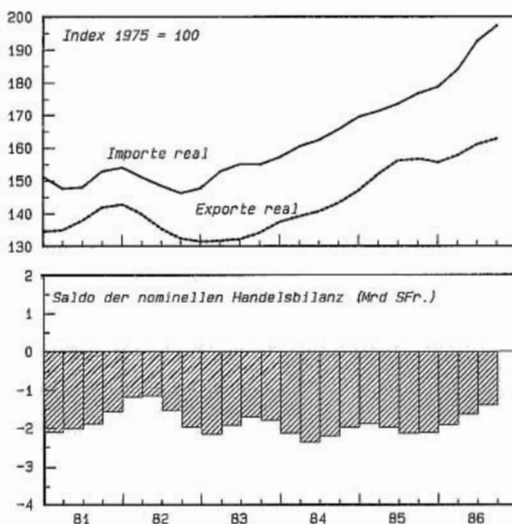
¹ in Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen² Inklusive elektrische Energie³ Arbeits- und Kapitaleinkommen

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

neut einen leichten Rückgang ihrer realen Exporte.

Im dritten Quartal nahm die wertmässige Güterausfuhr nach der Bundesrepublik Deutschland,

Frankreich und Italien stark zu. Hingegen sank die nominale Ausfuhr nach Grossbritannien leicht und jene nach den Vereinigten Staaten stark. Der Entwicklungsländeranteil an der Gesamtausfuhr stabilisierte sich bei 17,3%.

Grafik 11: Aussenhandel¹

¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

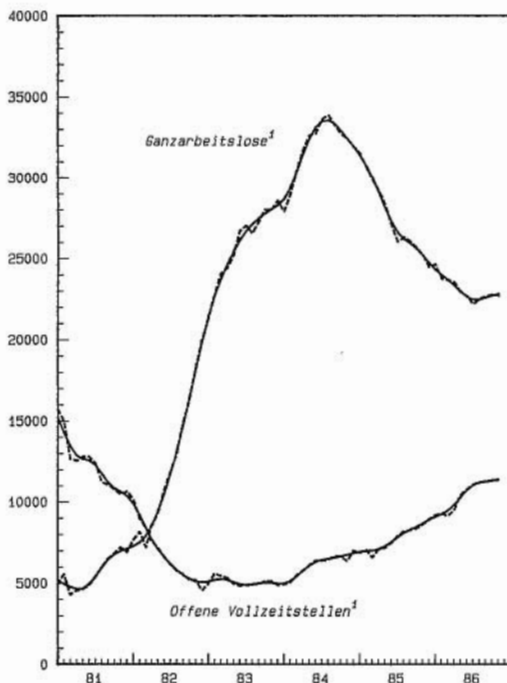
Die realen Importe nahmen wie im Vorquartal stark zu und lagen real um 11,4% über dem Vorjahresstand. Überdurchschnittlich stark nahmen die Investitions- und Konsumgüterimporte zu, während sich der Zuwachs bei den Rohstoffen und Halbfabrikaten abschwächte. Im Vergleich zur Vorjahresperiode stieg die reale Einfuhr von Heizöl im dritten Quartal um 30,5% (2. Quartal: 9,1%). Nach Wirtschaftsräumen gegliedert stieg die wertmässige Einfuhr aus der Bundesrepublik Deutschland und Italien überdurchschnittlich stark an, während die nominalen Einfuhren aus Grossbritannien, den Vereinigten Staaten und den Entwicklungsländern erheblich abnahmen. Das gesamte Handelsbilanzdefizit blieb im dritten Quartal ungefähr gleich wie im Vorquartal, verminderte sich aber auf saisonbereinigter Basis weiter.

Die Bilanz der laufenden Transaktionen wies im dritten Quartal einen Überschuss von 2,3 Mrd. Franken aus und verminderte sich sowohl gegenüber dem Vorquartal (2,9 Mrd.) als auch gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal (2,4 Mrd.). Die Exporte von Gütern und Diensten sanken von 23 Mrd. Franken im Vorquartal auf 22,5 Mrd. Franken, während die Importe mit

22,9 Mrd. Franken annähernd konstant blieben. Trotz saisonal höheren Einnahmen aus dem Fremdenverkehr verminderten sich im Vergleich zum Vorjahr die Einnahmen infolge stark rückläufiger Besuche von US-Touristen in der Schweiz. Die Faktoreinkommen und die unentgeltlichen Übertragungen blieben gegenüber dem Vorquartal konstant.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal weiter zu. Wie im Vorquartal lag die Zahl der Beschäftigten um 1,0% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Mit je 1,1% stieg sie dabei in der Industrie gleich stark wie im Dienstleistungssektor. Besonders kräftig expandierte die Beschäftigung erneut in der Maschinen- und Apparateindustrie. Dagegen nahm sie in den stark auslandabhängigen Konsumgüterindustrien wie

Grafik 12: Arbeitsmarkt

¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt
(Nicht saisonbereinigt)

	1982	1983	1984	1985	1986						
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	Jul.	Aug.	Sept.	Okt.
Index der Beschäftigten ¹	-1,1 ²	-1,3	-0,4	0,8	0,9	1,0	1,0	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{3, 4}	0,4	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
Ganzarbeitslose ⁴	13 220	26 288	32 061	27 025	26 948	22 142	19 876	20 103	19 788	19 739	20 255
Kurzarbeiter ⁴	36 611	48 930	11 232	2 133	2 144	1 290	1 121	698	861	1 805	3 606
Offene Vollzeitstellen ⁴	6 352	5 084	6 269	7 898	9 256	11 068	11 797	11 609	11 769	12 015	11 548

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

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

⁴ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnittswerte aus Monatsendwerten

Quelle: Die Volkswirtschaft, BIGA

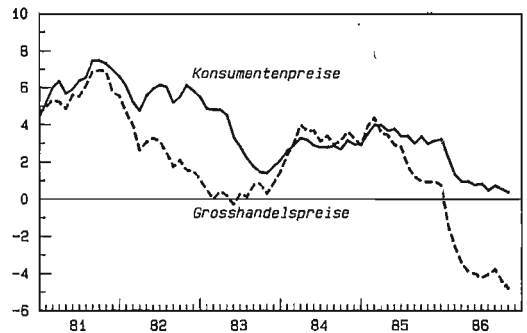
der Textil- und Uhrenindustrie leicht ab. Im Bauhauptgewerbe lag der Personalbestand geringfügig über dem entsprechenden Vorjahresniveau, während im Bereich Gartenbau und Forstwirtschaft ein weiteres Mal ein Beschäftigungsrückgang zu verzeichnen war. Die Beschäftigungsaussichten für das vierte Quartal 1986 blieben mehrheitlich gut. Gegenüber dem Vorquartal wurden sie in der Industrie jedoch etwas vorsichtiger beurteilt.

Der Abbau der Arbeitslosigkeit kam im dritten Quartal ins Stocken. Die Zahl der Ganzarbeitslosen nahm saisonbereinigt erstmals seit Mitte 1984 leicht zu, und die Zahl der Kurzarbeiter lag deutlich höher als vor Jahresfrist. Der Anteil der Ganzarbeitslosen an der erwerbsfähigen Bevölkerung bildete sich dagegen auf nicht saisonbereinigter Basis leicht auf 0,6% zurück. Gleichzeitig nahm die Zahl der offenen Stellen nochmals geringfügig zu.

Preise und Löhne

Im Durchschnitt des dritten Quartals lag der Konsumentenpreisindex um 0,6% höher als ein Jahr zuvor. Die Teuerungsrate fällt so gering aus wegen der Entwicklung bei den Auslandsgütern; der entsprechende Teilindex sank um 5,4%. Die Inlandgüterpreise stiegen dagegen noch um 3%. Die Grosshandelspreise lagen im dritten Quartal 4,1% unter ihrem Vorjahreswert. Dies resultiert

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

aus einem Indexrückgang von 11,4% bei den Importwaren und einem solchen von 1,1% bei den Inlandwaren.

Die Arbeitnehmerverdienste lagen im dritten Quartal nach Berechnungen des Biga um 2,5% über dem Vorjahreswert. Die Reallöhne stiegen damit gemessen am Konsumentenpreisindex um 1,9% an.

3. Der monetäre Bereich

Geldmengenaggregate

Die bereinigte Notenbankgeldmenge entwickelte sich im dritten Quartal zielkonform; die durchschnittliche Jahreswachstumsrate betrug, wie schon im zweiten Quartal, 1,9%. Die Unterteilung der Notenbankgeldmenge in ihre beiden Komponenten ergibt für den Notenumlauf ein Wachstum von 1,5% (2. Quartal 1986: 1,0%) und für die um den Ultimoeinfluss bereinigten Giro Guthaben ein solches von 3,2% (2. Quartal: 4,7%). Das im dritten Quartal verglichen mit dem Vorquartal beschleunigte Wachstum des Notenumlaufs entspricht den Erwartungen; es ist im nächsten Quartal mit einer Fortsetzung dieser Entwicklung zu rechnen. Diese Wachstumsbeschleunigung des Notenumlaufs gegen Ende des Jahres hängt mit den zweijährigen Steuer- und Veranlagungsterminen zusammen.

Die Geldmengenaggregate M_1 , M_2 und M_3 lagen im dritten Quartal um 4,8%, 7,8% bzw. 7,7% über den entsprechenden Vorjahreswerten. Die überdurchschnittlich starke Zunahme der Termineinlagen im Juli schwächte sich im Verlaufe des dritten Quartals als Folge der rückläufigen Festgeldsätze deutlich ab.

Finanzmärkte

Geldmarkt

Die Geldmarktzinssätze, die vor dem Halbjahresultimo ihren Jahreshöchststand erreicht hatten, bildeten sich im Zeitraum von Juli bis Oktober um mehr als einen Prozentpunkt zurück. Ausschlaggebend war die grosszügigere Ultimopolitik der Nationalbank nach dem Halbjahresultimo und der Rückgang der Zinssätze im Ausland, namentlich in den Vereinigten Staaten.

Am Eurofrankenmarkt sank der Zinssatz für dreimonatige Anlagen von rund 5,1% Anfang Juli auf 3,9% Ende Oktober. Die Zinsen lagen damit wieder fast ebenso tief wie im ersten Quartal. Parallel zur Entwicklung am Eurofrankenmarkt ermässigten die Grossbanken ihre Festgeldsätze seit Mitte Jahr in vier Schritten um insgesamt einen Prozentpunkt auf 3½% für alle Laufzeiten von 3 bis 12 Monaten.

Die Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank betragen im Durchschnitt der Periode Juli bis Oktober 8,3 Mrd. Franken und lagen damit um 3% über dem Vorjahresstand. Infolge der flexibleren Ultimopolitik liegen die Giro Guthaben an den Monatsenden 7,2% über ihrem Vorjahresniveau (2. Quartal 1986: 5,4%).

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

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giro Guthaben ¹	Veränderung in % ²	Ultimo- kredite ¹	BNBGM ^{1,3}	Veränderung in % ²
1982	22 064	0,7	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,2	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1985 3. Q.	23 263	0,6	8000	4,8	478	30 785	2,1
1985 4. Q.	23 883	0,3	8554	2,4	628	31 809	1,5
1986 1. Q.	23 921	0,4	8088	3,0	449	31 560	1,5
1986 2. Q.	23 759	1,0	8022	0,9	334	31 446	1,9
1986 3. Q.	23 615	1,5	8303	3,7	545	31 373	1,9
1986 Juli	23 769	1,3	8192	3,1	579	31 382	2,2
1986 August	23 488	1,5	7934	1,4	209	31 213	1,6
1986 September	23 587	1,7	8782	6,7	846	31 523	1,9
1986 Oktober	23 710	2,2	8426	1,0	473	31 663	2,1
1986 November	23 888	2,2	8493	2,3	401	31 980	2,5

¹ Durchschnitt aus Monatswerten, in Mio. Franken

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

³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giro Guthaben – Ultimokredite

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,7	5,6	6,2
1985 ²	0,0	7,4	4,9
1985 2. Q. ²	- 1,0	8,6	5,0
1985 3. Q. ²	0,3	7,2	4,4
1985 4. Q. ²	1,5	6,4	5,1
1986 1. Q. ²	3,7	4,9	5,7
1986 2. Q. ²	4,7	5,0	6,3
1986 3. Q. ²	4,8	7,8	7,7
1986 Juli ²	4,1	8,3	7,7
1986 August ²	5,3	8,0	7,9
1986 September ²	5,0	7,0	7,5
1986 Oktober ²	6,1	7,2	7,8

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

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen (ohne Edelmetalle)

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

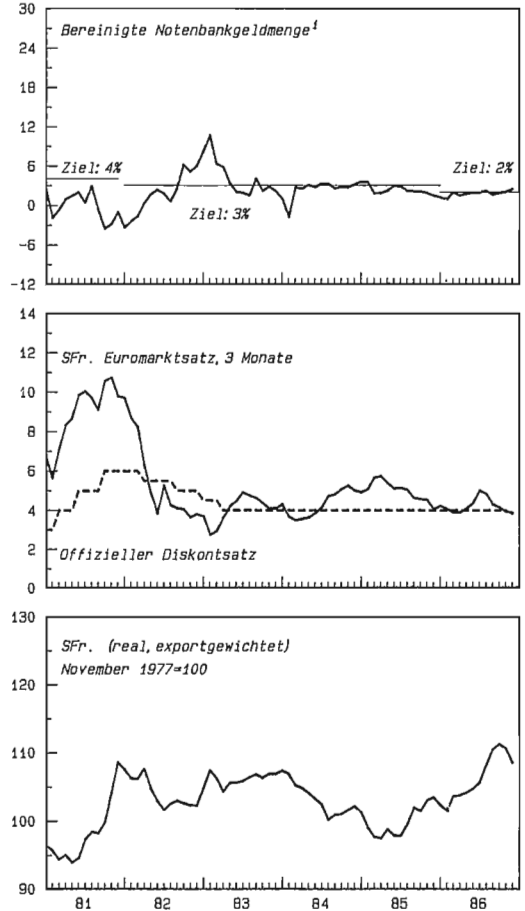
M₃ = M₂ + Spareinlagen

Devisenmarkt

Im Durchschnitt der Monate August bis November notierte der Dollar bei rund Fr. 1.65 und schwankte zwischen Fr. 1.61 und Fr. 1.70. Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode notierte der japanische Yen unwesentlich höher; er wertete sich aber während der Monate August bis November, gleich wie das britische Pfund, gegenüber dem Schweizer Franken leicht ab. Der Frankenkurs der D-Mark lag Anfang August bei rund 80 Rappen und stieg im Laufe der folgenden Monate auf über 82 Rappen an. In der gleichen Periode gewannen auch der französische Franken und die italienische Lira gegenüber dem Schweizer Franken leicht an Wert.

Im Vergleich zum Vorjahresquartal entwickelte sich der reale Frankenkurs im dritten Quartal uneinheitlich gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartnerländer. Sehr stark wertete sich der Franken gegenüber dem amerikanischen Dollar (38,4%) und dem britischen

Grafik 14: Schweiz



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

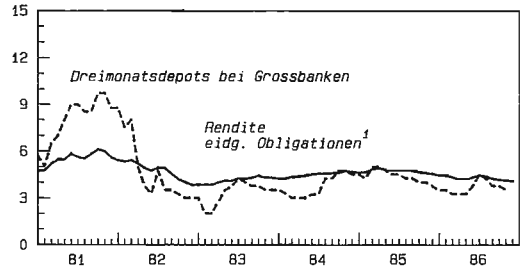
Pfund (26,5%) auf. Die reale Aufwertung gegenüber dem französischen Franken (7,2%) und der D-Mark (3%) hielt sich dagegen in Grenzen. Gegenüber dem japanischen Yen und der italienischen Lira ergab sich eine reale Abwertung des Schweizer Franken um 9,3% bzw. 1,5%. Der mit den Ausfuhranteilen gewichtete Frankenkurs wertete sich im dritten Quartal im Vergleich zur Vorjahresperiode nominal um 11,3% und real um 8,7% auf.

Kapitalmarkt

Die Zinssätze und Renditen am Kapitalmarkt gaben im dritten Quartal unter dem Druck sinkender Geldmarktzinsen nach. Am Primärmarkt wurde im September erstmals seit Anfang Juni wieder eine Kantonsanleihe mit einem Coupon von 4¼% (zuvor 4½%) aufgelegt. Der Renditerückgang am Sekundärmarkt verlief etwas ausgeprägter: Gemessen an der Durchschnittrendite der Bundesobligationen (berechnet unter Berücksichtigung der Kündbarkeit) betrug der Rückgang zwischen Anfang Juli und Anfang September 0,35%. Im September und Oktober schwankte die Durchschnittrendite zwischen 4,04% und 4,20%.

Die Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch öffentlich aufgelegte Obligationenanleihen belief sich im dritten Quartal auf 11,2 Mrd. Franken (3. Quartal 1985: 5,9 Mrd.). Gleichzeitig wurden 2,7 Mrd. (0,9 Mrd.) an den Kapitalmarkt zurückbezahlt, so dass die Nettobeanspruchung 8,5 Mrd. (5,0 Mrd.) betrug. Gemessen an der Nettobeanspruchung belief sich der Anteil der inländischen Schuldner auf 9%. Dieser geringe Anteil hängt damit zusammen, dass publizierte Notes seit Juni 1986 zu den

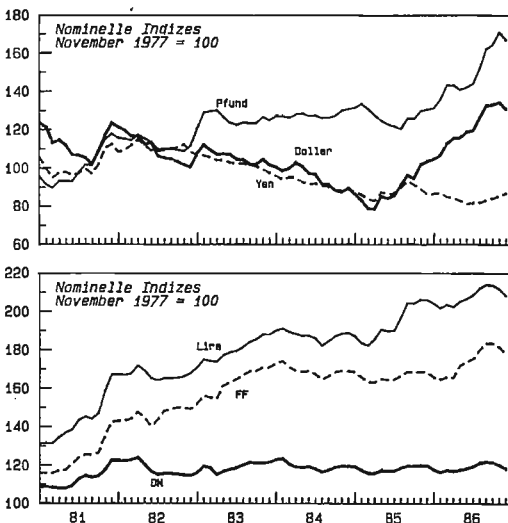
Grafik 16: Zinsentwicklung in der Schweiz



¹ 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

ausländischen Obligationenanleihen gezählt werden und sich die Eidgenossenschaft bei der Mittelaufnahme zurückhielt. Im Juli und September verzichtete der Bund auf geplante Anleiheemission. Gleichzeitig wurden 700 Mio. Franken für drei Anleihen an den Kapitalmarkt zurückbezahlt. Insgesamt werden die Rückzahlungen des Bundes im laufenden Jahr höher ausfallen als seine Emissionen (um rund 600 Mio. Franken). Auch bei den Geldmarkt-Buchforderungen wird sich ein leichter Abbau ergeben.

Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Kapitalexport

Die Entwicklung des Kapitalexportes im dritten Quartal 1986 belegt, dass der bewilligungspflichtige Kapitalexport auf Veränderungen der Zins- und Wechselkursenerwartungen recht heftig reagiert. Nachdem das Total der bewilligten Kapitalexportgeschäfte im Juli gegenüber dem Vormonat um 50% auf 2,5 Mrd. Franken gefallen war, stieg der Gesamtwert der bewilligten Geschäfte im August wieder auf 5,5 Mrd. Franken, um im September auf 3,7 Mrd. Franken zurückzufallen. Gegenüber dem Vorjahresquartal stiegen die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte um 13% auf 11,7 Mrd. Franken. Der Kapitalexport der ersten zehn Monate des laufenden Jahres lag mit 46,1 Mrd. Franken um 21% über dem Volumen der entsprechenden Vorjahresperiode; der Anteil der Kredite fiel dabei von 23 auf 15%.

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Notes	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8	20 684,6	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	11 150,4	19 337,3	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	17 265,2	19 134,9	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1985 1. Q.	3 902,1	5 514,5	1 768,9	311,1	11 496,6
1985 2. Q.	2 744,2	4 406,2	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3. Q.	4 086,7	3 664,2	2 274,9	296,2	10 322,0
1985 4. Q.	6 532,2	5 550,0	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1. Q. ²	6 706,5	5 708,3	1 145,1	534,7	14 094,6
1986 2. Q. ^{2,3}	11 516,8	—	1 961,4	448,1	13 926,3
1986 3. Q. ^{2,3}	8 831,8	—	2 705,7	144,6	11 682,1

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen

² provisorisch

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

Die bewilligten Anleihen ausländischer Schuldner beliefen sich im dritten Quartal auf 8,8 Mrd. Franken, wobei 34% des Emissionstotal auf Wandel- und Optionsanleihen entfielen. Erstmals wurden im Auslandsektor eine Goldoptions- und eine Gold-Wandelanleihe sowie zwei an den Aktienindex gekoppelte Anleihen (sog. «bull and bear bonds») aufgelegt.

