

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 3
September/septembre 1989**

7. Jahrgang / 7e année

Inhalt/Table des matières

Übersicht	189
Sommaire	190
Sommario	191
Abstracts	192
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	193
Situation économique et monétaire	217
<hr/>	
Markus Lusser:	
Die Geldpolitik in einem kleinen Land – Bemerkungen aus schweizerischer Sicht	243
<hr/>	
Jean Zwahlen:	
La place financière suisse: son inéluctable vocation mondiale	251
<hr/>	
Franz Ettlín:	
Der schweizerische Notenumlauf 1962–1988: Resultate einer ökonomischen Untersuchung aufgrund des Fehler-Korrektur-Ansatzes	257
<hr/>	
Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1988	269
La balance suisse des paiements en 1988	272
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	275
Chronique monétaire	275

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 193–216)

Im zweiten Quartal 1989 schwächte sich das Wirtschaftswachstum in Grossbritannien ab, während es in den Vereinigten Staaten wieder stark stieg. In den kontinentaleuropäischen Ländern hielt die von der kräftigen Investitionsnachfrage und den Exporten gestützte Hochkonjunktur an. Die durchschnittliche Inflationsrate der OECD-Länder erhöhte sich zwar nochmals, doch verlangsamte sich der Teuerungsauftrieb in einigen Ländern. Die Geldpolitik blieb dennoch restriktiv, so dass die kurzfristigen Zinssätze weiter leicht stiegen. Ende April und Ende Juni hoben die meisten europäischen Zentralbanken ihre Leitzinsen an, und im Mai erhöhte die Bank von Japan den Diskontsatz.

Die gute Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz dauerte im zweiten Quartal an. Dazu trug wiederum die kräftige Nachfrage aus dem Ausland bei. Der Arbeitsmarkt blieb angespannt, und die technischen Kapazitäten waren noch stärker ausgelastet. Die restriktive Geldpolitik der Nationalbank und eine geringere Liquiditätsnachfrage der Banken führten dazu, dass die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge erneut sank. Ende Juni erhöhte auch die Nationalbank den Diskontsatz und passte ihn dem gestiegenen Zinsniveau am Geldmarkt an.

Die Geldpolitik in einem kleinen Land – Bemerkungen aus schweizerischer Sicht (S. 243–250)

Österreich und die Schweiz sind kleine Länder mit unterschiedlichen Wechselkursregimes – das eine mit fixem, das andere mit flexiblem Wechselkurs. Konjunkturstabilisierung und Inflationskontrolle sind die zwei Aspekte, welche bei der Wahl zwischen den beiden währungspolitischen Strategien besonders wichtig sind. Der vorliegende Beitrag befasst sich zunächst mit der stabilisierungspolitischen Dimension und geht danach detailliert auf den Zusammenhang zwischen Wechselkursregime und Inflationsent-

wicklung ein. Im dritten Teil wird die Alternative eines Währungsverbundes – vor allem unter dem Aspekt der Inflationskontrolle – diskutiert.

Die Zukunft des Finanzplatzes Schweiz: Weltweite Verflechtung als Schicksal (S. 251–256)

Der Finanzplatz Schweiz ist traditionell stark mit dem Ausland verflochten. Durch die fortschreitende Globalisierung der Finanzmärkte hat die Aussenverflechtung neue Dimensionen angenommen. Sie verstärkt den Wettbewerbsdruck auf die Marktteilnehmer und den Harmonisierungsdruck auf die Aufsichtsbehörden. Besondere Anstrengungen sind in der Schweiz in den Bereichen Wertpapierhandel, Bankenwettbewerb, Finanzplatzaufsicht und Finanzplatzbesteuerung erforderlich.

Der schweizerische Notenumlauf 1962–1988: Resultate einer ökonometrischen Studie (S. 257–268)

Die Studie zeigt für einen Zeitraum von beinahe drei Jahrzehnten eine stabile Beziehung zwischen dem Notenumlauf und dem privaten Konsum sowie dem Sparzinssatz. Dabei wird insbesondere eine bedeutende Notenhortung in den Jahren 1972–1980 mitberücksichtigt; damals waren strenge Abwehrmassnahmen gegen den Zufluss von ausländischen Geldern auf Bankkonten und gegen den ausländischen Kauf von Wertschriften und Immobilien in Kraft.

Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1988 (S. 269–271)

Die Ertragsbilanz schloss im Jahre 1988 mit einem Überschuss von 12,3 Mrd. Franken ab. Dieser Saldo lag auf dem Niveau der Jahre 1985 und 1986 und über dem Betrag von 11,3 Mrd. Franken im Jahre 1987. In der Kapitalverkehrsbilanz übertrafen die ausgewiesenen Kapitalexporte die Kapitalimporte um 20 Mrd. Franken gegenüber 14 Mrd. Franken im Jahre 1987.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 217–241)

Au deuxième trimestre de 1989, la croissance économique a faibli au Royaume-Uni, mais elle a atteint, aux Etats-Unis, un rythme plus élevé que ce qui était attendu. Les pays de l'Europe continentale ont continué à bénéficier d'une bonne conjoncture, grâce notamment à la vigueur des investissements et des exportations. Dans la zone de l'OCDE, le renchérissement annuel moyen s'est accéléré, bien que les poussées inflationnistes aient fléchi dans quelques pays. La politique monétaire est restée restrictive, de sorte que les taux d'intérêt à court terme ont augmenté encore légèrement. A la fin des mois d'avril et de juin, la plupart des banques centrales européennes ont relevé leurs taux directeurs. La Banque du Japon a augmenté son taux de l'escompte en mai.

En Suisse, la bonne conjoncture s'est maintenue au deuxième trimestre, la demande étrangère ayant été vigoureuse. Le marché du travail est resté tendu, et le taux d'utilisation des capacités techniques a progressé encore. Après correction des variations saisonnières, la monnaie centrale a continué son mouvement de repli, à la suite de la politique monétaire restrictive de la Banque nationale et de la diminution de la demande de liquidités des banques. A fin juin, la Banque nationale a relevé son taux de l'escompte pour l'adapter à l'évolution des rémunérations servies sur le marché monétaire.

La politique monétaire dans un petit pays – Un point de vue suisse (p. 243–250)

L'Autriche et la Suisse sont deux petits pays ayant l'un des changes fixes et l'autre des changes flottants. La stabilisation de la conjoncture et le contrôle de l'inflation sont deux facteurs qui, dans le choix de la stratégie en matière de cours de change, jouent un rôle particulièrement important. Après une première partie consacrée aux répercussions sur la politique de stabilisation, l'exposé examine en détail la relation entre le système de change et l'évolution de l'inflation.

Dans un troisième volet, la solution de la zone monétaire est analysée principalement sous l'angle de la maîtrise de l'inflation.

La place financière suisse: son inéluctable vocation mondiale (p. 251–256)

Traditionnellement, la place financière suisse a une vocation internationale. La globalisation des marchés financiers a donné de nouvelles dimensions à cette vocation. Elle a renforcé la concurrence entre les établissements bancaires et incité les autorités de surveillance à harmoniser les règles. En Suisse, des adaptations sont à apporter notamment dans le commerce des titres, la concurrence entre les banques, la surveillance de la place financière et la fiscalité.

La circulation des billets en Suisse entre 1962 et 1988: résultats d'une étude économétrique (p. 257–268)

L'étude, qui porte sur près de trois décennies, montre l'existence de relations stables entre la rémunération des fonds d'épargne et la circulation des billets mais aussi entre celle-ci et la consommation privée. Elle tient compte en particulier de la thésaurisation de billets, importante pendant les années 1972 à 1980. A l'époque, des mesures rigoureuses étaient en vigueur pour lutter contre l'afflux de fonds étrangers sur des comptes bancaires et restreindre l'acquisition de titres et d'immeubles par des non-résidents.