Der Anteil der Industrieländer am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport belief sich auf 83% (1985: 80%). Der Anteil Japans stieg wieder auf knapp 31%, nachdem er von 30% im ersten Quartal auf 23% im zweiten Quartal gefallen war. Von den Emissionen japanischer Schuldner wiesen 57% einen Eigenkapitalbezug auf. Die Beanspruchung des Marktes durch Entwicklungsländer lag mit einem Anteil von 1% deutlich unter dem Niveau des Vorjahres von durchschnittlich 5%. Staatshandelsländer und OPEC-Schuldner beanspruchten zusammen 5%, die multilateralen Entwicklungsbanken 11%.

Bankbilanzen und Kredite

Die gute Konjunktorentwicklung kommt im Bilanzsummenwachstum der Banken nicht voll zum Ausdruck. Wegen des tieferen Dollarkurses lag die Bilanzsumme der 71 Banken nur 6,1% über dem Vorjahresstand. Bei konstanten Wechselkursen hätte sich ein Wachstum von über 15% ergeben.

Auch die Kreditentwicklung ist währungsbedingt mässig. Ein zuverlässigeres Bild als das Wachstum des gesamten Kreditvolumens von 6,5% gibt die Zunahme der inländischen (vor allem auf Franken lautenden) Kredite von 9,6%. Diese liegt infolge des anhaltenden Wirtschaftswachstums immer noch über dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre von 9,0%, aber unter dem Höchstwert von 13,7% (Nov. 1980). Bei den «Debitoren» ist der Unterschied zwischen der gegenwärtigen Wachstumsrate von 9,9% (Sept. 1986) und dem Höchstwert von 14,8% (Mai 1980) noch ausgeprägter. Im Gegensatz dazu bewegt sich die Wachstumsrate der Hypotheken seit vier Jahren zwischen 8 und 10% (Sept. 1986: 9,3%).

Die Finanzanlagen (liquide Mittel, Guthabenüberschuss im Interbankgeschäft, Geldmarktpapiere und Wertschriften) lagen Ende September wertmässig 7,3% über dem Vorjahresstand. Die Zunahme dieses Aggregats zeigt, dass die Banken ihre Kreditvergabe gut durch den Zufluss von Passivgeldern finanzieren konnten, ohne auf die – in der Regel leicht liquidierbaren – Finanzanlagen zurückzugreifen. Die kräftige Zunahme der Unterposition «Wertpapiere» im Vorjahresvergleich (16,8%) ist zum Teil unfreiwillig und auf Zeichnungsmisserfolge einiger von den Banken fest übernommener Emissionen zurückzuführen. Der Posten «liquide Mittel» lag an den Monatsenden des dritten Quartals durchschnittlich 4,2% höher als vor Jahresfrist. Dank der ab Juli 1986

flexibleren Ultimopolitik der Nationalbank verfügten die Banken über 9,6% mehr Frankenliquidität als im Vorjahresquartal. Zur Erfüllung der ungefähr auf Vorjahresniveau liegenden gesetzlichen Mindestliquidität zogen die Banken deshalb 10,0% weniger Fremdwährungsliquidität heran.

Die Publikumsgelder wuchsen in den letzten zwei Jahren ungefähr im selben Rhythmus wie die Kredite. Die Wachstumsrate von gegenwärtig 6,3% (Ende Sept. 1986) ist auch hier durch den tieferen Umrechnungskurs für die Dollarpositionen gedrückt. Auf Dollars lauten rund 46% der Termineinlagen sowie ein kleinerer Teil, rund 20%, der Sichteinlagen. Im aussagekräftigeren, für die Geldmengenberechnung relevanten Bereich «Franken, Inland», lagen die Publikumsgelder Ende September 9,6% über dem Vorjahres-

bestand. Ihre Zusammensetzung änderte sich im dritten Quartal nur geringfügig. Der Rückgang der im zweiten Quartal vorübergehend angestiegenen kurzfristigen Zinssätze bewirkte, dass die Anleger Sicht- und Spareinlagen wieder gegenüber Termineinlagen bevorzugten. Im Vorjahresvergleich beschleunigte sich das Wachstum der Sichteinlagen von 7,4 auf 9,5% und dasjenige der Spargelder von 1,7 auf 7,5%. Gleichzeitig verloren die in Phasen hoher kurzfristiger Zinssätze attraktiven Termineinlagen an Schwung. Ihr Wachstum lag Ende September mit 9,4% deutlich unter dem Vorjahreswert von 19,3%. Seit einem Jahr flossen den Banken überdurchschnittlich hohe Beträge durch die Ausgabe von Kassen- und Anleiensobligationen zu. Das Wachstum dieser Position betrug Ende September 12,4% (Sept. 1985: 11,0%).

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 19 décembre 1986*

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

1. Aperçu

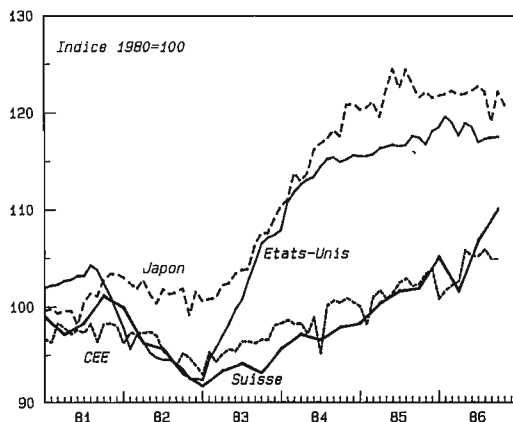
Evolution de la conjoncture

Au troisième trimestre, la conjoncture est restée globalement favorable dans les pays de l'OCDE. Aux Etats-Unis, la croissance du produit national brut réel s'est accélérée, après l'affaiblissement observé au deuxième trimestre; dans les pays européens, l'expansion économique s'est poursuivie à peu près au même rythme qu'au premier semestre. Les impulsions sont venues essentiellement de la demande intérieure, les exportations ne contribuant que faiblement à la croissance. En Europe, l'essor s'est reflété également dans la production industrielle, qui a continué d'augmenter au troisième trimestre. Au Japon cependant, la conjoncture a faibli nettement, du fait d'un recul des exportations. Contrairement à ce qui a été observé dans les pays industrialisés européens, la demande intérieure n'a pas compensé, au Japon, le déclin des exportations.

La baisse des prix des importations, due à l'évolution des cours de change, et le bas niveau des prix pétroliers ont exercé des effets positifs, au troisième trimestre, sur les balances courantes de la plupart des pays de l'OCDE; ainsi, la République fédérale d'Allemagne et le Japon ont enregistré des excédents records. A l'inverse, les balances courantes des pays exportateurs de pétrole – Royaume-Uni, Norvège, Mexique et Nigéria en particulier – se sont détériorées.

Contrastant avec la conjoncture généralement bonne dans les pays de l'OCDE, le chômage est resté élevé. L'emploi a progressé, mais la popu-

Graphique 1: Production industrielle



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

lation active a augmenté elle aussi. Dans l'ensemble, le nombre des chômeurs atteignait encore environ 8% de la population active.

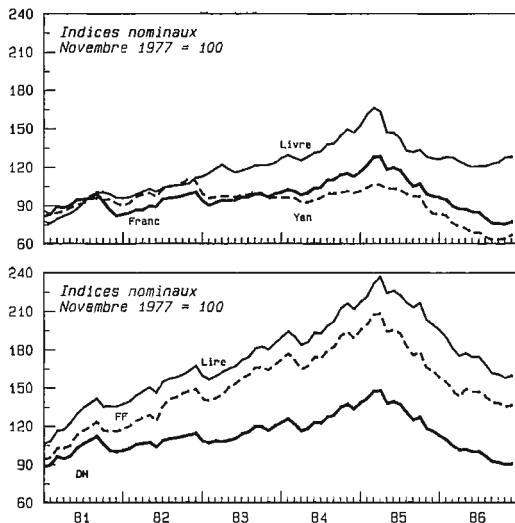
Au troisième trimestre, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait en moyenne à 2,4% dans l'ensemble de l'OCDE et à 1,7% seulement dans les grands pays industrialisés. L'accélération de l'expansion des agrégats monétaires dans d'importants pays industrialisés pourrait toutefois conduire à moyen terme à une reprise de l'inflation.

Politique économique

Dans les grands pays industrialisés, la croissance des agrégats monétaires était, au troisième trimestre, soit nettement plus forte que les objectifs fixés, soit proche de la marge supérieure des fourchettes. L'accélération du rythme d'expansion peut être attribuée à trois raisons principales. Plusieurs pays ont tenté, à l'aide d'une politique monétaire expansionniste, de

* Le rapport, achevé à la mi-novembre, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois d'août et d'octobre 1986.

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



faire baisser les taux d'intérêt pour stimuler leur économie; le fort recul de l'inflation a renforcé l'impression qu'il est possible de stimuler l'économie, par la voie monétaire, sans courir le danger de nouvelles poussées inflationnistes. En outre, la modération des anticipations inflationnistes a engendré, aux Etats-Unis et dans quelques autres pays, une baisse des taux d'intérêt nominaux plus forte qu'on ne l'avait supposée au moment de la fixation des objectifs monétaires. La croissance de la demande de M_1 a été de ce fait plus vive que prévu, ce qui a incité à adapter l'offre de monnaie. Enfin, le démantèlement de réglementations et les nombreuses innovations qui ont caractérisé les marchés financiers ont entraîné un gonflement des agrégats monétaires, en particulier dans les pays anglo-saxons.

La politique budgétaire des grands pays industrialisés présente toujours de gros écarts. Alors que le déficit des Etats-Unis pour l'exercice 1985/86 augmentait encore, on s'attend, en République fédérale d'Allemagne notamment, à un nouveau recul de l'excédent de dépenses. Dans les budgets qui ont été établis en France et en Allemagne pour l'année 1987, la croissance des dépenses publiques reste faible. En France notamment, on escompte un effet stimulant de

l'allègement de la charge fiscale. Confronté à un net ralentissement de la conjoncture, le gouvernement japonais a adopté un complément au budget en vue de stimuler la demande intérieure.

Marchés des changes

Au troisième trimestre, le dollar a faibli légèrement face à toutes les principales autres monnaies, à l'exception de la livre sterling et du yen. Au début d'octobre, il a passé temporairement à moins de 2 marks. Pour enrayer la chute de la monnaie américaine, plusieurs banques centrales européennes sont intervenues sur les marchés des changes. La Banque nationale suisse a participé à cette action concertée. Au troisième trimestre, le mark était de nouveau la monnaie la plus forte du Système monétaire européen (SME). Aucune tension qui aurait contraint les banques centrales à des interventions substantielles n'est apparue toutefois au sein du SME.

Au troisième trimestre, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, était en moyenne inférieur de 20%, en termes nominaux et réels, au niveau observé un an auparavant. Face au yen, le recul de la monnaie américaine a été nettement plus prononcé. Pondérée par les exportations, la valeur extérieure du yen a augmenté de 32% en termes nominaux et de 39% en termes réels.

Coopération monétaire et endettement international

L'Assemblée annuelle du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale, qui s'est tenue au mois de septembre, n'a rien apporté de nouveau sur le plan de l'endettement international. Les pays membres ont décidé, pour l'année 1987, de maintenir à son niveau actuel l'accès élargi aux ressources du FMI et pris note avec satisfaction de la création d'un mécanisme de prêt, la facilité d'ajustement structurel. En outre, ils ont souligné l'importance de l'initiative Baker et approuvé la plus grande souplesse du FMI dans la mise sur pied de programmes d'ajustement. Pour ce qui a trait à la

Banque mondiale, les pays ont démontré combien il est important d'accroître la part des prêts sectoriels et des crédits appuyant les programmes d'ajustement économique.

Les discussions au sujet du système monétaire international ont permis de relever les avantages qu'offrent les changes flottants, dans les conditions actuelles, et de souligner la nécessité de mieux coordonner les politiques économiques pour éviter de fortes fluctuations des cours. A ce propos, une proposition veut que le FMI élabore, en tant qu'organe de surveillance, des indicateurs quantitatifs permettant de juger l'évolution économique de chaque pays. L'idée selon laquelle les pays pourraient être amenés à adapter automatiquement leur politique économique selon l'évolution de ces indicateurs n'a cependant pas été examinée.

A la fin de novembre, les banques commerciales ont approuvé l'octroi au Mexique du crédit de 6 milliards de dollars qui était envisagé depuis le mois d'août. Simultanément, elles ont mis sur pied un plan pour le rééchelonnement de 43,7 milliards de dollars de dettes dues en 1986 et 1987. Des crédits supplémentaires totalisant 1,7 milliard de dollars sont prévus pour le cas où le Mexique n'enregistrerait pas une croissance économique réelle de 3 à 4%. Les banques commerciales ayant donné leur accord, plus rien ne s'oppose à l'octroi par le FMI d'un crédit de 1,3 milliard de dollars (montant net). Compte tenu des prêts de la Banque mondiale (2,3 milliards de dollars), de la Banque interaméricaine de développement (0,4 milliard) et de divers créanciers officiels (2,5 milliards), le Mexique bénéficiera d'apports de fonds atteignant 12,5 milliards de dollars. Dans l'esprit de l'initiative Baker, ces apports serviront au financement de mesures destinées à assainir l'économie mexicaine.

Au mois de novembre, une action concertée a été mise sur pied en faveur du Nigéria. Ce pays a reçu un crédit relais de 650 millions de dollars du FMI ainsi que des prêts des banques commerciales (320 millions de dollars) et de la Banque mondiale (425 millions). Avec une dette de quelque 20 milliards de dollars, le Nigéria se heurte à des difficultés de paiement depuis le printemps

de 1986. La détérioration de sa situation financière s'explique essentiellement, comme dans le cas du Mexique, par la chute des recettes pétrolières.

2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

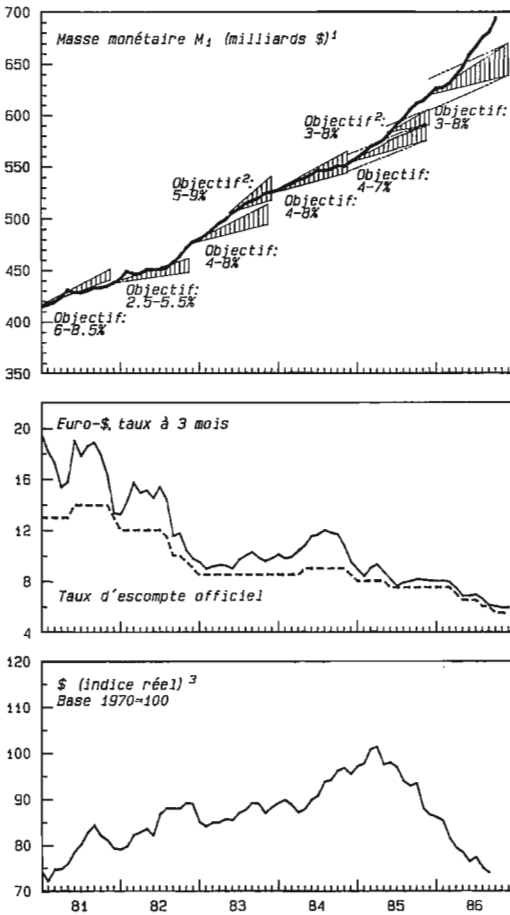
Après avoir ralenti au deuxième trimestre, la croissance économique a repris un peu de vigueur au troisième trimestre; en termes réels, le *produit national brut* dépassait de 2,3% son niveau de la période correspondante de 1985. Cette légère accélération peut être attribuée à la forte demande intérieure, en particulier à la vive hausse des achats de biens de consommation durables. La consommation de services et les achats de biens non durables ont progressé eux aussi, mais à un rythme nettement moindre. En outre, la propension à investir est restée faible. En termes réels, les investissements n'ont augmenté que d'environ 3% par rapport au troisième trimestre de 1985; ce taux correspond approximativement à celui des deux trimestres précédents. Le commerce extérieur a de nouveau freiné la croissance, les importations ayant augmenté en volume davantage que les exportations.

En données corrigées des variations saisonnières, le déficit de la balance commerciale a diminué quelque peu du deuxième au troisième trimestre. Après avoir augmenté légèrement à 34,7 milliards de dollars au deuxième trimestre, le solde passif de la balance courante a probablement fléchi lui aussi.

Au troisième trimestre, le taux annuel de renchérissement s'est chiffré à 1,6%, soit au niveau enregistré le trimestre précédent. Quant au taux de chômage, il a fléchi d'un trimestre à l'autre de 7,1% à 6,8%.

Pour l'exercice 1985/86, le déficit des comptes de l'Etat fédéral a atteint le montant record de 220 milliards de dollars. Sa part au produit national brut s'est inscrite à plus de 5%, soit au niveau observé déjà pour l'exercice précédent.

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

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

Au second semestre, le *Système de Réserve Fédérale* a maintenu le caractère expansionniste qu'il avait donné à sa politique monétaire le printemps dernier. Au mois d'août, il a réduit le taux officiel de l'escompte de 6% à 5,5%, en vue essentiellement de stimuler l'activité économique. La croissance de la masse monétaire M_1 s'inscrivait en moyenne à 12,8% au troisième trimestre – en taux annualisé –, de sorte que la fourchette de 3 à 8% choisie comme objectif était

très nettement dépassée. Quant aux masses monétaires M_2 et M_3 , elles ont évolué à la limite supérieure de leur fourchette de 6 à 9%. Sous l'effet de la forte expansion des agrégats monétaires, les taux d'intérêt ont continué leur mouvement de repli.

République fédérale d'Allemagne

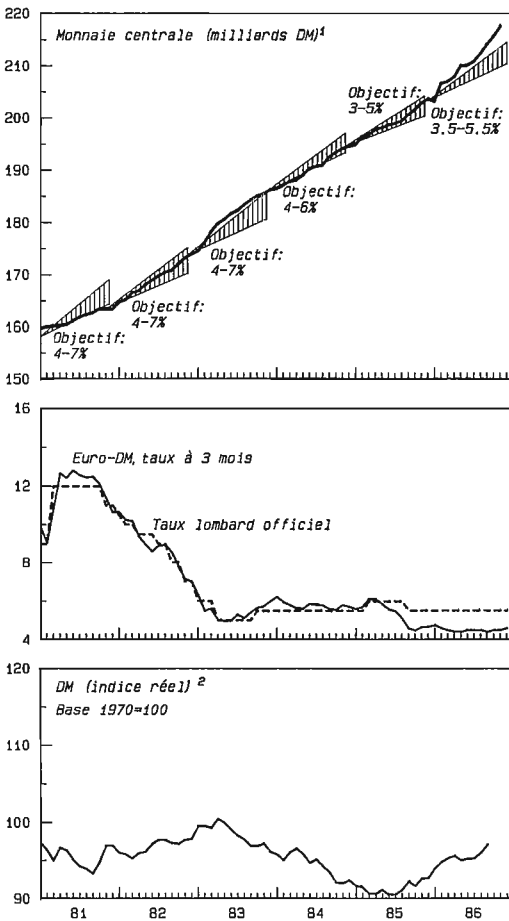
La croissance de l'économie allemande a continué au troisième trimestre, sous l'impulsion principalement de la demande intérieure; depuis la fin de 1985, les exportations n'ont en effet plus guère progressé. L'emploi a augmenté de nouveau et le taux de chômage a fléchi de 8,9% en juillet à 8,7% en octobre, passant ainsi à son niveau le plus bas depuis la fin de 1982.

Les indicateurs montrent cependant que l'expansion, très vigoureuse au deuxième trimestre, s'est un peu modérée au troisième. Ainsi, les commandes venant de l'étranger ont diminué au cours de l'été et la croissance de la production industrielle a faibli; par rapport à la période correspondante de l'année précédente, elle a fléchi de 3% au premier semestre à 1,3% au troisième trimestre.

La hausse du revenu disponible des ménages a stimulé la consommation privée. Le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est maintenu à des niveaux élevés aux mois de juillet et d'août; un nouveau raffermissement de la demande est attendu, vu le climat de consommation favorable. Les investissements sont restés eux aussi élevés. Face à la revalorisation du mark, de nombreuses entreprises envisagent un renforcement de leurs investissements de rationalisation pour améliorer leur position concurrentielle sur les marchés internationaux. Dans le secteur de la construction, les principales impulsions sont venues de nouveau des constructions industrielles et artisanales ainsi que des travaux de génie civil, la construction de logements ayant continué de stagner à un bas niveau.

Pour les trois premiers trimestres, l'excédent de la balance commerciale a atteint 84,2 milliards de marks, montant qui est supérieur au solde actif enregistré pour l'ensemble de l'année 1985.

Graphique 4: République fédérale d'Allemagne



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

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

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les importations ont augmenté de 7% en volume, mais diminué de 11% en valeur, les prix des marchandises importées ayant reculé en moyenne de 22% du fait surtout de l'évolution des cours de change. Les exportations ont fléchi de 1,9% en valeur et progressé de 2% en volume. La balance des transactions courantes s'est soldée par un surplus de 60,3 milliards de marks pour les trois premiers trimestres de 1986, contre 28,3 milliards pour la période correspondante de 1985.

Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation était en moyenne de 0,5% inférieur au niveau observé un an auparavant. Son recul a même atteint 0,9% en octobre.