La balance suisse des paiements en 1988 (p. 272–274)

En 1988, la balance des transactions courantes (balance des revenus) a dégagé un solde actif de 12,3 milliards de francs. Son excédent a augmenté par rapport à 1987 (11,3 milliards) pour rejoindre le niveau des années 1985 et 1986. Dans le domaine des mouvements de capitaux, l'excédent des exportations sur les importations a atteint 20 milliards de francs, contre 14 milliards en 1987.

Sommario

Situazione economica e monetaria

(p. 193–241)

Durante il secondo trimestre del 1989, la crescita economica si affievolì in Gran Bretagna, mentre registrò invece, contrariamente alle aspettative, un'accelerazione negli Stati Uniti. Nei Paesi dell'Europa continentale, la congiuntura, sostenuta dalla forte domanda di beni d'investimento e dalle esportazioni, rimase alta. Il tasso medio d'inflazione dei Paesi dell'OCSE aumentò anche in questo periodo, ma in alcuni Paesi il rincaro si rallentò. Nonostante questo, la politica monetaria rimase restrittiva, di modo che i tassi d'interesse a breve termine salirono ancora leggermente. Alla fine d'aprile e di giugno, la maggior parte delle banche centrali europee decise un aumento dei tassi ufficiali, e in maggio la Banca del Giappone aumentò il tasso di sconto.

In Svizzera, l'economia continuò a svilupparsi favorevolmente durante il secondo trimestre, anche stavolta grazie tra altro al contributo della forte domanda estera. Il mercato del lavoro rimase teso e lo sfruttamento delle potenzialità tecniche si fece ancor più intenso. La politica monetaria restrittiva della Banca nazionale e la minor domanda di liquidità delle banche provocarono una nuova diminuzione della base monetaria epurata degli effetti stagionali. Alla fine di giugno, anche la Banca nazionale aumentò il tasso di sconto, adeguandolo al livello dei tassi su mercato monetario.

La politica monetaria d'un piccolo Paese – Osservazioni nell'ottica svizzera (p. 243–250)

L'Austria e la Svizzera sono due Paesi piccoli con differenti regimi dei cambi: uno fisso, l'altro flessibile. La stabilizzazione congiunturale e il controllo sull'inflazione sono due aspetti particolarmente importanti per la scelta tra queste due strategie di politica monetaria. Il presente testo tratta dapprima la politica di stabilizzazione e descrive quindi più nei particolari i rapporti esistenti tra il regime dei cambi e l'evoluzione dell'inflazione. Nella terza parte si discute l'alter-

nativa di un'associazione monetaria, soprattutto sotto l'aspetto del controllo dell'inflazione.

Il futuro della piazza finanziaria svizzera: la compenetrazione a livello mondiale come destino (p. 251–256)

Per tradizione, la piazza finanziaria svizzera è strettamente connessa con l'estero. In seguito all'estensione sul piano mondiale dei mercati finanziari questa compenetrazione ha assunto nuove dimensioni, accrescendo la pressione esercitata dalla concorrenza sui partecipanti al mercato e gli sforzi d'armonizzazione richiesti alle autorità di vigilanza. Un impegno particolare è necessario, per la Svizzera, nei settori del commercio di titoli, della concorrenza tra le banche, della vigilanza sulla piazza finanziaria e dell'imposizione fiscale di quest'ultima.

Il circolante svizzero dal 1962 al 1988: esiti d'uno studio econometrico (p. 257–268)

Lo studio indica che per quasi tre decenni il rapporto tra il circolante da un lato e il consumo privato e il tasso d'interesse per i depositi a risparmio dall'altro è rimasto stabile. Si tiene conto segnatamente di una considerevole tesaurizzazione di banconote nel periodo 1972–1980, durante il quale erano in vigore severi provvedimenti di difesa contro l'afflusso di denaro estero sui conti bancari e contro l'acquisto da parte dell'estero di titoli e fondi.

Evoluzione della bilancia svizzera dei pagamenti nel 1988 (p. 269–274)

Nel 1988, la bilancia dei redditi presentò un eccedente di 12,3 miliardi di franchi. Tale saldo corrisponde al livello degli anni 1985 e 1986 e è superiore all'importo di 11,3 miliardi di franchi registrato nel 1987. Per quanto riguarda la bilancia dei movimenti di capitale, le esportazioni dichiarate di capitale superarono le importazioni di 20 miliardi di franchi, rispetto a 14 miliardi di franchi nel 1987.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 193–241)

In the second quarter of 1989 economic growth slowed down in the United Kingdom while – contrary to all expectations – accelerating markedly in the United States. On the European continent the boom supported by vigorous demand for capital goods and by exports continued. Whereas the average inflation rate in the OECD countries increased once more, inflation rose less strongly in some countries. Nevertheless, monetary policy remained restrictive, causing a further slight uptrend in short-term interest rates. At the end of the months of April and June most European central banks increased their benchmark rates, and in May the Bank of Japan lifted the discount rate.

The Swiss economy continued to exhibit favourable development in the second quarter, boosted largely by lively foreign demand. The labour market remained tight, and technical capacities were utilised to an even greater extent. The Swiss National Bank's restrictive monetary policy and the banks' reduced demand for liquidity led to a renewed decline in the seasonally-adjusted monetary base. At the end of June the Swiss National Bank likewise raised the discount rate, bringing it in line with the higher interest rate level on the money market.

Monetary policy in a small country – A Swiss point of view (pp. 243–250)

Austria and Switzerland are small countries with different exchange rate regimes: fixed exchange rates in Austria, floating exchange rates in Switzerland. A decision in favour of either of the two monetary policy strategies is influenced by two major considerations: stabilisation of the economy and inflation control. This contribution deals, firstly, with the aspects of a stability-oriented policy and, secondly, it enters in detail into the connection between the exchange rate system and the development of inflation. Thirdly monetary union as an alternative is discussed, with particular reference to inflation control.

The future of the Swiss financial centre: international involvement as a destiny (pp. 251–256)

By tradition, the Swiss financial centre has close links with other countries. Due to the progressive globalisation of the financial markets external involvement has assumed new dimensions. It increases the competitive pressure on market participants, as also the pressure on the supervisory authorities to achieve harmonisation. Special efforts must be made in Switzerland in the fields of securities trading, competition between banks, supervision of the financial centre and taxation in the financial centre.

Bank note circulation in Switzerland from 1962 to 1988: results of an econometric study (pp. 257–268)

This study shows, for a period of almost three decades, a stable relation between note circulation and private consumption as well as note circulation and the savings rate. In particular, the substantial bank note hoarding in the years 1972–1980 is taken into account; at that time strict measures were being implemented to ward off the influx of foreign funds on bank accounts and against the acquisition of securities and real estate by foreigners.

The development of Switzerland's balance of payments in 1988 (pp. 269–274)

In 1988 the balance of payments on current account exhibited a surplus of Sfr 12.3 billion. This figure was on a par with the credit balances for 1985 and 1986 and topped the Sfr 11.3 billion recorded in 1987. In the capital account, published capital exports exceeded capital imports by Sfr 20 billion compared with the previous year's figure of Sfr 14 billion.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 8. September 1989*

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

1. Überblick

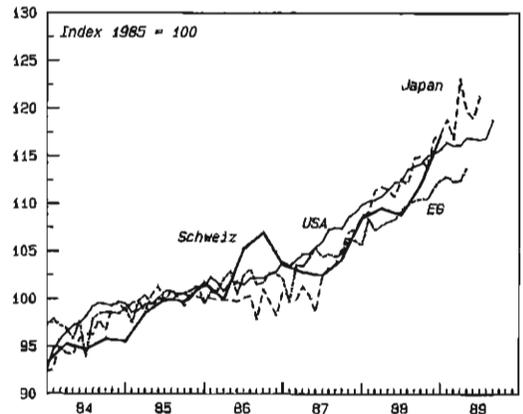
Konjunkturentwicklung

Die Wirtschaftsentwicklung in den OECD-Ländern war im zweiten Quartal 1989 durch gegensätzliche Tendenzen geprägt. Während sich das konjunkturelle Klima in Grossbritannien vor allem infolge des schwächeren privaten Konsums und Wohnungsbaus merklich abkühlte, wuchs das amerikanische Bruttosozialprodukt dank der lebhaften Export- und Investitionstätigkeit stärker als erwartet. In den kontinentaleuropäischen Ländern hielt die gute Konjunkturlage unverändert an. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen sowie die Exporte bildeten dabei erneut die wichtigsten Konjunkturstützen. In Japan setzte sich das kräftige, von der Binnennachfrage und dem Export getragene Wirtschaftswachstum fort.