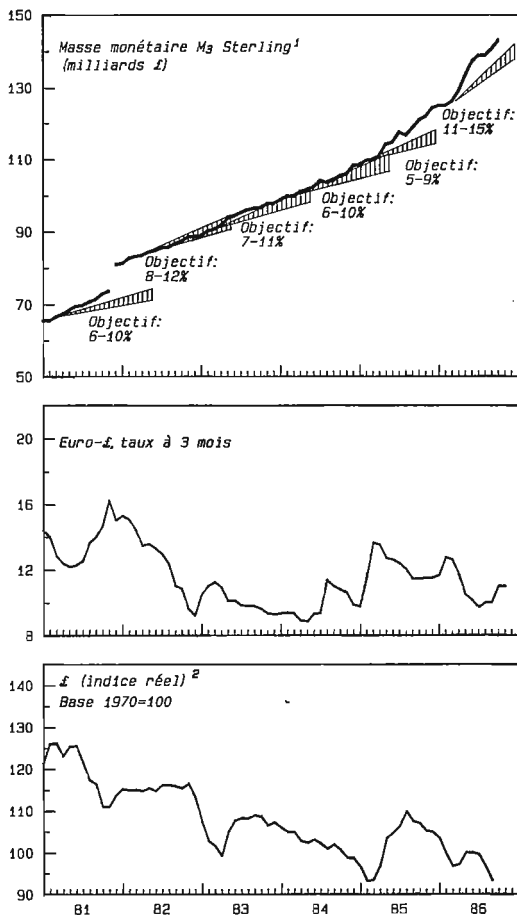
L'expansion de la monnaie centrale s'est accélérée au troisième trimestre. En taux annualisé, elle atteignait 7³/₄% en octobre, dépassant ainsi largement l'objectif de 3 à 5% fixé par la *Banque fédérale d'Allemagne*. Tant le numéraire en circulation que les réserves obligatoires ont fortement progressé. Sur le marché des euro-marks, la rémunération des dépôts à trois mois est restée inchangée au troisième trimestre à environ 4¹/₂%.

Selon le budget qui a été adopté pour l'année 1987, les dépenses atteindront quelque 268 milliards de marks, soit une hausse de 1,9% par rapport à l'exercice précédent. Comme le gouvernement escompte une croissance économique de 4,5% en termes nominaux, la part de l'Etat fédéral au produit national brut devrait continuer de diminuer. Le déficit de 22,3 milliards de marks qui est prévu est légèrement inférieur à celui de 1986.

Royaume-Uni

Au deuxième trimestre, l'essor de l'économie britannique a subi un nouveau ralentissement. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le *produit intérieur brut réel* a augmenté de 1,7%, contre 2,3% au premier trimestre. Cet affaiblissement s'explique par le recul des exportations. Les principales impulsions sont venues de la consommation privée, qui a progressé de 5,1% en termes réels par rapport au deuxième trimestre de 1985, et des investissements (+3,1%). Ces effets stimulants ont été toutefois tempérés par l'augmentation des importations en volume et par la réduction des stocks. La croissance économique semble s'être renforcée au troisième trimestre. Après avoir reculé au deuxième trimestre, la production industrielle dépassait, au troisième, de 2% son niveau de la période correspondante de l'année précédente; le chiffre d'affaires du commerce de détail a lui aussi augmenté vigoureusement en termes réels. En outre, la situation s'est légèrement

Graphique 5: Royaume-Uni



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

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

redressée sur le marché du travail; l'emploi a progressé et le nombre des chômeurs a diminué légèrement entre les mois d'août et d'octobre.

Le déficit de la balance commerciale s'est accru du fait principalement de la baisse des recettes tirées des exportations de pétrole; il a passé de 0,4 milliard au troisième trimestre de 1985 à 2,9 milliards de livres un an plus tard. Le solde passif de la balance des transactions courantes a atteint 1,2 milliard de livres au troisième trimestre. Cette balance a enregistré un léger déficit pour

les neuf premiers mois de 1986, alors qu'elle avait dégagé un excédent de près de 3 milliards de livres pour la même période de l'année précédente.

Au troisième trimestre, le taux annuel moyen de renchérissement a reculé légèrement pour s'établir à 2,6%.

Au mois de septembre, la masse monétaire M_3 sterling dépassait de 18,2% le niveau observé un an auparavant. Sa croissance était donc toujours supérieure à l'objectif de 11 à 15%. L'agrégat M_0 , composé à 95% de billets et de pièces, a augmenté de 5,5% durant la même période. La faiblesse persistante de la livre sterling a amené la *Banque d'Angleterre* à intervenir fortement sur les marchés des changes et à relever les taux d'intérêt à court terme.

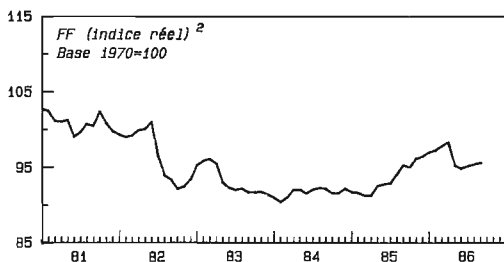
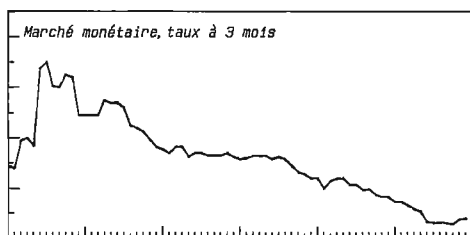
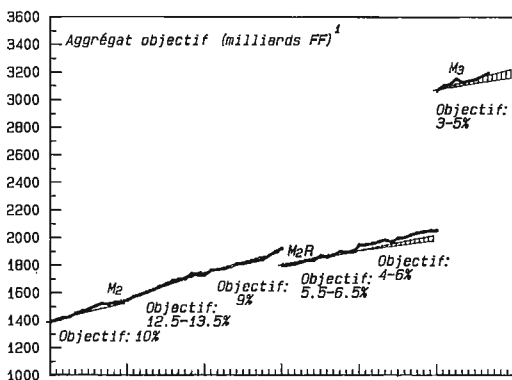
France

Depuis le printemps de 1986, la conjoncture s'est nettement améliorée en France. Grâce à une progression vigoureuse au deuxième trimestre, le *produit intérieur brut réel* a augmenté de 2,4% du premier semestre de 1985 à la période correspondante de l'année en cours. La hausse de la production industrielle et l'augmentation du chiffre d'affaires du commerce de détail indiquent que l'essor économique a probablement continué au troisième trimestre.

Les investissements et les stocks ont soutenu la conjoncture, avec la consommation privée, au deuxième et, probablement, au troisième trimestres. Une amélioration s'est dessinée notamment dans l'industrie de la construction, sans ressort depuis de longues années. Les exportations n'ont cependant augmenté que faiblement; quant aux importations, elles se sont accrues en volume sous l'effet de la vive demande intérieure.

Grâce au net recul des importations en termes nominaux, le déficit de la balance commerciale a fortement diminué, passant de 19,7 milliards de francs français pour les neuf premiers mois de 1985 à 1,9 milliard pour la même période de 1986. La balance courante s'est soldée par un

Graphique 6: France



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

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

excédent de 13 milliards de francs français, alors qu'elle avait enregistré un déficit de 5,2 milliards pour les trois premiers trimestres de 1985.

Sur le marché du travail, les perspectives sont devenues un peu plus favorables. L'emploi a cessé de diminuer au début de 1986, car les places de travail créées dans le secteur des services et dans la construction ont compensé

celles qui ont disparu dans l'industrie. Néanmoins, le taux de chômage a augmenté de 10,2% au premier trimestre à 10,7% au troisième, du fait de l'accroissement de la population active. Au troisième trimestre, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 2,1% en moyenne.

La masse monétaire M_3 a progressé à un rythme accru au troisième trimestre. Au mois de septembre, elle était à la limite supérieure de sa fourchette de 3 à 5%. Bien que le repli des taux d'intérêt ait continué, la Banque de France n'a pas modifié son taux d'intervention qui, depuis le mois de juin, s'inscrit à 7%.

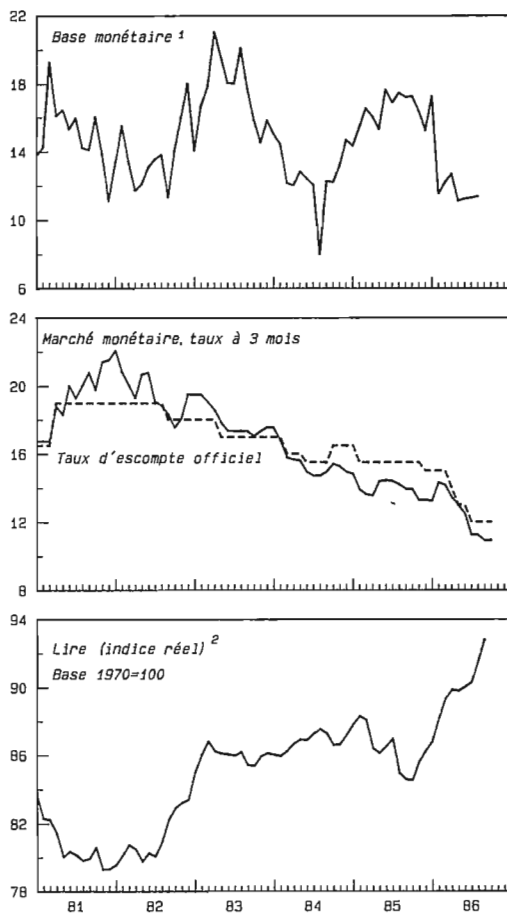
Présenté à fin septembre, le projet de budget pour l'année 1987 se caractérise notamment par une hausse très modérée des dépenses publiques et par des allègements fiscaux. Le déficit sera ramené à 128,6 milliards de francs français ou à 2,5% du produit intérieur brut, contre environ 3% en 1986. Les baisses d'impôts, qui sont envisagées, profiteront tant aux particuliers (réduction de la progressivité de l'impôt et de l'imposition des bas revenus) qu'aux entreprises (diminution de 50% à 45% du taux d'imposition des bénéficiaires, baisse de la taxe professionnelle). Les allègements fiscaux seront toutefois compensés en partie par une augmentation des charges sociales.

Italie

Au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel a progressé de 2,9% par rapport à la même période de 1985. La croissance a reposé sur la consommation privée mais aussi, au contraire des Etats-Unis et de la plupart des pays européens, sur les exportations. La diminution des importations, en volume, a renforcé sensiblement la contribution du commerce extérieur. La stagnation de la production industrielle au troisième trimestre annonce un léger ralentissement de l'expansion économique.

Grâce à l'augmentation de l'emploi, le taux de chômage a diminué de 11,5% en avril à 10,9% en juillet. Quant au taux annuel de renchérissement, il a continué son mouvement de repli; il

Graphique 7: Italie



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

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

s'inscrivait à 5,1% en octobre, contre 8,5% un an auparavant.

Les résultats qui ont été obtenus sur le plan monétaire sont eux aussi encourageants. La croissance de la base monétaire a ralenti, et l'agrégat M_2 a évolué au cours des huit premiers mois de l'année à la limite inférieure de l'objectif fixé pour 1986, soit 7 à 11%. L'expansion plus lente de M_2 s'explique en partie par le développement rapide de nouvelles formes de placement qui, telles les fonds de placement, n'entrent

pas dans la composition de cet agrégat monétaire.

Au cours des huit premiers mois de 1986, les crédits accordés à des résidents ont progressé de 13,7% en taux annualisé. La vigoureuse croissance des crédits au secteur privé a été la cause principale du léger dépassement de l'objectif de 13%. En septembre, un impôt à la source de 6,25% a été introduit sur les nouvelles émissions de bons du Trésor. L'attrait des bons du Trésor n'en a pas souffert, malgré les réserves émises dans une première phase. Le rendement des bons du Trésor à trois mois, qui atteignait environ 13% en février, était inférieur à 10% en octobre.

Pour 1987, il est prévu de restreindre à 7% l'augmentation des crédits au secteur privé et à 11% celle de l'ensemble des crédits. Quant à l'objectif de croissance de M_2 , il a été fixé entre 6 et 9%, une fourchette inférieure à celle de 1986.

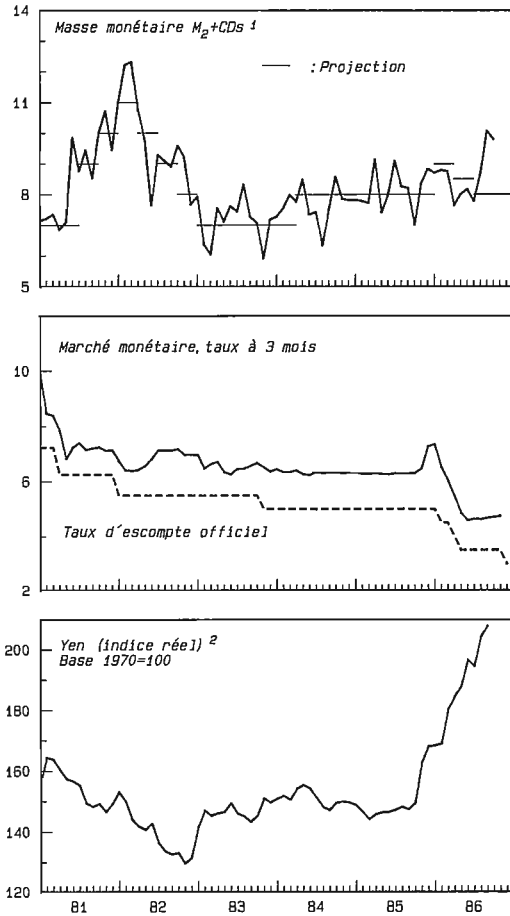
Japon

La nette revalorisation du yen a entraîné un recul des exportations japonaises, et l'expansion économique a faibli. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la croissance du *produit national brut réel* a diminué à 2,5% au deuxième trimestre. La demande intérieure a cependant stimulé davantage la conjoncture qu'au premier trimestre. Les dépenses publiques ont augmenté vigoureusement, mais la consommation privée et la construction de logements ont elles aussi apporté un soutien à la conjoncture. D'un autre côté, les autres investissements sont restés faibles et les stocks ont diminué. Etant donné le léger recul de la production industrielle, la croissance économique a probablement encore ralenti au troisième trimestre.

Une légère détérioration a été observée sur le marché du travail. Le taux de chômage a passé de 2,8% au deuxième trimestre à 2,9% en août, atteignant ainsi un niveau record pour le Japon.

La forte hausse du yen a marqué la balance commerciale au troisième trimestre. Exprimées en yens, les importations ont chuté de 36% par

Graphique 8: Japon



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

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

rapport au troisième trimestre de 1985. Comme les exportations ont fléchi de 19%, l'excédent de la balance commerciale s'est accru. En dollars, les importations n'ont guère varié et les exportations ont augmenté de 20% du fait de la revalorisation du yen face à la monnaie américaine. Le solde actif de la balance commerciale a passé à quelque 25 milliards de dollars au troisième trimestre, ce qui constitue un nouveau record. La cherté du yen affaiblissant la capacité concurrentielle des producteurs japonais sur les marchés

internationaux, on peut s'attendre à ce qu'un recul des quantités annule dans quelque temps cette progression comptable de l'excédent des exportations.

Le solde actif de la balance des transactions courantes est estimé, en données corrigées des variations saisonnières, à 21,7 milliards de dollars, soit à peu près le double de l'excédent enregistré pour le troisième trimestre de l'année précédente.

Les prix à la consommation n'ont presque pas varié. Au troisième trimestre, ils étaient en moyenne de 0,3% supérieurs à leur niveau de la période correspondante de 1985.

Le 19 septembre, le gouvernement japonais a présenté un budget complémentaire de 3600 milliards de yens (1% environ du PNB) pour stimuler l'économie. Il prévoit, entre autres, une hausse des dépenses dans le domaine des investissements publics et dans celui de la construction de logements ainsi que l'octroi de prêts à taux d'intérêt bas aux petites entreprises. Le gouvernement espère ainsi atteindre l'objectif qu'il s'est fixé en termes de produit national brut pour l'année budgétaire en cours, soit une croissance réelle de 4%. Comme une stimulation de la demande intérieure se répercute aussi sur les importations, il s'attend également à une réduction de l'excédent de la balance courante.

La baisse des taux d'intérêt et la hausse du yen, qui avaient marqué le premier semestre, ont pris fin au troisième trimestre. La croissance de la masse monétaire $M_2 + CD$ a augmenté légèrement, passant à 8,8% au troisième trimestre. L'évolution peu satisfaisante des investissements et de l'emploi ainsi que la légère tension des taux d'intérêt ont incité la *Banque du Japon* à ramener son taux de l'escompte de 3½% à 3% au début du mois de novembre.

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

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

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

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

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

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

	1983	1984a)	1985a)	1985a)				1986a)		
				1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Etats-Unis	– 46,6	– 106,5	– 117,7	– 26,1	– 27,7	– 29,3	– 33,7	– 34,0	– 34,7	–
Rép. féd.										
d'Allemagne	4,1	7,1	13,4	1,9	2,9	4,4	4,6	8,1	7,9	11,3
Royaume-Uni	4,8	2,1	4,6	– 0,5	1,8	1,5	1,3	0,8	0,5	–
France b)	– 4,4	– 0,8	– 0,2	– 0,6	0,3	0,0	0,6	1,1	0,3	1,2
Italie b)	0,8	– 4,2	– 3,6	– 2,3	– 0,7	1,3	– 2,2	– 2,1	0,2	–
Japon	20,8	35,0	49,2	9,4	12,1	11,7	15,6	15,5	21,8	21,7
Suisse b)	3,9	4,4	5,2	1,3	1,2	1,1	1,6	1,9	1,6	1,4

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

La croissance économique s'est accélérée au deuxième trimestre; par rapport à la période correspondante de 1985, le *produit intérieur brut réel* a augmenté de 2,7%, contre 2% au premier trimestre.

Les principales impulsions sont venues de la demande intérieure. La consommation privée a continué sa progression au deuxième trimestre et, selon des indicateurs tels le chiffre d'affaires du commerce de détail et les importations de biens de consommation, au troisième trimestre également. La contribution des investissements à la croissance s'est renforcée au deuxième trimestre, l'expansion des investissements en biens d'équipement étant relativement forte. Les investissements en constructions – plus de la moitié de l'ensemble des investissements – ont augmenté, comme précédemment, à un rythme plutôt lent. Le taux annuel de croissance des exportations de biens et de services (en volume) a faibli au deuxième trimestre. Après correction des variations saisonnières et de facteurs particuliers, une tendance à la hausse peut être observée, au deuxième et au troisième trimestres, pour les exportations de marchandises en volume. La vigueur de la demande intérieure a entraîné une forte expansion du volume des importations. Les importations de biens d'équipement ont enregistré une vive augmentation entre le troisième trimestre de 1985 et les trois mois correspondants de 1986.

Après avoir encore nettement progressé au deuxième trimestre, la production industrielle a perdu de son élan. La marche des affaires, plus modérée en particulier dans les entreprises à vocation fortement exportatrice, a influé sur le taux d'utilisation des capacités techniques; ce taux a marqué un léger repli, pour la première fois depuis une assez longue période.

Au deuxième et au troisième trimestres, la monnaie centrale ajustée dépassait de 1,9% son niveau de la période correspondante de 1985. La politique plus souple que la Banque nationale a

adoptée à partir du milieu de l'année en matière de financement des échéances mensuelles et la baisse des principaux taux d'intérêt étrangers ont entraîné un net repli des taux à court terme au troisième trimestre.

En termes nominaux et réels, le cours du franc suisse, pondéré par les exportations, s'est élevé du deuxième au troisième trimestre; le mouvement de hausse de l'indice nominal a cependant pris fin au cours du trimestre. Le franc a cessé de s'apprécier face au dollar et a même fléchi nettement vis-à-vis du mark allemand. Par rapport au yen, il a reculé légèrement du troisième trimestre de 1985 à la période correspondante de 1986; il s'est toutefois redressé un peu, durant le troisième trimestre, face à la monnaie japonaise et à la livre sterling.

L'évolution des prix des marchandises importées a continué de modérer le renchérissement en Suisse. Entre le troisième trimestre de 1985 et la même période de cette année, l'indice partiel des prix des marchandises importées a diminué de 5,4%; les marchandises suisses ont cependant renchéri de 3%. L'indice global des prix à la consommation a augmenté de 0,6%. Quant aux prix de gros, ils ont continué leur mouvement de repli.

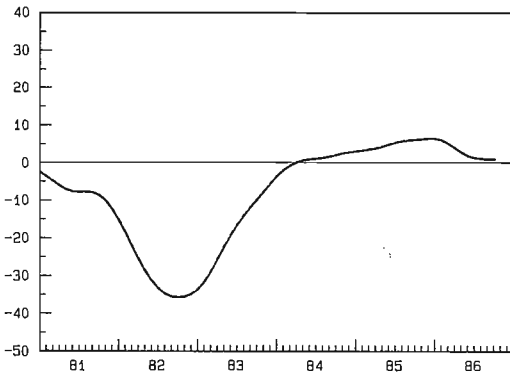
2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le produit intérieur brut réel s'est accru de 2,7% au deuxième trimestre, contre 2% au premier trimestre. Les effets stimulants venant de la demande intérieure – consommation privée, investissements – se sont renforcés, alors que la contribution des exportations à la croissance faiblissait.