Die für das dritte Quartal verfügbaren Indikatoren deuten in den Vereinigten Staaten auf eine leicht anziehende Konjunktur hin. Dagegen dürfte sich das Wirtschaftswachstum in Grossbritannien und Italien bis zum Ende des Jahres weiter verlangsamen. In der Bundesrepublik Deutschland, in Frankreich und Japan sind keine Zeichen einer konjunkturellen Abschwächung zu erkennen. Der Auftragseingang bei der Industrie stieg kräftig, und die Produktionsaussichten werden optimistisch beurteilt.

Die Beschäftigung nahm in den grossen Industrieländern insgesamt etwas langsamer zu als in den vorangegangenen Quartalen. Nachdem die Arbeitslosenquote im ersten Quartal in den

Grafik 1: Industrielle Produktion



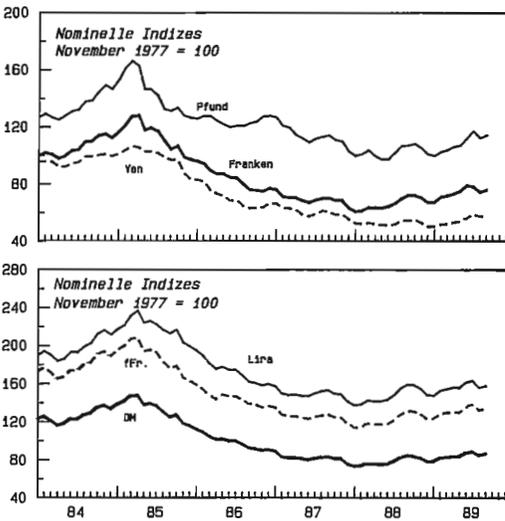
Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

meisten OECD-Ländern deutlich zurückgegangen war, sank sie im zweiten Quartal nur noch wenig.

Die durchschnittliche Inflationsrate der OECD-Länder (Veränderung der Konsumentenpreise über 12 Monate) stieg im zweiten Quartal weiter. Im Mai betrug sie 5,3%, gegenüber 4,9% im März. Diese erneute Erhöhung ist teilweise auf den sprunghaften Anstieg der Teuerungsrate in Japan infolge der seit dem 1. April geltenden Mehrwertsteuer zurückzuführen. In den meisten übrigen Ländern stiegen dagegen die Preise gegen Ende des Quartals – gemessen am monatlichen Anstieg des Konsumentenpreisindex – etwas langsamer als in den vorangegangenen Monaten. Zur Abschwächung des Preisauftriebs trug vor allem die geringere Teuerung bei den Nahrungsmitteln und Energieträgern bei.

* Der Bericht wurde Mitte August abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Mai, Juni und Juli 1989 bekannt wurden.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Wirtschaftspolitik

Die Geldpolitik der Industrieländer blieb auf die Bekämpfung der Inflation ausgerichtet. Die kurzfristigen Zinssätze stiegen vor allem zu Beginn des Quartals nochmals leicht an. Ende Mai erhöhte die Bank von Japan den Diskontsatz, um damit der Tieferbewertung des Yen und der zunehmenden Inflationsgefahr entgegenzuwirken. Einen Monat später hob die Deutsche Bundesbank – gefolgt von den meisten europäischen Zentralbanken – den Diskont- und den Lombardsatz an, nachdem die Sätze bereits Ende April in fast allen europäischen Ländern erhöht worden waren. Die amerikanische Währungsbehörde lockerte hingegen angesichts der erwarteten Abschwächung des Wirtschaftswachstums ihren geldpolitischen Kurs im Laufe des zweiten Quartals vorsichtig, so dass die kurzfristigen Zinssätze sanken. Unter dem Einfluss des Zinsrückgangs in den Vereinigten Staaten bildeten sich die kurzfristigen Zinssätze im Juni und Juli auch in vielen anderen Industrieländern wieder leicht zurück.

Devisenmarkt

In den vier Monaten von Mai bis August wurde der amerikanische Dollar gegenüber den Währungen der wichtigsten Industrieländer höher bewertet. Eine Ausnahme bildete der Schweizer Franken, der gegenüber dem Dollar annähernd stabil blieb. Während der Dollar gegenüber den Währungen des Europäischen Währungssystems (EWS) mässig an Wert gewann (+4,1% gegenüber der D-Mark), wertete er sich gegenüber dem japanischen Yen und dem britischen Pfund um 8,9% bzw. 5,6% auf. Um der Tieferbewertung des Yen gegenüber der amerikanischen Währung entgegenzuwirken, verkaufte die Bank von Japan in grossem Umfang Dollars. Die täglichen Kursschwankungen des Dollars gegenüber den wichtigsten Währungen waren wesentlich höher als in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Auch im Vorjahresvergleich wurde die amerikanische Währung im Durchschnitt der Monate Mai bis August gegenüber allen wichtigen Währungen höher bewertet. Die Aufwertung betrug gegenüber dem britischen Pfund 9,4% und gegenüber dem Yen sowie der D-Mark 8,8% bzw. 8,0%.

Auf handelsgewichteter Basis lag der Kurs des Dollars im zweiten Quartal um nominal 5,0% und real 5,7% höher als vor Jahresfrist. Demgegenüber sanken die handelsgewichteten nominalen und realen Kurse des Yen (-6,9%, -8,9%), der D-Mark (-2,0%, -3,9%) und des Schweizer Frankens (-7,4%, -8,6%) unter den entsprechenden Vorjahresstand.

Innerhalb des EWS entstanden in den Monaten Mai bis August keine nennenswerten Spannungen, da sich die EWS-Währungen ungefähr in gleichem Masse gegenüber dem amerikanischen Dollar abwerteten.

Am 19. Juni 1989 trat Spanien dem Wechselkursmechanismus des EWS bei. Der Leitkurs der Peseta beträgt gegenüber der europäischen Währungseinheit (ECU) 133,804 Pta. und gegenüber der D-Mark 65,0 Pta. Um Spanien den Übergang ins EWS zu erleichtern, wurde der Peseta, wie schon früher der italienischen Lira,

die erweiterte Bandbreite von $\pm 6\%$ (übrige EWS-Währungen: $\pm 2,25\%$) zugestanden. Die Peseta soll am 20. September 1989 zusammen mit dem portugiesischen Escudo in den Währungskorb des ECU aufgenommen werden, der alle fünf Jahre revidiert wird. Damit werden ab September 1989 alle EG-Währungen im ECU vertreten sein. Der Anteil der Peseta und des Escudos am ECU beträgt voraussichtlich 5% bzw. 0,8%.

Am Gipfeltreffen der Staats- und Regierungschefs der EG-Länder vom 26. Juni in Madrid wurde über den weiteren Weg zur europäischen Wirtschafts- und Währungs-Union (WWU) beraten. Gemäss Gipfelbeschluss wird am 1. Juli 1990 die erste Stufe der WWU in Kraft treten. Sie umfasst im wesentlichen die Beseitigung aller Kapitalverkehrsbeschränkungen, die noch im EG-Raum bestehen, sowie die Stärkung der monetären Zusammenarbeit zwischen den EG-Ländern.