L'expansion de la production industrielle s'est accélérée au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, elle a atteint 5%, contre 1,3% au premier trimestre. Selon l'indice composite sur la marche des affaires, que publie le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la con-

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹

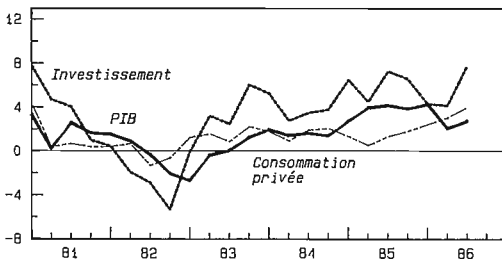


¹ Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis).

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

joncture a perdu de son dynamisme au troisième trimestre. Le ralentissement de la marche des affaires dans l'industrie est dû principalement aux entreprises qui sont fortement dépendantes des exportations; ces entreprises portent un jugement nettement plus pessimiste que les autres sur la situation et les perspectives. Le taux d'utilisation des capacités techniques a légèrement fléchi, passant de 87,1% au deuxième trimestre à 86,4% au troisième; un recul n'avait plus été observé depuis la fin de 1984. Comme les trimestres précédents, le nombre des personnes occupées est jugé trop faible. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ,

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

la pénurie de main-d'œuvre est cependant moins aiguë qu'à la fin de 1985.

Les entrées de commandes dans l'industrie et le secteur principal de la construction dépassaient de 3%, au deuxième trimestre, leur niveau de la période correspondante de 1985 (croissance moyenne en 1985: 6%). Dans l'industrie, la progression de 3% peut être attribuée autant aux commandes de résidents qu'à celles de l'étranger. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les carnets de commandes ont diminué, en données corrigées des variations saisonnières, au deuxième et au troisième trimestres. Le jugement porté sur les commandes en portefeuille et sur les stocks est aujourd'hui moins favorable qu'au début de l'année.

Consommation privée

En données corrigées des variations saisonnières, la consommation privée a augmenté de 7,4%, en taux annualisé, du premier au deuxième trimestre. En termes réels, elle dépassait de 4%, au deuxième trimestre, son niveau de la période correspondante de 1985; un taux aussi élevé n'avait plus été observé depuis le deuxième trimestre de 1980.

La hausse des revenus – les salaires réels ont progressé de 2,2% entre les neuf premiers mois de 1985 et la période correspondante de 1986 – a stimulé la demande, au troisième trimestre également. Par rapport au troisième trimestre de 1985, le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est accru de 4,9% en termes réels, et les importations de biens de consommation ont augmenté de 9,7% en volume. Les importations de véhicules – un tiers environ de l'ensemble des achats de biens de consommation à l'étranger – ont même enregistré une croissance de 60%; ce taux s'explique en partie par le fait que tous les véhicules importés depuis le mois d'octobre 1986 doivent être équipés d'un catalyseur; les importateurs se sont donc efforcés d'augmenter leurs stocks de voitures sans catalyseur.

Au troisième trimestre, le nombre des nuitées des clients suisses et étrangers dans les hôtels a

baissé de 2,7% par rapport à la même période de 1985. Les nuitées des touristes suisses ont augmenté de 9,5%, tandis que celles des hôtes étrangers fléchissaient de 10,8%. Ce recul s'explique principalement par la diminution des visiteurs américains, diminution que la progression des touristes européens n'a pas compensée. Le nombre des hôtes américains a baissé de 50% par rapport au troisième trimestre de 1985. Leur part à l'ensemble des touristes étrangers a passé en moyenne de 20% en 1985 à 13% durant les neuf premiers mois de 1986. Néanmoins, les Américains sont restés les deuxièmes clients de notre industrie du tourisme, après les Allemands.

Investissements

Au deuxième trimestre, les investissements ont progressé vigoureusement en données corrigées des variations saisonnières. Par rapport à la période correspondante de 1985, leur croissance a atteint 7,7%. Ainsi, ils étaient, avec la consommation privée, le principal soutien de la conjoncture. Les investissements en biens d'équipement se sont accrus de 16,9%, mais les constructions, qui représentent nettement plus de la moitié de l'ensemble des investissements, ont continué de progresser à un rythme très lent (2,5%).

Les importations de biens d'équipement, fortes au troisième trimestre également, indiquent que

la propension à investir est restée élevée dans ce secteur. Leur croissance, qui a atteint 21,7%, est due en grande partie aux achats à l'étranger d'ordinateurs. En outre, les importations de véhicules utilitaires (sans les avions) ont augmenté d'environ 40%; cette vive expansion peut être attribuée en partie aux achats accrus que les importateurs de véhicules ont effectués pour renforcer leurs stocks.

Dans la construction, la demande s'est raffermie au troisième trimestre grâce à des commandes plus nombreuses pour des bâtiments industriels et artisanaux, mais aussi publics. Elle a continué à faiblir dans le domaine des logements, la progression observée pour les maisons individuelles ayant pour corollaire une diminution du côté des immeubles locatifs. Selon l'enquête que la Société suisse des entrepreneurs a réalisée au 1er octobre 1986, les réserves de travail étaient inférieures de 7,2% à leur niveau du début du quatrième trimestre de 1985 dans la construction de logements.

Commerce extérieur et balance des transactions courantes

Au troisième trimestre, les exportations suisses de marchandises dépassaient de 4,4% leur volume des trois mêmes mois de 1985. En valeur, leur progression a été de 2,6%, les prix des biens exportés ayant diminué de 1,7%. Comme le trimestre précédent, la croissance peut être attri-

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

	1982	1983	1984	1985	1985			1986		
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	- 5,8	7,3	3,6	8,7	12,4	10,4	13,8	13,1	17,3	21,7
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes	- 3,6	7,2	- 6,4	- 15,0	- 19,9	11,8	- 22,8	- 4,0	16,4	- 2,2
Logements construits dans 96 villes	6,7	- 5,7	6,9	- 2,3	- 18,1	- 0,3	13,6	1,3	8,9	24,9
Projets de constructions industrielles ¹										
- volume des projets	- 22,5	17,4	- 8,0	34,4	55,9	- 7,7	96,4	29,5	20,6	99,4
- nombre de projets	16,3	11,8	31,5	12,6	24,4	2,2	16,5	12,9	- 3,7	24,7

¹ Constructions nouvelles et agrandissements

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

	1982	1983	1984	1985a)	1985a)		1986a)			
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Exportations, volume	-4,4	0,0	6,4	9,1	15,5	7,7	6,4	0,9	3,3	4,4
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	-3,3	6,5	9,8	7,9	12,2	8,5	4,1	-0,4	3,0	0,3
biens d'équipement	-4,6	-4,0	3,1	10,7	18,1	12,1	10,4	5,7	7,3	11,3
biens de consommation	-5,4	-2,7	6,4	8,8	16,6	1,9	4,3	-2,5	-1,1	1,4
Valeurs moyennes à l'exportation	5,2	2,4	4,5	1,9	0,8	2,2	0,8	0,4	1,0	-1,7
Importations, volume	-1,8	4,8	7,3	5,2	7,1	7,7	4,5	6,1	11,9	11,4
dont: mat. prem. et prod. semi-ouvr.	-3,4	4,9	10,1	7,6	10,7	7,9	4,6	0,8	6,7	5,8
biens d'équipement	-5,9	7,3	3,6	8,7	12,4	10,4	13,7	13,1	17,3	21,7
biens de consommation	3,0	1,0	9,6	2,5	4,9	3,8	0,8	5,4	14,7	12,7
Valeurs moyennes à l'importation	-1,1	-0,8	4,0	4,7	8,2	1,1	0,9	-6,0	-10,1	-11,6

a) Chiffres provisoires

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

Source: Direction générale des douanes fédérales

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

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

a) Chiffres provisoires

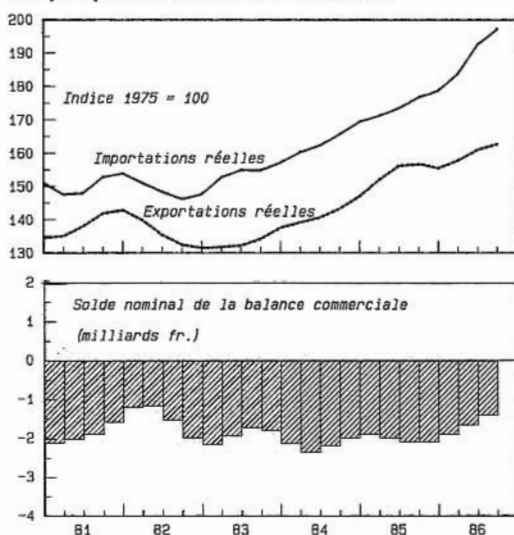
*) Selon de premières estimations

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

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

buée en majeure partie aux biens d'équipement; en effet, les ventes à l'étranger de matières premières, de produits semi-ouvrés et de biens de consommation n'ont augmenté que légèrement. L'expansion, très supérieure à la

moyenne, des exportations de biens d'équipement s'explique principalement par les ventes accrues de machines et appareils électriques. Par contre, les exportations de l'industrie chimique ont continué à diminuer en volume.

Graphique 11: Commerce extérieur¹

¹ Données cvs et lissées

Source: Direction générale des douanes fédérales

En valeur, les exportations vers la République fédérale d'Allemagne, vers la France et vers l'Italie ont atteint des taux de croissance supérieurs à la moyenne. Un léger recul a été observé pour les livraisons au Royaume-Uni et une forte baisse pour celles vers les Etats-Unis. La part des exportations vers les pays en développement est restée stable à 17,3%.

Comme le trimestre précédent, les importations se sont accrues fortement en volume puisqu'elles étaient supérieures de 11,4% à leur niveau du troisième trimestre de 1985. L'augmentation des achats à l'étranger de biens d'équipement et de consommation a été exceptionnellement forte, tandis que celle des importations de matières premières et de produits semi-finis faiblissait. Par rapport à la période correspondante de 1985, les achats à l'étranger d'huile de chauffage ont progressé en volume de 30,5%, contre 9,1% au deuxième trimestre. La répartition par pays montre que nos achats en République fédérale d'Allemagne et en Italie ont augmenté, en valeur, davantage que la moyenne. Nous avons toutefois nettement moins importé, en valeur toujours, de produits venant du Royaume-Uni, des Etats-Unis et des pays en

développement. Le déficit de la balance commerciale est resté approximativement inchangé par rapport au trimestre précédent, mais a continué à reculer en données corrigées des variations saisonnières.

Le solde actif de la balance des transactions courantes s'est inscrit à 2,3 milliards de francs au troisième trimestre, contre 2,9 milliards le trimestre précédent; l'excédent avait été de 2,4 milliards au troisième trimestre de 1985. Du deuxième au troisième trimestre, les exportations de marchandises et de services ont passé de 23 milliards à 22,5 milliards de francs, alors que les importations restaient approximativement inchangées à 22,9 milliards. Malgré une hausse saisonnière, les recettes touristiques ont diminué par rapport à l'année dernière, du fait du net recul de la clientèle américaine. Les revenus de facteurs et les transferts sans contrepartie n'ont pas varié d'un trimestre à l'autre.

Emploi et marché du travail

Au troisième trimestre, l'emploi a continué sa progression. Par rapport à la période correspondante de 1985, le nombre des personnes occupées a augmenté de 1% au deuxième et au troisième trimestres. La croissance a été de 1,1% aussi bien dans l'industrie que dans le secteur des services. Elle a été vigoureuse, une fois encore, dans l'industrie des machines et appareils, mais a faibli un peu dans les industries de biens de consommation qui, comme le textile et l'horlogerie, ont une vocation fortement exportatrice. L'effectif du personnel n'a progressé que légèrement dans le secteur principal de la construction et a fléchi une nouvelle fois dans l'horticulture et la sylviculture. Dans le domaine de l'emploi, les perspectives pour le quatrième trimestre étaient considérées généralement comme favorables; toutefois, l'industrie était plus prudente, dans son appréciation, que le trimestre précédent.

Au troisième trimestre, le chômage ne s'est plus réduit. En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des chômeurs complets a augmenté légèrement, pour la première fois depuis le milieu de 1984. Quant au nombre des

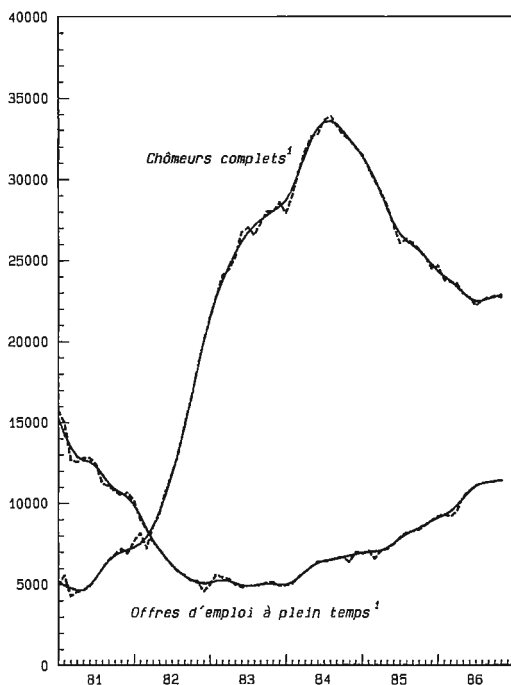
Tableau 5: Emploi et marché du travail

(Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1982	1983	1984	1985	1986						
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Indice de l'emploi ¹	-1,1 ²	-1,3	-0,4	0,8	0,9	1,0	1,0	-	-	-	-
Taux de chômage ^{3,4}	0,4	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
Chômeurs ⁴	13 220	26 288	32 061	27 025	26 948	22 142	19 876	20 103	19 788	19 739	20 255
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ⁴	36 611	48 930	11 232	2 133	2 144	1 290	1 121	698	861	1 805	3 606
Offres d'emploi à plein temps ⁴	6 352	5 084	6 269	7 898	9 256	11 068	11 797	11 609	11 769	12 015	11 548

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente² Après correction du fait que le mois de relevé dans le secteur principal de la construction a été déplacé du 2e au 3e mois du trimestre³ Nombre des chômeurs complets en % de la population active selon le recensement de 1980⁴ En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Source: La Vie économique, OFIAMT

Graphique 12: Marché du travail¹ Données cvs et lissées

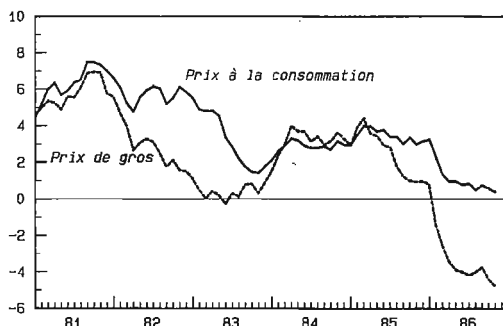
Source: Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail

personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail, il s'est accru très nettement par rapport au troisième trimestre de 1985. En don-

nées brutes, le taux de chômage a néanmoins diminué à 0,6%. Le nombre des offres d'emploi a progressé légèrement.

Prix et salaires

Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 0,6% en moyenne son niveau de la période correspondante de 1985. Le faible taux de renchérissement peut être attribué à l'évolution des prix des biens importés. En effet, ces prix ont diminué de 5,4% en un an, alors que ceux des marchandises suisses s'élevaient de 3%. Quant aux prix de gros, ils ont

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

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

fléchi de 4,1% par rapport au troisième trimestre de 1985; le recul a atteint 11,4% pour les biens importés, mais 1,1% seulement pour les marchandises suisses.

Selon des calculs de l'OFIAMT, les gains des travailleurs dépassaient, au troisième trimestre, de 2,5% leur niveau de la période correspondante de 1985. Mesurée à l'indice des prix à la consommation, la hausse réelle des salaires s'est inscrite à 1,9%.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Au troisième trimestre, l'évolution de la monnaie centrale ajustée a été conforme à l'objectif; le taux annuel de croissance de cet agrégat a atteint en moyenne 1,9%, comme le trimestre précédent. Les deux composantes de la monnaie centrale ajustée ont marqué une progression, les billets en circulation ont augmenté de 1,5%, contre 1% au deuxième trimestre et les avoirs en comptes de virements, de 3,2%, contre 4,7% au trimestre précédent. L'expansion des billets en circulation, plus forte qu'au deuxième

trimestre, était attendue; la tendance devrait même persister au trimestre suivant. L'accélération de la croissance des billets vers la fin de l'année s'explique par le cycle bisannuel des déclarations d'impôt.

Par rapport à la période correspondante de 1985, M_1 a progressé de 4,8%, M_2 , de 7,8% et M_3 , de 7,7% au troisième trimestre. La croissance particulièrement forte que les dépôts à terme ont enregistrée en juillet a nettement ralenti au cours du troisième trimestre, à la suite de la baisse des rémunérations servies sur ces dépôts.

Marchés monétaire et financier

Marché monétaire

Après avoir atteint leur point culminant peu avant l'échéance semestrielle, les taux à court terme ont reculé de plus d'un point entre les mois de juillet et d'octobre. Les facteurs déterminants de cette évolution ont été la politique plus souple que la Banque nationale a adoptée à partir de la fin du mois de juin en matière de financement des échéances, et le recul des taux à l'étranger, notamment aux Etats-Unis.

Tableau 6: Monnaie centrale ajustée (MCA)

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1,3}	Variation en % ²
1982	22 064	0,7	7102	5,7	467	28 699	2,6
1983	22 774	3,2	7549	6,5	593	29 730	3,6
1984	23 263	2,1	7826	4,0	605	30 484	2,6
1985	23 626	1,6	8090	3,6	574	31 142	2,2
1985 3e trim.	23 263	0,6	8000	4,8	478	30 785	2,1
1985 4e trim.	23 883	0,3	8554	2,4	628	31 809	1,5
1986 1er trim.	23 921	0,4	8088	3,0	449	31 560	1,5
1986 2e trim.	23 759	1,0	8022	0,9	334	31 446	1,9
1986 3e trim.	23 615	1,5	8303	3,7	545	31 373	1,9
1986 juillet	23 769	1,3	8192	3,1	579	31 382	2,2
1986 août	23 488	1,5	7934	1,4	209	31 213	1,6
1986 sept.	23 587	1,7	8782	6,7	846	31 523	1,9
1986 oct.	23 710	2,2	8426	1,0	473	31 663	2,1
1986 nov.	23 888	2,2	8493	2,3	401	31 980	2,5

¹ Moyenne des valeurs mensuelles, en millions de francs

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

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

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1982	3,9	2,1	2,2
1983	7,5	- 5,1	6,9
1984	2,7	5,6	6,2
1985 ²	0,0	7,4	4,9
1985 2e trim. ²	- 1,0	8,6	5,0
1985 3e trim. ²	0,3	7,2	4,4
1985 4e trim. ²	1,5	6,4	5,1
1986 1er trim. ²	3,7	4,9	5,7
1986 2e trim. ²	4,7	5,0	6,3
1986 3e trim. ²	4,8	7,8	7,7
1986 juillet ²	4,1	8,3	7,7
1986 août ²	5,3	8,0	7,9
1986 septembre ²	5,0	7,0	7,5
1986 octobre ²	6,1	7,2	7,8

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

² Chiffres provisoires

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

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

M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a passé de 5,1%, au début du mois de juillet, à 3,9%, à fin octobre. Les rémunérations ont donc retrouvé un niveau presque aussi bas que celui du premier trimestre. Parallèlement à l'évolution du marché des euro-francs, les grandes banques ont ramené depuis le milieu de l'année de 4½ à 3½%, en quatre étapes, les taux des dépôts de 3 à 12 mois.

Les avoirs que les banques et sociétés financières détiennent à la Banque nationale atteignent en moyenne 8,3 milliards de francs pendant les mois de juillet à octobre, soit 3% de plus qu'un an auparavant. En raison de la politique plus souple en matière de financement des fins de mois, les avoirs en comptes de virements dépassaient, aux échéances mensuelles, de 7,2% leurs niveaux correspondants de 1985 (deuxième trimestre 1986: 5,4%).

Marché des changes

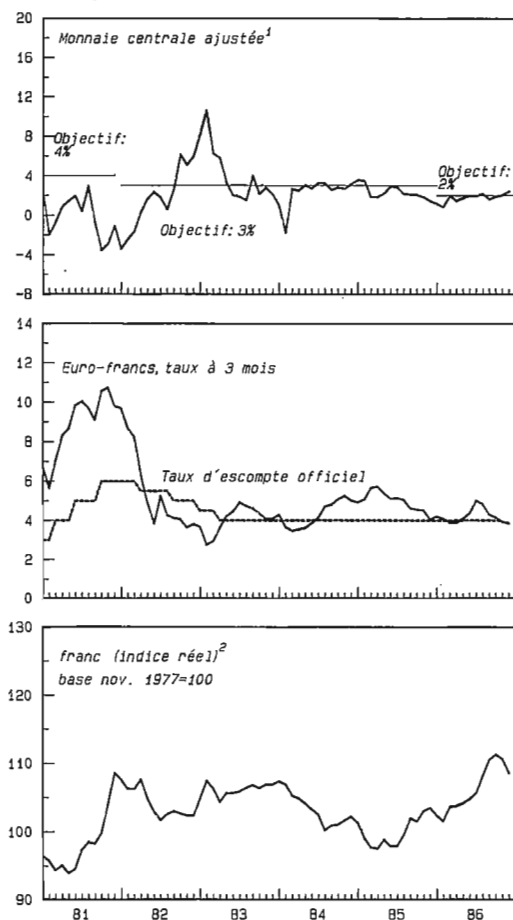
Durant les mois d'août à novembre, le dollar a fluctué entre fr. 1,61 et fr. 1,70 pour s'établir à fr. 1,65 en moyenne. Le yen japonais était à peine supérieur à son niveau de la même période de 1985; il s'est toutefois légèrement déprécié, comme la livre sterling, pendant la période examinée. Après s'être établi à 80 centimes environ au début du mois d'août, le mark s'est revalorisé durant les mois suivants, passant à plus de 82 centimes. Durant la même période, tant le franc français que la lire italienne ont haussé légèrement par rapport au franc suisse.

Du troisième trimestre de 1985 à la période correspondante de 1986, le cours réel du franc a varié inégalement face aux monnaies de nos principaux partenaires commerciaux. Il s'est revalorisé de 38,4% et de 26,5% vis-à-vis du dollar américain et de la livre sterling, mais de 7,2% et de 3% face au franc français et au mark allemand. Par contre, il a reculé de 9,3% et de 1,5%, face au yen et à la lire italienne. Pondéré par les exportations, le franc a augmenté au troisième trimestre de 11,3%, en termes nominaux, et de 8,7%, en termes réels, par rapport aux cours observés un an plus tôt.

Marché des capitaux

Sous l'effet de l'orientation à la baisse des rémunérations à court terme, les taux et les rendements ont diminué au troisième trimestre sur le marché des capitaux. Pour la première fois depuis le début du mois de juin, un canton a émis en septembre un emprunt assorti d'un coupon de 4¼% (auparavant: 4½%). Sur le marché secondaire, le recul a été un peu plus accentué: mesuré au rendement moyen des obligations fédérales, qui est calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, il s'est inscrit à 0,35% entre le début du mois de juillet et les premiers jours de septembre. Le rendement moyen a varié entre 4,04% et 4,20% durant les mois de septembre et d'octobre.

Le prélèvement d'argent frais par l'émission publique d'obligations a atteint 11,2 milliards de francs au troisième trimestre, contre 5,9 milliards

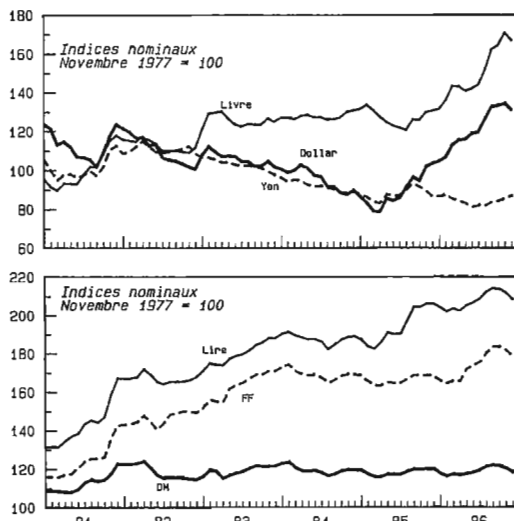
Graphique 14: Suisse

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

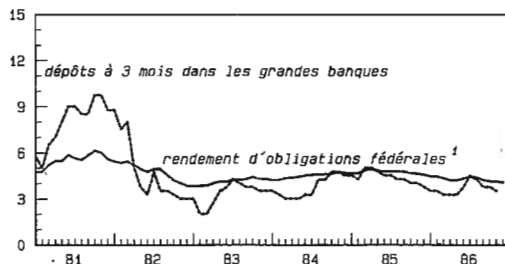
² Cours pondéré par les exportations

un an auparavant. Comme les remboursements ont porté sur 2,7 milliards (0,9 milliard), le montant net prélevé sur le marché s'est chiffré à 8,5 milliards (5 milliards). De ce montant, 9% revenaient à des débiteurs suisses. Cette faible part est due au fait que, depuis le mois de juin 1986, les placements publics de «notes» figurent parmi les emprunts étrangers; en outre, la Confédération a observé une certaine retenue en matière de recueil de fonds. La Confédération a renoncé aux émissions prévues en juillet et sep-

tembre et remboursé trois emprunts totalisant 700 millions de francs. En 1986, elle aura donc remboursé plus d'argent qu'elle n'en aura emprunté (600 millions de francs environ). De plus, le montant de ses créances comptables à court terme diminuera aussi légèrement.

Graphique 15: Variations du franc¹

¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt

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

Exportations de capitaux

Au troisième trimestre, l'évolution des exportations de capitaux montre que celles-ci réagissent très fortement aux modifications des taux d'intérêt et des anticipations en matière de cours de change. Après avoir chuté à 2,5 milliards de francs, ou de 50%, de juin à juillet, les exportations de capitaux soumises à autorisation ont augmenté à 5,5 milliards en août pour retomber à 3,7 milliards en septembre. Les autorisations d'exporter des capitaux que la Banque nationale a délivrées entre juillet et septembre ont porté sur 11,7 milliards de francs et augmenté ainsi de 13% par rapport au troisième trimestre de 1985. Totalisant 46,1 milliards de francs pour les dix premiers mois de cette année, elles ont dépassé de 21% le volume de la période correspondante de l'an dernier; quant à la part des crédits, elle a passé de 23% à 15%.

Les émissions publiques d'emprunts de débiteurs étrangers ont atteint 8,8 milliards de francs au troisième trimestre. De ce montant, 34% revenaient aux emprunts convertibles et à option. Dans le secteur des émissions étrangères, un emprunt à option sur l'or, un emprunt convertible en or et deux emprunts indexés sur des indices boursiers, ou «bull and bear», ont été émis pour la première fois.

La part des pays industrialisés au total des ex-

portations de capitaux soumises à autorisation s'est élevée à 83% (1985: 80%). Après avoir passé de 30% à 23% du premier au deuxième trimestre, celle du Japon a de nouveau augmenté à 31% environ au troisième; 57% des émissions de débiteurs japonais étaient convertibles ou à option. Le prélèvement de 1% des pays en développement était très inférieur à la moyenne enregistrée en 1985 (5%). Les pays à commerce d'Etat et ceux de l'OPEP ont prélevé, ensemble, 5% et les banques multilatérales de développement, 11%.

Bilans bancaires et crédits

La croissance des bilans bancaires n'est pas le reflet fidèle de la bonne conjoncture. En raison de la baisse du dollar, la somme des bilans des 71 banques n'était, à fin septembre, que de 6,1% supérieure au montant relevé un an auparavant. Si le dollar était resté stable, l'expansion des bilans aurait dépassé 15%.

L'augmentation des crédits a été elle aussi modérée par l'évolution des cours de change. L'accroissement de 9,6% des crédits à la clientèle suisse – en francs surtout – traduit mieux la réalité que les 6,5% de hausse de l'ensemble des prêts. Grâce à l'essor constant de l'économie, il était toujours plus élevé que le taux moyen de la dernière décennie (9%), mais inférieur au

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

	Emprunts ¹	«Notes»	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1982	9 974,5	17 708,8	8 772,1	1 076,8	37 532,2
1983	10 291,8	20 684,6	7 644,0	1 560,7	40 181,1
1984	11 150,4	19 337,3	8 399,1	1 738,1	40 624,9
1985	17 265,2	19 134,9	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1985 1er trim.	3 902,1	5 514,5	1 768,9	311,1	11 496,6
1985 2e trim.	2 744,2	4 406,2	2 288,9	553,2	9 992,5
1985 3e trim.	4 086,7	3 664,2	2 274,9	296,2	10 322,0
1985 4e trim.	6 532,2	5 550,0	1 415,8	779,5	14 277,5
1986 1er trim. ²	6 706,5	5 708,3	1 145,1	534,7	14 094,6
1986 2e trim. ^{2,3}	11 516,8	—	1 961,4	448,1	13 926,3
1986 3e trim. ^{2,3}	8 831,8	—	2 705,7	144,6	11 682,1

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

² Chiffres provisoires

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

record de 13,7% enregistré en novembre 1980. Pour les comptes débiteurs, l'écart entre la croissance de 9,9%, à fin septembre, et le taux maximum de 14,8% (mai 1980) est encore plus prononcé. En revanche, l'expansion des prêts hypothécaires n'a cessé d'osciller depuis quatre ans entre 8 et 10% (septembre 1986: 9,3%).

A fin septembre, les placements financiers (liquidités, avoirs nets résultant des opérations interbancaires, papiers monétaires et titres) dépassaient de 7,3% leur montant observé un an auparavant. La croissance de ces placements montre que les banques ont pu facilement financer leurs prêts par les fonds qu'elles ont recueilli, sans devoir recourir à leurs placements financiers qui sont en général rapidement mobilisables. La vigoureuse progression du sous-poste «titres», 16,8% en un an, est en partie de nature involontaire, puisque des titres pris ferme par des banques n'ont pu être placés. Lors des échéances mensuelles du troisième trimestre, les liquidités des banques dépassaient en moyenne de 4,2% le niveau observé un an plus tôt. Grâce à la politique plus souple menée par la Banque nationale à partir de juillet en matière de financement des échéances, les banques ont disposé de 9,6% de plus de liquidités en francs qu'au trimestre correspondant de 1985. Pour satisfaire aux normes légales minimales, à peu près identiques à celles de l'année précédente, elles ont donc dû détenir 10% moins de liquidités libellées en monnaies étrangères.

Au cours des deux dernières années, les fonds de la clientèle se sont accrus à peu près au même rythme que les crédits. L'évolution du dollar a exercé aussi une influence négative sur le taux d'expansion de ces fonds, qui s'élevait à 6,3% à fin septembre. Quelque 46% des dépôts à terme et 20% environ des dépôts à vue sont libellés en dollars. A fin septembre, les fonds en francs de la clientèle suisse – poste important pour le calcul de la masse monétaire – dépassaient de 9,6% le montant relevé un an plus tôt. Leur composition ne s'est guère modifiée au troisième trimestre. Le recul des taux à court terme – ces rémunérations avaient augmenté temporairement au deuxième trimestre – a incité les investisseurs à privilégier de nouveau les dépôts à vue et les dépôts d'épargne aux dépens

des dépôts à terme. Le taux annuel de croissance des dépôts à vue a passé de 7,4% à fin septembre 1985 à 9,5% un an plus tard, et celui des fonds d'épargne, de 1,7% à 7,5%. Simultanément, la croissance des dépôts à terme, qui sont attrayants dans des phases de hausses des taux à court terme, a perdu de sa vigueur. Elle a fléchi en effet de 19,3% à 9,4%. En émettant des obligations de caisse et des emprunts obligataires, les banques ont recueilli des montants très élevés depuis une année. A fin septembre, ce poste enregistré une expansion de 12,4% en un an, contre 11% en septembre 1985.

Innovationen an den Finanzmärkten – Plage oder Segen?

Markus Lusser*

1. Vier wichtige Aspekte des Wandels an den Finanzmärkten

An den internationalen Finanzmärkten vollzieht sich seit einigen Jahren ein tiefgreifender Wandel. Die Entwicklung weist meines Erachtens vier wichtige Merkmale auf, die allerdings eng miteinander verflochten sind:

Die Globalisierung der Finanzmärkte – erstes Merkmal – verwischt zusehends die traditionellen Grenzen zwischen den einzelnen Segmenten der nationalen Finanzmärkte. Gleichzeitig löst sie Kräfte aus, die auf die Verschmelzung der nationalen Märkte zu einem einzigen internationalen Finanzmarkt hinwirken. Die Arbeitsteilung unter spezialisierten Finanzmarktinstituten verliert ihre klaren Konturen. Dieser Prozess ist in der angelsächsischen Welt und in Japan – in Ländern, die bisher scharf zwischen dem commercial und dem investment banking unterschieden – besonders augenfällig. In Kontinentaleuropa, wo die Universalbanken auf eine lange Tradition zurückblicken, ist er weniger stark ausgeprägt. Die Grenzen zwischen einzelnen Märkten – beispielsweise zwischen dem Kredit- und dem Versicherungsmarkt – sind aber auch hier nicht mehr mit der früher üblichen Deutlichkeit auszumachen.

Die zahlreichen Liberalisierungen der letzten Jahre sind ein zweites Merkmal des Wandels an den internationalen Finanzmärkten. Es blieb allerdings nicht bei Deregulierungen. Die Regulierungstätigkeit hat – in zahlreichen Ländern – ebenfalls an Intensität gewonnen. In der Regulierungs- und Deregulierungstätigkeit lassen sich allerdings Schwerpunkte, die von Land zu Land eine gewisse Konstanz aufweisen, erkennen. Die Liberalisierungen zielten bisher vorwiegend

auf die Aufhebung direkter Eingriffe in das Mengen- und Preisgefüge der Märkte. Als Beispiel erwähne ich die Beseitigung von Zinshöchstgrenzen. Neue Regulierungen wurden demgegenüber vorwiegend im Bereiche der «prudential supervision» – etwa in der Form schärferer Eigenmittelvorschriften – getroffen. Beide Entwicklungen sind im wesentlichen eine Folge des Marktgeschehens: Die Deregulierungen wurden durch die zunehmende Konkurrenz an den internationalen Finanzmärkten massiv gefördert oder gar erst ausgelöst. Die neuen Regulierungen hängen mit der Einführung neuer Instrumente am Markt zusammen.

Die sogenannte Securitization – die Verdrängung des traditionellen Bankkredits durch handelbare Forderungen in der Form von Wertpapieren – ist ein drittes Merkmal des Wandels. Das Volumen international emittierter Obligationen anleihen und Notes hat sich – gemäss einer Zusammenstellung der BIZ – von 1981 bis 1985 fast vervierfacht. Die Internationalen syndizierten Bankkredite sind in der gleichen Zeit auf weniger als einen Viertel ihres Ausgangswerts gesunken.

Die Flut von Innovationen – die Entwicklung zahlreicher neuer Finanzmarktinstrumente – möchte ich als viertes und letztes Merkmal nennen. Dieser Aspekt wird im Zentrum meiner Ausführungen stehen.

2. Der Wandel an den schweizerischen Finanzmärkten

Die wichtigsten Innovationen der letzten Jahre verdanken wir den Dollarmärkten. Sie wurden in den Vereinigten Staaten oder am Eurodollarmarkt entwickelt.

Die schweizerischen Finanzmärkte sind vergleichsweise weniger innovativ. An unseren Finanzmärkten werden seltener neue Instrumente entwickelt. Die Schweiz lässt sich auch bei der

* Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank. Referat, gehalten am Institut für Bankwirtschaft an der Hochschule St. Gallen am 18. September 1986

Übernahme der im Ausland bereits seit einiger Zeit etablierten Innovationen in der Regel Zeit.

Der schweizerische Emissionsmarkt für inländische Schuldner ist ein eindrückliches Beispiel dieser Kontinuität: An ihm werden – neben den zahlreichen Optionsanleihen, die dank der hohen Aktienkurse seit einiger Zeit eine Boomphase durchlaufen – praktisch nur traditionelle Anleihen plaziert. Nicht, dass es an diesem Markt überhaupt nie zu Innovationsversuchen gekommen wäre! Vor einigen Jahren wurden Obligationenanleihen mit variablem Zinssatz ausgegeben. Sie konnten sich aber nicht durchsetzen.

Worauf ist diese zögernde Übernahme von Neuerungen durch die schweizerischen Finanzmärkte zurückzuführen?

Es ist zur Mode geworden, das gemächlichere Tempo einem gewissen Konservatismus der schweizerischen Banken anzulasten und damit pessimistische Prognosen für den Finanzplatz Schweiz zu verbinden. Die positive Seite der Medaille «Konservatismus» wird bei dieser Kritik oft vernachlässigt: die für unsere Banken ebenso sprichwörtliche Vorsicht.

Aus Bankenkreisen wird – als weitere Erklärung – zunehmend ein Mangel an Ausbildungsmöglichkeiten moniert. Diese Begründung enthält ein gutes Mass an Selbstkritik, enthält Kritik aber auch an die Adresse unserer Universitäten. Die heutige Veranstaltung ist – unter anderem – wohl auch ein Versuch, sich dieser Herausforderung zu stellen.

Schliesslich sind steuerliche Hindernisse zu erwähnen. Sie stehen vor allem im Kurzfristbereich der Einbürgerung einiger Instrumente, die sich im Ausland bewährt haben, entgegen.

Alle diese Hinweise erklären – meines Erachtens – die Zurückhaltung unserer Märkte gegenüber Innovationen nur zum Teil. Den Hauptgrund erblicke ich in dem geringeren Innovationsbedarf, der unsere Finanzmärkte kennzeichnet. Wo nämlich wirklich ein Bedarf besteht, gab und gibt es auch an den konservativen schweizerischen Finanzmärkten immer wieder Neuerungen. Ich möchte auf drei innovative Bereiche näher eintreten: auf den Devisenmarkt, auf den Markt

für Schweizerfrankenleihen ausländischer Schuldner und auf die steuerbedingten Finanzmarktinnovationen.

Am schweizerischen Devisenmarkt haben sich Termingeschäfte – sozusagen als Vorläufer von Devisenfutures – schon vor Jahren eingebürgert. Das Optionengeschäft hatte ebenfalls seinen Vorläufer: Die Nationalbank bot in den späten, von enormen Wechselkursfluktuationen gekennzeichneten siebziger Jahren den Exporteuren – in Zusammenarbeit mit den Geschäftsbanken – sogenannte Devisenbezugsrechte an. Die Preissetzung dieses neuartigen Instruments war jedoch nicht marktgerecht. Sie lief auf eine Subventionierung einzelner Branchen hinaus. Die Nationalbank schaffte das Instrument daher nach kurzer Zeit wieder ab. Die schweizerischen Grossbanken nahmen den Anstoss jedoch auf. Sie bieten inzwischen Devisenoptionen in den wichtigsten Währungen an.

Der Markt für Schweizerfrankenleihen und -notes ausländischer Schuldner ist mein zweites Beispiel. Es vergeht kaum ein Monat, ohne dass an diesem Markt ein neues Instrument vorgestellt wird. Einzelne dieser Innovationen sind allerdings recht kurzlebig. Sie entstehen aus einer speziellen Marktconstellation. Sobald sich die Marktverhältnisse ändern, verschwinden sie ebenso rasch, wie sie erschienen sind. Andere Neuerungen scheinen sich dagegen an den Märkten endgültig eingebürgert zu haben, auch wenn sie – je nach Marktverhältnissen – nicht in jeder Periode gleich intensiv benützt werden. Ich denke etwa an die Doppelwährungsanleihen, die in zahlreichen Unterformen auftauchen, an die Optionsanleihen, die mehr und mehr die Wandelanleihen verdrängen, an die Nullcoupon- sowie an die ewigen Anleihen, um nur ein paar der wichtigsten zu nennen.

Einzelne der ganz typisch schweizerischen Finanzmarktinnovationen sind schliesslich schlicht dazu bestimmt, Steuern zu vermeiden.

Die Unterschiede im Innovationsbedarf – und mithin in der Innovationsintensität verschiedener Finanzmärkte – verlangen nach einer Erklärung. Sie werden verständlich, wenn wir uns die Innovationsursachen vergegenwärtigen.

3. Fünf zentrale Innovationsursachen

Ich möchte mich auf die Nennung von fünf besonders wichtigen Innovationsursachen beschränken.

Die enormen technischen Erfolge auf dem Gebiet der Elektronik sind an erster Stelle zu erwähnen. Sie haben die tiefgreifenden Umwälzungen an den internationalen Finanzmärkten erst möglich gemacht. Die Fortschritte in der Telekommunikation erlauben es heute, Neuigkeiten innert kürzester Zeit weltweit zu verbreiten und auszuwerten. An den Finanzmärkten werden laufend Erwartungen gebildet, mit den neusten Informationen verglichen und in Marktdispositionen umgesetzt. Alles, was sich an irgendeinem Markt auf der Welt ereignet, beeinflusst in Kürze die Entwicklung an allen andern Märkten. Die Elektronik hat geographische Grenzen durchlässig gemacht. Die Zeitzonen haben aufgehört, Barrieren zu sein. Manche der neuen Instrumente sind ohne Computertechnologie gar nicht denkbar.

Die moderne Computertechnologie hat die Informationskosten massiv gesenkt. Diese Entwicklung ist nicht hoch genug einzuschätzen. Ich möchte ihre Bedeutung mit der massiven Reduktion der Transportkosten, die der Eisenbahnbau im vorigen Jahrhundert auslöste, vergleichen. Wer sich schon mit der Geschichte der Industrialisierung beschäftigte, weiss, welch nachhaltigen Einfluss der Eisenbahnbau auf Entwicklung und Struktur der Wirtschaft ausübte.

Die Kostenreduktion, die mit der Überwindung von Distanzen verbunden ist, rückt die Wirtschaftsräume näher zusammen. Dieser Prozess geht – wie wir dies heute auch an den internationalen Finanzmärkten beobachten – mit einer Intensivierung der Konkurrenz einher. Die Reduktion der Informationskosten macht eine Neuabgrenzung der Märkte notwendig. Sie wird aber nur gefunden, wenn die Marktteilnehmer sich im Wettbewerb miteinander messen. Die Konkurrenz zwingt die Behörden, die Rahmenbedingungen neu zu überdenken und anzupassen. Wird ein Geschäft an einem Markt durch Regulierungen verteuert oder gar verunmöglicht, so wandert es nämlich an einen andern Markt – an einen Markt mit günstigeren Voraussetzungen –

ab. Dieser Umstand ist mit ein Grund für die Liberalisierungswelle, die in den letzten Jahren über die internationalen Finanzmärkte hinwegrollte und zahlreiche Regulierungen niederriss.

Die massive Reduktion der Informationskosten macht auch Arbitragegeschäfte zwischen den Märkten – rund um die Welt – in einem Ausmass lohnend, das sich vor zehn oder fünfzehn Jahren noch niemand vorzustellen wagte. Einige der neuen Instrumente dienen ausschliesslich – oder vorwiegend – diesem Zweck: Swapvereinbarungen – beispielsweise – erlauben es, ungleiche Reaktionsweisen verschiedener Märkte auf Bonitätsunterschiede auszunützen, um die Kapitalkosten zu senken. Die Konditionen an den verschiedenen Märkten werden einander auf diese Weise angenähert. Die Einzelmärkte wachsen nach und nach zu einem globalen Finanzmarkt zusammen.

Arbitragemöglichkeiten werden auch durch unterschiedliche Regulierungen in den einzelnen Ländern geschaffen. Hat ein Schuldner problemlosen Zugang zu einem bestimmten Finanzmarkt, aber keinen Bedarf nach der entsprechenden Währung, ein anderer Schuldner hingegen einen Bedarf nach dieser Währung, jedoch keinen Zugang zum entsprechenden Markt, lohnt sich für die beiden der Abschluss eines Swapgeschäfts. Solche Situationen können akzentuiert werden, wenn der Gang der Liberalisierungen oder das Tempo der Einführung neuer Regulierungen von Land zu Land unterschiedlich sind.

Regulierungen und Spezialsteuern sind eine zweite wichtige Ursache von Innovationen. Jede Regulierung, die greift, tendiert dazu, wirkungslos zu werden. Der Markt wird nämlich früher oder später versuchen, sie zu umgehen. Neue Instrumente sind allerdings nur eine Form solcher Ausweichbewegungen. Regulierungen können Geschäfte auch aus regulierten in nicht oder weniger stark regulierte oder aber in neu entstehende Märkte abdrängen. Auf ein Minimum an Regulierung der Finanzmärkte werden die Aufsichtsbehörden nie verzichten können. Mit Ausweichmanövern des Marktes – d. h. mit Innovationen – ist daher immer zu rechnen.

Eine dritte Ursache – sie erscheint mir als besonders wichtig – sind die heftigen Preisschwankungen, die in den letzten fünfzehn Jahren das Geschehen an den Finanzmärkten geprägt haben. Sie schufen eine Nachfrage nach Absicherungsmöglichkeiten und gaben damit Impulse zur Entwicklung entsprechender neuer Instrumente. Flexible Rate Notes, Futures und Optionen sind unter ihnen die wichtigsten.

Die erratischen Preisfluktuationen brachen allerdings nicht wie eine unberechenbare Naturgewalt über die internationalen Finanzmärkte herein. Sie sind vielmehr auf die Wirtschaftspolitik der späten sechziger und siebziger Jahre zurückzuführen. Die einzelnen Länder waren unfähig, ihre Wirtschaftspolitik zu koordinieren. Wichtige westliche Industriestaaten betrieben eine Stop-and-go-Politik. Die Konsequenzen sind bekannt: starke Produktions- und Beschäftigungsschwankungen, ein massiver Anstieg der Inflationsraten und ein enormes Auf und Ab sowohl der Zinssätze wie auch der Wechselkurse.

Eine vierte – in meinen Augen ebenfalls sehr bedeutende – Ursache sehe ich in der rapiden Verschlechterung der Kreditwürdigkeit ganzer Wirtschaftssektoren. Zwei Ereignisse stehen dabei im Vordergrund:

Die Wende am Erdölmarkt von einer Situation der Übernachfrage zu einer Situation des Überangebots – eine Folge des enormen Anstiegs der Erdölpreise während der siebziger Jahre – ist das erste Ereignis. Sie führte zum Kollaps des Booms im Energiesektor. Daraus wiederum resultierte eine Entwertung von Investitionen in grossem Umfang.

Das andere Ereignis ist der Ausbruch der internationalen Schuldenkrise. Sie erschütterte gewisse nationale und internationale Kreditmärkte tief. Beides – die Wende am Erdölmarkt und die Verschuldungskrise – beeinträchtigt den Bankensektor besonders stark. Die Bonität zahlreicher – und gerade grosser, international tätiger – Banken, vorab in den Vereinigten Staaten, verschlechterte sich rapide.

Erstklassige Unternehmer fahren als Folge dieser Entwicklung heute billiger, wenn sie das be-

nötigte Kapital direkt am Markt – in der Form von Schuldverschreibungen – aufnehmen, als wenn sie den Weg über einen Bankkredit einschlagen. Die Banken treten ebenfalls – sei es zur Aufnahme von Mitteln, weil andere Quellen weniger reichlich sprudeln, sei es als Händler von Problemerkrediten – vermehrt an den Kapitalmärkten auf mit dem Ziel, ihre Bilanzstrukturen neu zu ordnen. Die Securitization erfuhr dadurch ebenso neue Anstösse wie durch die Verschärfung der Eigenkapitalvorschriften, die in zahlreichen Ländern im Zusammenhang mit der prekären Situation im Bankbereich vorgenommen wurde.

Als fünften und letzten Grund möchte ich schliesslich noch die horrenden Staatsdefizite, mit denen einige Industriestaaten zu kämpfen haben, nennen. Hohe Defizite und Staatsschulden können die Plazierung von Schuldtiteln am Markt spürbar erschweren. Das Finanzministerium der Vereinigten Staaten – beispielsweise – versuchte daher, die Kapitalaufnahme des Staates durch die Schaffung neuer, attraktiverer Finanzierungsinstrumente, zu denen CATS und STRIPS gehören, zu erleichtern.

4. Vergleichsweise geringer Innovationsbedarf in der Schweiz dank stabiler Rahmenbedingungen

Was soll diese kurze Aufzählung zeigen? Sie macht deutlich, dass wir die Ursachen des vergleichsweise geringen Innovationsbedarfs an den schweizerischen Finanzmärkten nicht weit suchen müssen. Es sind vorab die günstigen Rahmenbedingungen der Schweiz, die die Entwicklung – oft aufwendiger – Umgehungsmöglichkeiten nicht zu einer dringlichen Angelegenheit werden liessen.

Die Kreditaufnahme durch den Staat hält sich bei uns – dank der geringen Haushaltsdefizite – in engen Grenzen.

Die Wirtschaftspolitik ist auf Verstetigung ausgerichtet. Eine aktivistische konjunkturpolitische Feinsteuerung konnte sich in der Schweiz – im Gegensatz zu vielen andern westlichen Industriestaaten – nicht durchsetzen: weder in der

Finanz- noch in der Geldpolitik. Dies gilt selbst für die sechziger und siebziger Jahre, als der Glaube an die Machbarkeit der Wirtschaftsentwicklung – auch bei uns – weitherum noch ungebrochen war. Die Schweiz konnte sich daher den Folgen des Stop-and-go besser als andere OECD-Länder entziehen. Die Zinsschwankungen am Kapitalmarkt hielten sich in vergleichsweise engem Rahmen. Eine Studie des IWF zeigt, dass die Variabilität der schweizerischen Kapitalmarktsätze im Durchschnitt der Jahre 1979 bis 1984 nur rund 60% der deutschen, etwa die Hälfte der japanischen und gar nur rund einen Drittel der amerikanischen betrug.

Die geringe Regulierungsdichte des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes gab ebenfalls wenig Anlass zur Entwicklung neuer Instrumente. Die Skepsis gegenüber Eingriffen in den Preismechanismus ist unter schweizerischen Wirtschaftspolitikern weit verbreitet. Zinshöchstgrenzen wurden nur für einzelne ausgewählte Zinssätze – und auch da nur vorübergehend und sehr zurückhaltend – erlassen. Mengenmässige Eingriffe – ebenfalls konjunkturpolitisch motiviert – waren im Bereich des internationalen Kapitalverkehrs eine Zeitlang eher gebräuchlich. Sie sind – angesichts ihrer Wirkungslosigkeit – mittlerweile jedoch wieder aufgehoben worden.

Wir verfügen – trotz der bei uns vergleichsweise zurückhaltenden Regulierungspolitik – über ein gutes und flexibles Bankenaufsichtsrecht und eine effiziente Bankenaufsicht. Die Eigenkapitalvorschriften gehören seit langem zu den strengsten der Welt. Dies und die insgesamt zurückhaltende Geschäftspolitik der schweizerischen Banken, die sich u. a. in der vergleichsweise geringen Exposition gegenüber Südamerika niederschlägt, haben massgeblich zur Stärke und Gesundheit des schweizerischen Bankensystems beigetragen. Unsere Grossbanken erfreuen sich an den internationalen Finanzmärkten deshalb eines ausgezeichneten Ratings. Sie haben nicht mit den schwerwiegenden Problemen zu kämpfen, die gewisse ihrer ausländischen Konkurrenten belasten.

Es gibt indes auch an den schweizerischen Finanzmärkten Bereiche, in denen die Innovationstätigkeit rege ist. Drei solche Bereiche habe

ich bereits erwähnt: den Devisenmarkt, den Anleihensmarkt für ausländische Schuldner und die steuerbedingten Innovationen. Diese Beispiele sind – ich nehme sie nochmals auf, um dies zu illustrieren – keine zufälligen Ausnahmen. Sie bestätigen vielmehr, dass es auch in der Schweiz überall dort, wo entsprechende Bedürfnisse vorhanden sind, immer zu Innovationen gekommen ist und kommt.

Die Schweiz ist als kleines, rohstoffarmes Land auf den internationalen Handel angewiesen. Die Entwicklung der Wechselkurse ist für unsere Exportwirtschaft seit je von grosser Bedeutung. In Zeiten starker Wechselkursschwankungen – wie wir sie seit 1973 immer wieder erlebt haben – besteht ein Bedürfnis nach vielseitigen Absicherungsmöglichkeiten. Der Devisenmarkt deckt dieses Bedürfnis heute breit ab.

Der Markt für Schweizerfrankenleihen ist für die ausländischen Schuldner vor allem wegen der traditionell tiefen Zinsen attraktiv. Der Schweizerfranken als Währung interessiert die Schuldner in der Regel hingegen nicht. Mit einer Geldaufnahme in der Schweiz ist derart immer auch ein Wechselkursrisiko verbunden. Die Schuldner versuchen sich gegen dieses Risiko abzusichern, was Anreize zu Innovationen gibt. Die Bereitschaft, neue Instrumente zu akzeptieren, ist auch unter den Anlegern an diesem Markt stärker verbreitet als am Markt für Inlandanleihen. Das Anlegerspektrum reicht viel weiter. Ein beachtlicher Teil der Emissionen – Anteile von 50% bis 90% sind keine Seltenheit – wird bei ausländischen Anlegern plaziert.

Eine nicht zu unterschätzende Bedeutung haben in der Schweiz Innovationen, die spezifisch auf die Besteuerung einzelner Finanztransaktionen oder -anlagen zurückzuführen sind. Die Treuhandanlagen sind eine innovatorische Reaktion der Banken auf die vergleichsweise hohe schweizerische Verrechnungssteuer. Sie erreichen mit gut 200 Mia. Franken ein Volumen, das mehr als einem Viertel des Bilanzsummentotals aller Banken entspricht.

Eine weitere steuerbedingte Innovation stellen die sogenannten Edelmetallkonti dar. Sie waren die Antwort des Marktes auf die – am 1. Oktober

dieses Jahres wieder wegfallende – Besteuerung des An- und Verkaufs von Gold- und Silberbarren und -münzen im Publikumsverkehr.

Die eigentliche Rosine unter den steuerbedingten Innovationen an den schweizerischen Finanzmärkten sind die Geldmarktbuchforderungen: eine Erfindung der eidgenössischen Finanzverwaltung, die es dem Bund erlaubt, bei der Aufnahme kurzfristiger Mittel dem vergleichsweise hohen eidgenössischen Umsatzstempel zu entgehen.

Die Partizipationsscheine, die sich derzeit wegen der guten Börsenstimmung grosser Beliebtheit erfreuen, zeigen, dass neue Instrumente – decken sie ein Bedürfnis ab – sich auch ausserhalb dieser drei Bereiche auf weiteren, weniger innovativen Märkten entwickeln können. Sie sind ein beliebtes Instrument bei internationalen Eigenkapitalaufnahmen schweizerischer Unternehmen geworden. Mittlerweile finden sie auch im Ausland eine gewisse Nachahmung. Die Flexibilität dieses Instruments, dessen Erfindung auf die erste Hälfte der sechziger Jahre zurückgeht, hängt damit zusammen, dass es – selbst nach über 20 Jahren – gesetzlich noch immer nicht geregelt ist. Die Statuten einer Aktiengesellschaft können die Kompetenz zur Ausgabe von PS in die Hand des Verwaltungsrats legen, während die Ausgabe neuer Aktien durch die Generalversammlung beschlossen werden muss. Die Ausgabe von Aktien ist deshalb – solange das schweizerische Recht das Institut des «genehmigten Kapitals» nicht kennt – eine schwerfällige Operation. Mit PS-Emissionen kann dagegen schnell auf günstige Kapitalmarktsituationen reagiert werden. PS lassen darüber hinaus die bestehenden Kontrollverhältnisse unberührt. Davon profitieren neuerdings die Kantonalbanken. Es ist aber besonders bei internationalen Eigenkapitalaufnahmen von Vorteil. Die Erfahrung schweizerischer Unternehmungen, die im Zweiten Weltkrieg nur dank des Nachweises einer schweizerischen Aktienmehrheit der Konfiskation als Feindvermögen entgangen sind, ist noch nicht in Vergessenheit geraten.

Der hausgemachte Innovationsbedarf – er dürfte mit den angeführten Beispielen weitgehend umrissen sein – ist bei uns vergleichsweise gering.

Der Innovationsdruck, der vom Ausland her auf die schweizerischen Finanzmärkte einwirkt, dürfte sich indessen zunehmend verstärken. Wichtige Innovationen werden sich in Zukunft deshalb auch auf den schweizerischen Finanzmärkten rascher als bisher durchsetzen. Die – durch die fortschreitende Elektronik geförderte – Globalisierung der Finanzmärkte bindet die nationalen Geld- und Kapitalmärkte enger zusammen. Neuartige Instrumente verbreiten sich rasch rund um die Welt. Der internationale Wettbewerb ist infolge der sinkenden Informationskosten äusserst hart geworden. Weltweite Arbitrage kennzeichnet das Geschehen an den Finanzmärkten. Wer in diesem Umfeld mithalten will – wer international wettbewerbsfähig bleiben will –, muss die wichtigsten Neuerungen in seine Angebotspalette übernehmen. Diesem Trend kann sich auch der Finanzplatz Schweiz nicht entziehen.

5. Der Wandel im Vermögensverwaltungsgeschäft

Das Vermögensverwaltungsgeschäft ist mit dem Geschehen an den Finanzmärkten eng verknüpft. Es unterliegt ebenfalls einem tiefgreifenden Wandel. Die wachsende Bedeutung der institutionellen Anleger – auf Kosten der privaten Anleger – ist ein wichtiger Auslöser neuer Entwicklungen. In den Händen der Pensions- und Anlagefonds, der Versicherungen und der Finanzmanager privater Unternehmer konzentriert sich bereits heute ein beträchtlicher Teil der Anlage suchenden Vermögen. Mit dieser Ballung ist eine fortschreitende Professionalisierung der Vermögensverwaltung verbunden: Neue Instrumente zur Analyse der Finanzmärkte, neue Organisationsstrukturen und Instrumente der Portfolioverwaltung sowie des Reporting und neue Investitionsstrategien wurden entwickelt.

Ich will diese Neuerungen hier nicht im einzelnen nachzeichnen. Verschiedene Beiträge, die im Oktober und November im Rahmen dieser Veranstaltung vorgesehen sind, werden sich damit befassen. Stichwortartig seien lediglich einige Schwerpunkte der gängigen Diskussion genannt: Vorzüge und Nachteile von Charttechniken, Trendbereinigungs- und Filtermethoden, Anwendung von Capital Asset Pricing-Modellen

und des Market Value Accounting, Auseinandersetzung um aktives oder passives Portfoliomanagement.

Ein Vergleich mit den Vereinigten Staaten zeigt, dass wir in Kontinentaleuropa – die Schweiz mit eingeschlossen – auf diesem Gebiet einen Nachholbedarf haben. Die neuen Instrumente und Organisationsformen haben noch lange nicht bei allen Banken und Vermögensverwaltern Einzug gefunden. Es dauerte einige Zeit, bis sie in unserem Land überhaupt zur Kenntnis genommen wurden. Die Konkurrenz europäischer Institute um Anlagemandate amerikanischer Fonds ist ein Weg, auf dem sie sich nun aber auch bei uns ausbreiten. Solche Mandate werden praktisch nur an Institute vergeben, die über genügend Kenntnisse auf dem Gebiet der neuen Portfolioinstrumente und Analysetechniken verfügen und die gleichzeitig auch eine einschlägige Praxis sowie überzeugende Erfolge vorweisen können. Vermögensverwaltungsmandate werden in den Vereinigten Staaten in der Regel erst nach eingehender Prüfung der Bewerber und ihres «performance record» vergeben.

Es ist wichtig, dass diese Entwicklung am Finanzplatz Schweiz, für den die Vermögensverwaltung eine der tragenden Säulen darstellt, in ihrer vollen Tragweite erkannt wird. Auch die Schweiz wird die internationale Konkurrenz im Vermögensverwaltungsgeschäft nämlich in zunehmendem Masse zu spüren bekommen. Ich bin allerdings zuversichtlich, dass unsere Banken und unsere Vermögensverwalter die Situation heute – wenn auch mit einiger Verspätung – richtig einschätzen und alle Anstrengungen unternehmen, um den Rückstand aufzuholen.

6. Umwälzungen an den Finanzmärkten: Plage oder Segen?

Die Umwälzungen an den Finanzmärkten – die zahlreichen Innovationen – stellen hohe Anforderungen an die Führungskräfte und an das Personal der Banken, an die Anleger, an die Aufsichtsbehörden und an die Zentralbanken.

Gefordert sind in erster Linie die Banken und Emissionshäuser. Für sie ist es besonders wich-

tig, dass die Risiken der neuen Instrumente richtig eingeschätzt und genau gegen die entsprechenden Erträge abgewogen werden. Dies ist meist kein leichtes Unterfangen. Erst nach einem vollen Zinszyklus wird sich zeigen, ob die Preise, die sich heute für die neuen Instrumente eingespielt haben, Kosten und vor allem Risiken angemessen decken. Bei sinkenden Zinssätzen, wie sie das Geschehen an den Kapitalmärkten in den letzten paar Jahren geprägt haben, lässt sich bei manchem Instrument auch mit zu knapp bemessenen Preisen leben; denn in dieser Situation lassen sich die Papiere nach einiger Zeit bei tieferen Sätzen mit einem Agio abstossen. Die Märkte werden den Test somit erst in einer Phase steigender Zinssätze bestehen.

Für die Anleger ist es oft schwer, die neuen Konstruktionen – sie wachsen nicht selten aus einer ganz bestimmten Marktkonstellation heraus – innert nützlicher Zeit zu durchschauen. Je spezifischer ein Finanzmarktnovum auf die aktuelle Marktsituation zugeschnitten ist, um so schwerer lässt es sich bei veränderten Verhältnissen ohne Kurseinbussen verkaufen und um so geringer ist – mit anderen Worten – seine Liquidität. Die enge Abstimmung neuer Konstruktionen auf die gerade obwaltenden Kapitalmarktverhältnisse – sie wurde im heutigen Ausmass erst durch die Computer- und Telekommunikationstechnologie ermöglicht – führt nicht selten zu sehr kurzlebigen Gebilden. Solche Eintagsfliegen können bald als wenig liquide Ladenhüter die Portefeuilles füllen. Die Grenze zwischen Innovation und schierer Übertölpelung des überforderten Anlegers ist bisweilen nicht leicht zu ziehen. Den Emissionshäusern erwächst hier eine besondere Verantwortung. Es ist schwer vorstellbar, dass die Märkte ohne eine intensive Pflege der Transparenz ihre Ergeblichkeit auf die Dauer behalten werden.

Wandel und Innovationsdruck an den Finanzmärkten setzen auch die Aufsichtsbehörden unter Anpassungszwang. Innovationen und Globalisierung der Märkte erfordern meines Erachtens einen Ausbau der Aufsichtskonzepte in doppelter Hinsicht: Die traditionelle Bankenaufsicht wird in eine übergreifende Finanzmarktaufsicht hineinwachsen müssen. Die nationalen Aufsichtskonzepte sind auf internationaler Ebene mehr

und mehr zu koordinieren. Wir laufen sonst Gefahr, dass riskante Geschäfte – dem Weg des geringsten Widerstandes folgend – vorab auf unregulierten Märkten oder in Ländern mit unzureichender Aufsicht abgewickelt werden.

Probleme ergeben sich schliesslich auch für die monetären Behörden: Die Innovationen können die Steuerungsaggregate der Geldpolitik berühren. Die Zusammenhänge zwischen Geldversorgung, Sozialproduktentwicklung und Teuerung werden dadurch verzerrt. In der Regel ist dabei bestenfalls die Richtung, in der die Verzerrung wirkt, zu ermitteln, aber – mangels historischer Erfahrung – nicht deren Ausmass. Diese Probleme sind meines Erachtens aber zu bewältigen. Die angesprochenen Zusammenhänge können sich auch aus andern Gründen – beispielsweise infolge sich wandelnder Zahlungsgewohnheiten – ändern. Die Überprüfung dieser Zusammenhänge gehört daher zur Daueraufgabe einer Notenbank.

Wir dürfen auch nicht übersehen, dass die Notenbanken einen Teil der Probleme, die ihnen gewisse Innovationen verursachen, selbst verschuldet haben. Die Notenbanken trugen mit ihrer Politik – ich denke an die Stop-and-go-Politik der siebziger Jahre – nicht selten zur Entstehung oder Verschärfung der Marktfluktuationen, die sich später als Innovationsursachen entpuppten, bei. Vorbeugen – im Sinne einer Verstärkungspolitik – ist auch hier die beste Hilfe.

Sind Innovationen mithin eine Plage? Die Frage ist rhetorisch! Die meisten Innovationen wären – sehen wir von den Marktübertreibungen und Eintagsfliegen einmal ab – wohl kaum entstanden, wenn sie nicht einen ökonomischen Sinn hätten. Ein Produkt, das keinen Bedürfnissen entspricht, lässt sich nicht verkaufen. Zahlreiche der neuen Instrumente dienen Absicherungszwecken: dem Bedürfnis nach Umverteilung von Risiken. Das Risiko, das früher fest mit einer finanziellen Transaktion verbunden war, ist zu einem eigenständig handelbaren Gut geworden. Die Umverteilung von Risiken hat sich dadurch verbilligt. Andere neue Instrumente dienen der Arbitrage. Sie leisten einen Beitrag zur Erhöhung der Markteffizienz.

Die internationale Konkurrenz bedeutet für den einzelnen Finanzplatz eine Herausforderung. Diese Herausforderung beinhaltet Risiken wie Chancen. Verluste an Marktanteilen können nicht ausgeschlossen werden. Es eröffnen sich aber auch neue Marktchancen: Die Globalisierung der Finanzmärkte erschliesst nämlich nicht nur Konkurrenzstandorten den Markt des eigenen Finanzplatzes, sie bringt vielmehr dem eigenen Finanzplatz auch die angestammten Märkte der Konkurrenzstandorte näher. Die Internationalisierung der Finanzmärkte ist keine Einbahnstrasse. Die Märkte durchdringen sich gegenseitig.

Wie weit es dem einzelnen Finanzplatz gelingt, sich zu behaupten und die neue Situation zu nutzen, hängt massgeblich von seinen Standortvorteilen ab. Dazu gehören die Rahmenbedingungen. Die Schweiz steht in dieser Hinsicht nicht schlecht da, auch wenn einige Probleme noch der Lösung harren. Ich denke z. B. an einzelne steuerliche Hemmnisse, möchte aber auch die Verbesserung der Ausbildungsmöglichkeiten für Finanzfachleute ins Spiel bringen. Wichtige Trümpfe unseres Finanzplatzes sind die wirtschaftliche, politische und gesellschaftliche Stabilität: Standortvorteile, die nicht über Nacht entstehen. Als Vertreter der Nationalbank sehe ich eine zentrale Aufgabe darin, diese Stabilität auch in Zukunft nach Möglichkeit zu erhalten.

Notenbankpolitische Aspekte des Zahlungsverkehrs

Bemerkungen zu neueren Entwicklungen im schweizerischen Zahlungsverkehr unter besonderer Berücksichtigung des SIC-Systems

Markus J. Granzio^{*}

1. Einleitung

Die Verarbeitung von Zahlungsaufträgen wie auch die Übermittlung von Zahlungsinformationen stützt sich mehr und mehr auf die elektronische Datenverarbeitung und moderne Übermittlungstechniken. Damit wird eine schnellere, zuverlässigere und kostengünstigere Zahlungsabwicklung angestrebt. Als Folge davon dürften sich das Verhalten der Finanzmarktteilnehmer und damit die wirtschaftlichen Bedingungen, welche die Notenbank bei der Festlegung und konkreten Ausgestaltung ihrer Geldpolitik zu berücksichtigen hat, ändern. Es sind in erster Linie diese die Geldpolitik betreffenden Auswirkungen der technischen Neuerungen im Zahlungsverkehr, die im Vordergrund des notenbankpolitischen Interesses stehen.

In diesem Aufsatz werden zuerst einige wichtige notenbankpolitische Probleme, wie sie durch den vermehrten Einsatz elektronischer Übermittlungs- und Abrechnungssysteme im Zahlungsverkehr auftreten können, aufgegriffen (Abschnitt 2). Anschliessend wird das neue schweizerische Interbank-Zahlungssystem Swiss Interbank Clearing (SIC) vorgestellt, und es werden einige ökonomische Aspekte des SIC-Systems näher diskutiert (Abschnitt 3). Es folgt eine kurze Zusammenfassung in Abschnitt 4¹.

2. Innovationen im Zahlungsverkehr und Notenbankpolitik

2.1 Zahlungsverkehrsinnovationen und technischer Fortschritt

Hinter wirtschaftlichen Phänomenen wie dem vermehrten Einsatz der Elektronik im Zahlungsverkehr stehen Gewinnmotive und/oder Bestrebungen, Risiken zu vermindern². So sind insbesondere als Folge des technischen Fortschritts die Kosten der elektronischen Datenverarbeitung und Informationsübermittlung relativ zu den arbeitsintensiveren manuellen Verfahren gefallen. Auch existieren heute technische Lösungen, die noch vor wenigen Jahren als unrealisierbar galten. Schliesslich bildet u.a. die Nichtverzinsung von Notenbankgeld einen wesentlichen Anreiz dafür, solche elektronischen Prozesse einzusetzen, erlauben sie den Teilnehmern doch oft, ihre Kassahaltung einzuschränken. Der vermehrte Einsatz der Elektronik im Zahlungsverkehr erstaunt daher nicht.

Die Aufgabe der Geldpolitik besteht in der Steuerung von Instrumenten im Hinblick auf gesamtwirtschaftliche Ziele, insbesondere Preisniveaustabilität. Unter den verschiedenen Instrumenten fällt der Notenbankgeldmenge bzw. monetären Basis eine zentrale Rolle zu.

2.2 Geldpolitische Aspekte der Zahlungsverkehrsinnovationen

Die Notenbankgeldmenge besteht aus zwei Komponenten: dem Notenumlauf und den Sichtguthaben der Banken bei der Notenbank. Die Notenbank kontrolliert den *nominalen* Bestand an Notenbankgeld. Die Geschwindigkeit, mit der diese Bestände genutzt werden, wird dagegen durch das Verhalten der Wirtschaftssubjekte und die institutionelle Ausgestaltung des nationalen Zahlungsverkehrssystems bestimmt. Eine Diskrepanz zwischen dem von der Notenbank kontrollierten Angebot und der von den Wirtschafts-

Hinter wirtschaftlichen Phänomenen wie dem vermehrten Einsatz der Elektronik im Zahlungsverkehr stehen Gewinnmotive und/oder Bestrebungen, Risiken zu vermindern². So sind insbesondere als Folge des technischen Fortschritts die Kosten der elektronischen Datenverarbeitung und Informationsübermittlung relativ zu den arbeitsintensiveren manuellen Verfahren gefallen. Auch existieren heute technische Lösungen, die noch vor wenigen Jahren als unrealisierbar galten. Schliesslich bildet u.a. die Nichtverzinsung von Notenbankgeld einen wesentlichen Anreiz dafür, solche elektronischen Prozesse einzusetzen, erlauben sie den Teilnehmern doch oft, ihre Kassahaltung einzuschränken. Der vermehrte Einsatz der Elektronik im Zahlungsverkehr erstaunt daher nicht.

¹ Vgl. zur notenbankpolitischen Bedeutung des SIC-Systems auch die Ausführungen von Meyer (1985, 1986)

² Vgl. zur Ursache und Klassifizierung von Finanzinnovationen Van Horne (1985).

^{*} Bereich Verarbeitung, III. Departement der Schweizerischen Nationalbank

subjekten nachgefragten Notenbankgeldmenge manifestiert sich in Ausgabewünschen und von da aus in Veränderungen des Nominaleinkommens bzw. des Preisniveaus. Ist beispielsweise beim bestehenden Preisniveau die von den Wirtschaftssubjekten gewünschte nominale Notenbankgeldmenge (die «nominale Nachfrage») kleiner als der vorhandene nominale Bestand (das «nominale Angebot»), so werden beim Versuch der Wirtschaftssubjekte, die überschüssigen Kassenbestände mittels Portefeuille-Anpassungen abzubauen, die Preise von Vermögensgütern, Realkapital und letztlich auch die Konsumgüterpreise in die Höhe getrieben. Sieht man im Sinne einer langfristigen Analyse von realen Effekten ab, so muss das Preisniveau solange ansteigen, bis aufgrund der nominellen Aufblähung der Zahlungsströme die Wirtschaftssubjekte die vorhandene nominale Notenbankgeldmenge als optimal erachten.

Der zuvor skizzierte Transmissionsmechanismus kann analog anhand der nachgefragten bzw. angebotenen *realen* Notenbankgeldmenge dargestellt werden: Übersteigt beim bestehenden Preisniveau die vorhandene reale Notenbankgeldmenge die gewünschte reale Kassahaltung, so führen die Ausgabewünsche der Wirtschaftssubjekte solange zu Preisniveauerhöhungen, bis der reale Notenbankgeldbestand auf das Niveau der nachgefragten realen Kasse geschrumpft ist. Letztlich bestimmen also die Wirtschaftssubjekte den Bestand an *realem* Notenbankgeld in der Volkswirtschaft. Die Notenbank kann lediglich die nominale Menge festlegen.

Da eine Diskrepanz zwischen der gewünschten und angebotenen nominalen (bzw. realen) Notenbankgeldmenge schliesslich zu Preisniveauanpassungen führt, ist es ein zentrales Anliegen der geldpolitischen Behörden, Änderungen der Nachfrage der Wirtschaftssubjekte nach Notenbankgeld *früh zu erkennen* und die Auswirkungen auf das Preisniveau – wie sie ohne kompensierende geldpolitische Massnahmen eintreten würden – quantitativ möglichst genau *prognostizieren* zu können. Im Kontext der Zahlungsverkehrsinnovationen stellt sich somit die Frage nach den zu erwartenden Auswirkungen auf die Nachfrage nach Notenbankgeld der Banken und Nichtbanken.

Betrachten wir zuerst das Nachfrageverhalten der *Banken*: In optimalen Cash-Management-Strategien ist die von einer Bank gewünschte Kassenhaltung – womit hier Bargeld und Sichtguthaben bei der Notenbank gemeint sind – in erster Linie vom Geldmarktsatz, den Transaktions- und Transferkosten sowie der Stochastik der Depositenein- und -abgänge abhängig³. So fällt mit abnehmender Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Transaktionsbedürfnisse (im Sinne einer verbesserten Prognostizierbarkeit zukünftiger Zahlungsströme) typischerweise die gewünschte Kassenhaltung. Eine Zunahme der Kosten einer temporären Illiquidität relativ zum Geldmarktsatz oder eine Erhöhung der Transaktionskosten führt andererseits zu einer Zunahme des angestrebten Kassenbestandes.

Einer der wesentlichsten Vorteile des Einsatzes computergestützter Verarbeitungsmethoden für das Cash-Management besteht in der schnellen Übermittlung von Geldbeträgen und/oder der entsprechenden Informationen zwischen den Kontoinhabern. So fallen in einem Echtzeit-verarbeitenden Geldübermittlungssystem, wie dem in Abschnitt 3 behandelten SIC, verglichen mit einem belegbundenen manuellen oder auf periodischem Datenträgeraustausch beruhenden Zahlungssystem erhebliche *Zeitgewinne* an. Die

³ Die Nachfrage nach Kassenbeständen aus Vorsichtsmotiven wurde bereits von Edgeworth (1888) aufgegriffen. Ein wesentlicher Beitrag zu diesem Themenkreis stammt von Miller und Orr (1966). Stellvertretend für die vielen neueren Arbeiten sei hier auf Eppen und Fama (1968, 1969), Baltensperger (1974), Baltensperger und Milde (1976) und in neuester Zeit auf Stanhouse (1983) verwiesen.

Wie Eppen und Fama (1968, 1969) festhalten, sind bei linearen Kostenfunktionen die optimalen Cash-Management-Strategien typischerweise von der (u, U;D, d-)Form mit $u \cdot U \cdot D \cdot d$: Der Kassenbestand wird durch Kreditaufnahme am Geldmarkt oder Verkauf von Vermögenswerten auf das Niveau U angehoben, sobald eine kritische Grösse u unterschritten wird. Analog wird bei einem Überschreiten der kritischen Grösse d der Kassenbestand durch Kreditgewährung oder den Kauf von Vermögenswerten auf das Niveau D reduziert. Die kritischen Werte u und d sowie die «Rückkehrpunkte» U und D sind dabei u.a. vom Geldmarktsatz sowie der Stochastik der Depositenein- und -abgänge abhängig. So verschieben sich beispielsweise mit abnehmender Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Transaktionsbedürfnisse (im Sinne einer Abnahme der Varianz der stochastischen Depositenein- und -abgänge) die Werte d und D gegen Null. In diesem Sinne fällt als Folge der abnehmenden Unsicherheit die «gewünschte» oder «angestrebte» Kassenhaltung.

unmittelbare Informationsverfügbarkeit entspricht in ihrer Wirkungsweise einer besseren Prognostizierbarkeit der Zahlungsströme, so dass der durchschnittliche Kassenbestand reduziert werden kann. Mit dem Übergang zu einem modernen elektronischen Übermittlungs- und Verrechnungssystem dürfte deshalb die Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld abnehmen.

Auch bei den «Nichtbanken» führt die Einführung elektronischer Zahlungsverkehrssysteme zu einer Abnahme der Nachfrage nach Notenbankgeld. So wird die Einführung eines elektronischen Zahlungsverkehrssystems auf der Detailhandelsstufe – im Fachjargon als EFT-POS-System (electronic fund transfer system at the point of sale) bezeichnet – den Konsumenten vermehrt das bargeldlose Einkaufen erlauben. Ein EFT-POS-System führt somit zu einer teilweisen Substitution des Zahlungsmittels Bargeld durch Sichtgeld der Banken. Selbst wenn mit der relativ häufigeren Verwendung von Bankengeld als Zahlungsmittel auch der Bestand an Sichtdepositen der «Nichtbanken» und als Folge davon die Nachfrage der Banken nach Bargeldreserven zunähme, ist mit einem Rückgang der Gesamtnachfrage nach Noten zu rechnen. Die Bargeldreserven der Banken betragen ja nur einen Bruchteil ihrer Sichtverbindlichkeiten, und zudem ist denkbar, dass sich infolge des Nachfragerückgangs der «Nichtbanken» nach Bargeld das aus Bankensicht optimale Verhältnis von Kasse zu Sichtverbindlichkeiten verringert. Schliesslich ist im Zuge der zunehmenden Automation des Bankgeschäftes auch in Rechnung zu stellen, dass eher die Umlaufgeschwindigkeit als der Bestand an Sichtdepositen zunehmen wird.

Die vorhergehenden Überlegungen legen den Schluss nahe, dass infolge des vermehrten Einsatzes elektronischer Verfahren im Zahlungsverkehr eine Verringerung der von den Banken und «Nichtbanken» als optimal erachteten Kasse an Notenbankgeld zu erwarten ist. Könnte dieser Rückgang der real nachgefragten Notenbankgeldmenge quantitativ präzise prognostiziert und somit die reale Notenbankgeldmenge über eine Senkung des nominellen Angebotes verringert werden, ergäben sich keine Auswirkungen auf das Preisniveau. Die geldpolitische Problematik

der Zahlungsverkehrsinnovationen liegt jedoch darin, dass deren Auswirkungen auf die real gewünschte Notenbankgeldmenge zumindest in einer Übergangsperiode schlecht prognostiziert werden können. Die Geldpolitik wird also zumindest vorübergehend erschwert. Auszuschliessen ist aber auch nicht der Fall einer permanenten Verminderung der Prognostizierbarkeit der real nachgefragten Notenbankgeldmenge, so dass man generell von einer Beeinträchtigung der geldpolitischen Effizienz sprechen könnte. Die bisherigen, im Ausland mit Neuerungen im Zahlungsverkehr gemachten Erfahrungen scheinen solche Befürchtungen allerdings nicht zu rechtfertigen⁴.

2.3 Risikoaspekte

Die technischen Neuerungen ermöglichen es zwar einerseits, die Abwicklung der Bankgeschäfte erheblich zu beschleunigen. Andererseits können aber Störungen weitreichende Folgen haben. Die Erfahrung zeigt, dass bereits eine Computerpanne bei einem wichtigen Marktteilnehmer beachtliche Störungen auslösen kann⁵. Im Hinblick auf die Erhaltung stabiler Marktverhältnisse könnte dies die Notenbank

⁴ Hester (1972, S. 228) äusserte die Befürchtung, dass mit einem verbesserten Clearingmechanismus die Umlaufgeschwindigkeit variabler und die Kontrolle über die Geldmenge erschwert würde. Revell (1983, S. 165) vertritt in seiner detaillierten Arbeit über die Konsequenzen elektronischer Zahlungsverkehrssysteme eher die optimistischere Ansicht, dass die Entwicklungen graduell verlaufen.

⁵ Die hier angesprochene Problematik sei anhand eines Computerproblems, das sich am 21. November 1985 bei der Bank of New York ereignete, verdeutlicht. Am erwähnten Tage war diese Bank – eines der grössten US-Brokerhäuser für Staatspapiere – aufgrund eines Computerproblems nicht mehr in der Lage, die von ihr gekauften und elektronisch an sie übermittelten Wertschriften an ihre Kunden weiterzuleiten. Von ihren Kunden erhielt sie deshalb keine Zahlungen, hatte andererseits selbst aber die gekauften Papiere zu bezahlen. Die Federal Reserve Bank von New York erachtete die Situation als so gravierend, dass sie zur Erhaltung stabiler Marktverhältnisse für die Bank of New York einsprang und deren Zahlungsverpflichtungen übernahm. Der von der Federal Reserve Bank an die Bank of New York erteilte Kredit erreichte die Grössenordnung von etwa 20 Milliarden US-Dollar – wahrscheinlich der grösste Kredit, der jemals direkt bei einer Federal Reserve Bank aufgenommen worden war (vgl. dazu E. Goldberg, Computerworld, 2. Dezember 1985).

vermehrt zu Interventionen als «*Lender of last resort*» zwingen⁶. Problematisch an einer solchen Politik ist, dass sie – sofern von den Teilnehmern erkannt und in Rechnung gestellt – die Risikoprobleme, die es eigentlich zu entschärfen gilt, noch vergrössern dürfte. Angesprochen ist hier das in den Wirtschaftswissenschaften unter dem Begriff «*Moral Hazard*» bekannte Phänomen, wonach das Vorliegen einer «*Versicherung*» zu nachlässigem Verhalten verleiten kann. Eine direkte Einflussnahme der Notenbank auf die konkrete technische Ausgestaltung des Zahlungsverkehrssystems – zumindest im betragsmässig dominanten Interbank-Zahlungsverkehr – oder die Festlegung von Beschränkungen bezüglich dem Verhalten der Teilnehmer kann sich deshalb im Sinne einer *Effizienzsteigerung* als zweckmässig erweisen⁷. Damit lässt sich indirekt auch das Risiko, dass die Notenbank aufgrund von Zahlungsverkehrsproblemen der Banken von ihrem geldpolitischen Kurs abweichen muss, verringern.

Die erwähnten Risiken, mit denen eine Notenbank in der Funktion als «*Lender of last resort*» konfrontiert werden kann, dürften von der konkreten Ausgestaltung des Zahlungsverkehrssystems mitbestimmt werden. So übermitteln beispielsweise bestimmte Interbank-Zahlungsverkehrssysteme tagsüber lediglich «*Zahlungsmeldungen*» zwischen den Teilnehmern. Der eigentliche Geldtransfer erfolgt am Tagesende, indem typischerweise die Notenbank den «*Spitzenausgleich*» auf den von den Banken bei ihr gehaltenen Konten vornimmt. In solchen «*reinen Clearingsystemen*» gilt somit für alle Zahlungen der *Vorbehalt*, dass die Nettopositionen der Teilnehmer am Abend beglichen werden können. Ist dazu ein Teilnehmer nicht in der Lage und ist niemand bereit, für den fehlbaren Teilnehmer einzuspringen und dessen Nettoverpflichtung zu übernehmen, verbleibt nur ein Weg: Die Zahlungen von und an den betreffenden Teilnehmer werden *eliminiert*, und es wird ein neuer «*Spitzenausgleich*» angestrebt. Dabei ist neben den verarbeitungstechnischen Problemen in Rechnung zu stellen, dass infolge des Aussortierens von Zahlungen mit hoher Wahrscheinlichkeit auch Schwierigkeiten bei anderen Teilnehmern auftreten, so dass die Prozedur des «*Zurückdrehens des Clearingtages*» mehrmals wiederholt

werden müsste. So wurde beispielsweise in einer 1984 veröffentlichten Studie geschätzt, dass Zahlungsschwierigkeiten eines einzigen grösseren Teilnehmers am CHIPS-System – einem in New York arbeitenden Clearingsystem – zu Problemen bei knapp der Hälfte der über 100 Teilnehmer führen würden und bis 30% aller während des Tages getätigten Zahlungen storniert werden müssten⁸. Da bei grösseren Zahlungsschwierigkeiten eines Teilnehmers kaum erwartet werden kann, dass andere Teilnehmer innert nützlicher Frist – womit hier wenige Stunden gemeint sind – für den illiquiden Teilnehmer einspringen, und andererseits die gesamtwirtschaftlichen Konsequenzen des «*Zurückdrehens eines Clearingtages*» möglicherweise sehr gravierend sind, könnte die Notenbank kaum tatenlos zusehen; sie wäre praktisch zur Intervention gezwungen.

In der Praxis spielen neben Varianten des «*reinen Clearingsystems*», die in der Regel von Geschäftsbanken betrieben werden, die Zahlensysteme der Notenbanken eine dominante Rolle. Das wesentliche Merkmal dieser Systeme ist, dass die Zahlungsabwicklung unmittelbar an den Übertrag von Notenbankgeld gebunden ist. Dies ist dann der Fall, wenn Zahlungen direkt auf den Konten der Banken bei der Notenbank verbucht werden. Hier übernimmt eine Notenbank immer dann Risiken, wenn sie Kontoüberziehungen zulässt – auch wenn diese Überziehungen nur wenige Stunden dauern (vgl. dazu Smooth [1985]).

⁶ Die Diskussion um die Aufgabe der Notenbank als *Lender of last resort* kann bis zum 19. Jahrhundert zurückverfolgt werden (vgl. dazu Thorntons [1802] und Bagehot [1873]). Stellvertretend für die neuere Literatur sei hier auf Claassen (1985) verwiesen, der die *Lender-of-last-resort-Funktion* als Mittel zur Verhinderung finanzieller Instabilitäten rechtfertigt. Die Ausführungen hier unterstellen die Existenz von Externalitäten.

⁷ Vgl. dazu beispielsweise Arrow (1971, S. 220), der festhält, dass bei Vorliegen von «*Moral Hazard*» externe Beschränkungen zur Effizienzverbesserung nötig werden können.

⁸ CHIPS (Clearinghouse Interbank Payments System) ist ein Verrechnungssystem, das in erster Linie Dollarzahlungen aus Devisentransaktionen verarbeitet. CHIPS ist ein gutes Beispiel für ein «*reines Clearingsystem*». Die beschriebene Prozedur des «*Zurückdrehens*» des Clearingtages und dessen Konsequenzen werden von Humphrey (1984, S. 82) beschrieben. Interessante Ausführungen zur Risikoproblematik amerikanischer Zahlensysteme finden sich auch bei Smooth (1985).

Die *kostenlose* Übernahme von Zahlungsverkehrsriskien durch die Notenbank führt zu volkswirtschaftlichen Verzerrungen, da für die Zahlungsverkehrsteilnehmer kein Anreiz besteht, diese Risiken bei ihren Entscheidungen in Rechnung zu stellen⁹.

3. Das Swiss Interbank Clearing (SIC)

3.1 Das SIC-Konzept

Das SIC-Konzept stützt sich auf ein zentrales Computersystem mit Online-Anschlüssen aller Teilnehmer. Jede Bank unterhält ein sogenanntes «SIC-Verrechnungskonto». Dieses Konto ist ein spezielles Girokonto des Teilnehmers bei der Nationalbank. Im Unterschied zum herkömmlichen Girokonto, im folgenden als «Stammkonto» bezeichnet, wird das SIC-Verrechnungskonto technisch auf den SIC-Computern bei der Telekurs AG verwaltet. Die Telekurs AG erbringt im Auftrag der Nationalbank die Rechenzentrumsdienstleistungen für das SIC-System. Aus ökonomischer und rechtlicher Sicht ist die Nationalbank jedoch die kontoführende Institution. Guthaben auf dem SIC-Verrechnungskonto stellen somit analog zu den Guthaben auf den Stammkonten *Notenbankgeld* dar.

Die Nationalbank beginnt den Clearingtag mit der elektronischen Überweisung von Guthaben der Teilnehmer von den Stammkonten auf die entsprechenden SIC-Verrechnungskonten. Danach kann das System mit der Verarbeitung der Zahlungsaufträge der Teilnehmer beginnen. Ein Zahlungsauftrag wird jedoch nur dann ausgeführt, wenn das SIC-Verrechnungskonto der auftraggebenden Bank über genügend Guthaben aufweist (Prinzip der strikten «*Deckungskontrolle*»). Ist dies nicht der Fall, werden die Zahlungsaufträge des betreffenden Teilnehmers in einer *Wartedatei* zurückgehalten. Nach jedem Zahlungseingang wird dann geprüft, ob die pendenten Zahlungsaufträge des betreffenden Teilnehmers entsprechend ihrer Eingabesequenz ausgeführt werden können¹⁰. Die auftraggebende Bank hat jedoch das uneingeschränkte Recht, vom System als pendent gehaltene Zahlungsaufträge jederzeit zu annullieren. Nach der Verbuchung hingegen gilt ein Zahlungsauftrag als

ausgeführt. Mit der Verbuchung wird die Zahlung also definitiv. Am Ende des Clearingtages werden die vorhandenen Guthaben der Teilnehmer auf die entsprechenden Stammkonten überwiesen; die SIC-Verrechnungskonten werden somit täglich ausgeglichen.

Dem SIC-System können auch Zahlungsaufträge eingegeben werden, die erst im Verlauf der nächsten zwei Wochen (10 Bankwerkstage) ausgeführt werden sollen. Diese werden ebenfalls in Wartedateien bis zum entsprechenden Valutatag zurückgehalten. Ferner ermöglicht SIC den Teilnehmern, sich jederzeit über den aktuellen Saldo des Verrechnungskontos zu informieren. Zudem werden den Teilnehmern weitere, für das Cash-Management wertvolle Informationen zur Verfügung gestellt. Beispielsweise berechnet das System laufend die zukünftigen Kontoveränderungen, die sich aus der Verbuchung der im System pendent gehaltenen Zahlungsaufträge für den heutigen und die nächsten Tage ergeben würden.

Mit dem SIC-System soll das bisherige Zahlungsverkehrssystem der Banken vollständig abgelöst werden. Nach einer Einführungsphase wird das *tägliche* Transaktionsvolumen etwa 200 000–300 000 Zahlungen mit einem Gesamtwert in der Grössenordnung von etwa 100 Milliarden sFr. betragen. Es ist anzunehmen, dass die «kleinen» Zahlungen (Beträge kleiner als 0,01 Mio. sFr.) mit einem Anteil von etwa 60% am Transaktionsvolumen bei der Verarbeitung relativ stark ins Gewicht fallen werden. Wertmässig dürften mit einem Umsatzanteil in der Grössenordnung von 90% hingegen die etwa 5% sehr «grossen» Zahlungen (Beträge über 1 Mio. sFr.) dominieren. Der an amerikanischen Bankfeiertagen im schweizerischen Franken-Interbanken-Zahlungsverkehr beobachtbare Umsatzrückgang um etwa 90% verdeutlicht, dass bei diesen «grossen» Zahlungen den *grenzüberschreitenden* Transaktionen (z.B. \$/sFr.-Devisengeschäfte) eine zentrale Rolle zufällt.

⁹ Vgl. dazu Coats und Frankel (1980).

¹⁰ Die Abarbeitung der Wartedateien erfolgt gemäss dem FIFO-Prinzip («First-In-First-Out-Prinzip»). Danach wird strikt der älteste Zahlungsauftrag ausgeführt.

3.2 Beurteilung des SIC-Konzeptes: Aspekte des Risikos und der Geldpolitik

Das bestehende Zahlungsverkehrssystem der Banken stützt sich in erster Linie auf den Austausch von Datenträgern und ist hinsichtlich der Informationsübermittlung den modernen Anforderungen kaum mehr gewachsen. Das Cash-Management der Banken wird insbesondere dadurch erschwert, dass der SNB-Kontostand erst mit einer zeitlichen Verzögerung bekannt wird. Das SIC-System schafft den teilnehmenden Banken nun die technischen Voraussetzungen für Verbesserungen des Cash-Managements. Als Folge der schnelleren Informationsübermittlung und der Verfügbarkeit neuer Informationsinstrumente, beispielsweise der erwähnten, aus den Wartedateien errechneten Daten der zukünftigen Zahlungseingänge und -ausgänge dürfte in Zukunft unter sonst gleichen Umständen die Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld abnehmen.

Die angenommene Konstanz aller übrigen Faktoren ist jedoch schon aufgrund der SIC-Konzeption nicht gegeben. Während im bisherigen Interbank-Zahlungsverkehr tagsüber erhebliche Überziehungen der Girokonten auftraten, wird unter SIC-Bedingungen eine Deckungskontrolle solche Überziehungen grundsätzlich ausschliessen. Spätestens nach einer Übergangsperiode soll diese Deckungskontrolle auch auf die Stammkonten ausgedehnt werden. Das Prinzip der Deckungskontrolle wird den Nachfragerückgang nach Notenbankgeld abschwächen, aber kaum aufheben¹¹. So ist aufgrund der Ergebnisse einer von der Nationalbank durchgeführten Simulationsstudie anzunehmen, dass die bestehenden Interbank-Zahlungen trotz Deckungskontrolle und selbst nach einer Reduktion der Giro Guthaben um etwa ein Drittel des Tagesendbestandes ohne grössere Abwicklungsprobleme ausgeführt werden können. Die bisherigen Kontoüberziehungen dürften zu einem beachtlichen Teil durch «technisch/organisatorische Faktoren» bedingt sein, die nun mit dem SIC an Gewicht verlieren werden¹². Ferner ist zu vermuten, dass die Teilnehmer – da das SIC verbesserte technische Möglichkeiten bietet – einander vermehrt kurzfristige Kredite zur Überbrückung von Liquiditätsengpässen gewähren werden¹³. Zu-

mindest *längerfristig* dürfte deshalb die durch Zahlungsverkehrsbedürfnisse bedingte Nachfrage nach Notenbankgeld *senken*. Die kürzerfristigen Auswirkungen hängen neben den erwähnten Faktoren zusätzlich vom konkreten Einföhrungskonzept ab.

Die strikte Deckungskontrolle wird auch tagsüber die ausschliessliche Kontrolle der Notenbankgeldmenge durch die Nationalbank gewährleisten. Sie wird gleichzeitig sicherstellen, dass die direkten Zahlungsverkehrsriskien von den teilnehmenden Banken zu tragen sind. Bezüglich der Risikoproblematik ist auch hervorzuheben, dass das SIC-System *kein* «reines Clearingsystem» darstellt. Jeder Zahlung entspricht ja genau ein Übertrag von Notenbankgeld; Forderungen der Banken werden nie direkt gegenseitig verrechnet. Auf Zahlungen unter Vorbehalt kann generell verzichtet werden. Entsprechend lassen sich «Spitzenausgleichsprobleme», die in «reinen Clearingsystemen» auftreten können, vermeiden. Wie unten im Sinne eines Beispiels skizziert wird, fällt im Hinblick auf die Verminderung von bestimmten Risiken jedoch fast weniger den technischen Voraussetzungen als dem *Verhalten* der Teilnehmer eine zentrale Rolle zu.

Da im Zahlungsverkehr bis heute der «Tag» die kleinste Zeiteinheit darstellt, besteht für den einzelnen Teilnehmer wenig Anreiz, Zahlungsaufträge nicht erst gegen Clearingschluss hin aus-

¹¹ Kann das Konto bei der Notenbank tagsüber beliebig und kostenlos überzogen werden, so konzentriert sich das ganze Cash-Management auf den Kassenstand am Ende des Valutatages. Die Auswirkungen der Aufhebung von Überziehungsmöglichkeiten wird von Coats und Frankel (1980) ausführlich diskutiert.

¹² So verwenden beispielsweise die Teilnehmer im bestehenden Interbank-Zahlungsverkehr bei der Erteilung von wertmässig grossen Zahlungsaufträgen unterschiedliche Abwicklungswege (z.B. Bankgiro, Datenträgerclearing), die tagsüber zu verschiedenen Zeitpunkten Buchungen bei der Nationalbank auslösen.

¹³ Bis jetzt gilt der «Tag» als kürzeste Rechenperiode im Zahlungsverkehr. Denkbar ist, dass die vermehrte Verwendung von Echtzeit-Systemen zur Verwendung kleinerer Zeitperioden für bestimmte Geschäftsformen führen wird. Es spricht aber noch wenig für die Entwicklung eines Marktes für «Stundengelder». Zuerst dürften die bestehenden Kreditinstrumente vermehrt genutzt werden. Das Echtzeit-SIC-System dürfte insbesondere den Markt für Tagesgelder aufgrund der besseren Kontoübersicht und der schnelleren Überweisungsmöglichkeit beleben.

führen zu lassen. Wenn aber die grossen Zahlungsaufträge erst gegen Clearingschluss ins System eingegeben werden, entsteht eine mit dem «Spitzenausgleich» in «reinen Clearingsystemen» vergleichbare, wenn auch weniger problematische Risikosituation. Es ist dann nicht auszuschliessen, dass aufgrund von Zahlungsproblemen eines einzelnen Teilnehmers die in den Wartedateien zurückbehaltenen Zahlungsaufträge einer Reihe anderer Teilnehmer nicht abgearbeitet werden können und annulliert werden müssten. Daraus wird ersichtlich, dass die Verwendung von Notenbankgeld als Zahlungsmittel zwar eine Voraussetzung für die Einschränkung bestimmter Risiken schafft, aber eine Risikominderung nicht garantiert.

4. Zusammenfassung

In diesem Beitrag wurden zuerst einige Probleme der neueren Entwicklungen im Zahlungsverkehr aus dem Blickwinkel einer Notenbank dargestellt. Insbesondere wurden zwei Problemkreise aufgegriffen, nämlich die Auswirkungen von Neuerungen im Zahlungsverkehr auf die Nachfrage nach Notenbankgeld und die mit Neuerungen im Zahlungsverkehr möglicherweise auftretenden Risiken, die eine Notenbank zum Eingreifen als «Lender of last resort» zwingen könnten.

Im Sinne einer These wurde argumentiert, dass Zahlungsverkehrsinnovationen die Geldpolitik zumindest vorübergehend erschweren, da deren Auswirkungen auf die Nachfrage nach Notenbankgeld quantitativ schlecht prognostizierbar sind. Ferner wurde festgehalten, dass den Risikoaspekten des Zahlungsverkehrs im Zusammenhang mit neueren Entwicklungen besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden sollte, da die Existenz eines «Lender of last resort» zu Verzerrungen führen könnte.

Es folgte eine Darstellung des SIC-Systems und einiger aus notenbankpolitischer Sicht wichtiger Aspekte dieses neuen Interbank-Zahlungssystems. Insbesondere wurden zwei Thesen formuliert: 1. Bezüglich der Auswirkungen des SIC-Systems auf die Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld treten aufgrund der «Deckungskontrolle» und den für das Cash-Management

der Teilnehmer besseren technischen Voraussetzungen gegenläufige Effekte auf. Längerfristig dürfte aber die Nachfrage nach Notenbankgeld fallen. 2. Die Bereitstellung von Notenbankgeld als Zahlungsmittel bildet eine wichtige Voraussetzung zur Einschränkung bestimmter, im Zahlungsverkehr auftretender Risiken.

Literatur

- Arrow, K. (1971). *Essays in the Theory of Risk Bearing*, Chicago: Markham Publishing Co.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street*, reissued New York, Dutton, 1921.
- Baltensperger, E. (1974). The Precautionary Demand for Reserves, *American Economic Review*, Bd. 64, März, S. 205–210.
- und H. Milde (1976). Predictability of Reserve Demand, Information Costs and Portfolio Behaviour of Commercial Banks, *Journal of Finance*, Bd. 31, No. 3, Juni, S. 835–843.
- Claassen, E.-M. (1985). The Lender-of-Last-Resort Function in the Context of National and International Financial Crisis, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 121, No. 2, S. 217–237.
- Coats, W. Jr. und A. Frankel (1980). The Effects of Prohibiting Reserve Accounts Overdrafts, *Research Papers in Banking and Financial Economics*, No. 41, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Edgeworth, F. Y. (1888). The Mathematical Theory of Banking, *Journal of the Statistical Society*, Bd. 51, S. 113–127.
- Eppen, G. D. und E. F. Fama (1969). Cash Balance and Simple Dynamic Portfolio Problems with Proportional Costs, *International Economic Review*, Bd. 10, No. 2, S. 119–133.
- (1968). Solutions for Cash-Balance and Simple Dynamic-Portfolio Problems, *Journal of Business*, Bd. 41, No. 1, Januar, S. 94–112.
- Goldberg, E. (1985). DP Night Mare Hits N. Y. Bank, *Computeworld*, No. 48, 2. Dezember 1985, S. 1, 7.
- Hester, D. D. (1972). Monetary Policy in the «Checkless» Economy, *Journal of Finance*, Bd. 27, S. 279–293.
- Humphrey, D. B. (1984). The U. S. Payments System: Costs, Pricing, Competition and Risk, *Monograph Series in Finance and Economics*, Monograph 1984–1/2.
- Meyer, H. (1986) Swiss Interbank Clearing: Kettenreaktion möglich, *Schweizerische Handelszeitung*, Bankier-Sondernummer, Nr. 40a, 3. Oktober, S. 9–11.
- (1985). Die Rolle der Schweizerischen Nationalbank im Zahlungsverkehr, *Bank und Markt*, Heft 9, September, S. 5–9.
- Miller, M. H. und D. Orr (1966). A Model of the Demand for Money by Firms, *Quarterly Journal of Economics*, Bd. 79, S. 1095–1104.
- Smooth, R. L. (1985). Billion Dollar Overdrafts: A Payment Risk Challenge, *Business Review*, Jan./Feb., Federal Reserve Bank of Philadelphia, S. 3–13.
- Stanhouse, B. E. (1983). Stochastic Reserve Loss, Bank Credit Expansion and Bayesian Information, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 12, S. 121–330.
- Thornton, H. (1802). *Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, reissued New York, Rinehart, 1939.
- Van Horne, J. C. (1985). Of Financial Innovations and Excesses, *Journal of Finance*, Bd. XL, No. 3, S. 621–633.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

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

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

Inhaltsverzeichnis, 4. Jahrgang, 1986 Table des matières, 4ème année, 1986

	Heft Bulletin	Seite page
Konjunkturberichte/Rapports conjoncturels		
Wirtschafts- und Währungslage	1	9
	2	69
	3	147
	4	213
Situation économique et monétaire	1	31
	2	90
	3	168
	4	234
 Artikel und Referate/Articles et exposés		
Cottier, Philippe: La reproduction de billets de banque suisses	2	123
Das Geldmengenziel für das Jahr 1987.	4	207
Ettlin, Franz und Fluri, Robert: Der Einfluss der Steuerveranlagung auf den Notenumlauf – Identifikation und Quantifizierung	3	194
Fluri, Robert: s. Ettlin, Franz		
Granzio, Markus, J.: Notenbankpolitische Aspekte des Zahlungsverkehrs	4	263
Languetin, Pierre: Assemblée générale (exposé).	2	111
Languetin, Pierre: Generalversammlungsreferat	2	117
Languetin, Pierre: Recent International Monetary Developments and the Swiss Economy.	3	189
Lusser, Markus: Innovationen an den Finanzmärkten – Plage oder Segen?	4	255
Menzel, Christoph: Die privaten Konsumausgaben in der Schweiz – eine empirische Untersuchung	2	130
Meyer, Hans: Währungspolitik im Kleinstaat	1	53
Objectif monétaire pour l'année 1987.	4	210
Revision der Baukreditstatistik / Modification de la statistique des crédits de construction	2	135
 Geld- und währungspolitische Chronik / Chronique monétaire		
	1	60
	2	137
	3	200
	4	270