Internationale Verschuldungsprobleme

Im Anschluss an die Vorschläge des amerikanischen Finanzministers Brady zur Lösung des internationalen Schuldenproblems verabschiedete der Internationale Währungsfonds (IWF) im Mai Richtlinien, die bei der Verwendung von Fondsmitteln zur Verminderung der Schulden oder des Schuldendienstes gelten sollen. Gemäss diesen Richtlinien werden Mittel nur dann bereitgestellt, wenn das Schuldnerland ein Wirtschaftsprogramm mit einem starken Gewicht auf Strukturreformen vorlegt. Von der Kreditsumme, die einem Land neu zur Verfügung gestellt wird, dürfen rund 25% als Garantie oder zum Rückkauf von Schulden verwendet werden. Gegebenenfalls kann der IWF zusätzliche Kredite bis höchstens 40% der Quote eines Landes zur Erleichterung des Schuldenabbaus gewähren. Der IWF ist ferner in Abweichung von der bisherigen Praxis bereit, mit einem Land ein Kreditabkommen abzuschliessen, bevor dieses mit seinen Gläubigerbanken eine Übereinkunft erzielt hat. Wie der IWF zeigt sich auch die Weltbank bereit, einen Teil ihrer Kredite zum Abbau der Schuldenlast bereitzustellen.

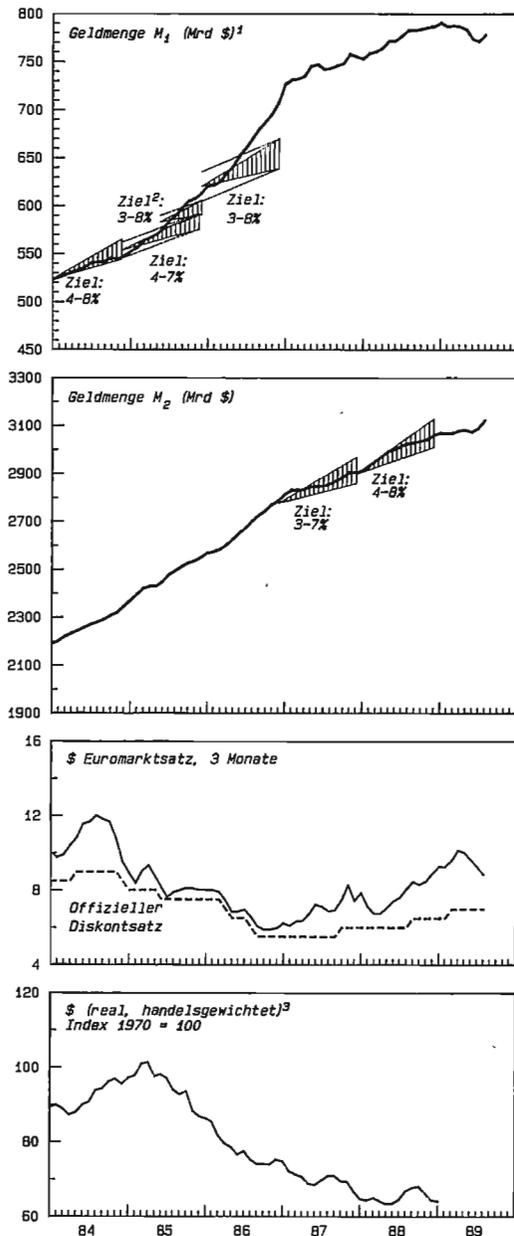
Eines der ersten Länder, das in den Genuss der neuen Schuldenstrategie des IWF kommt, ist Mexiko. Nachdem der IWF im Mai Mexiko einen Kredit in Höhe von 3,3 Mrd. SZR zugesagt hatte, einigte es sich im Juli mit dem Konsultativkomitee seiner Gläubigerbanken über Massnahmen zur Reduktion seiner Schuldenlast. Eine Gläubigerbank kann dabei zwischen drei Möglichkeiten wählen. Bei der ersten Option kann sie ihre Ausstände mit einem Abschlag von 35% in mexikanische Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren und einem variablen Zinssatz umwandeln. Dies entspricht einem echten Schuldenabbau. Zweitens besteht die Möglichkeit, Kredite gegen 30jährige Staatsanleihen, ausgestattet mit einem festen Zinssatz von 6,25%, umzutauschen. In diesem Fall vermindert sich der Zinsdienst Mexikos. Der Zinssatz kann ab 1996 nach oben angepasst werden («recapture clause»), falls der Ölpreis über 14 Dollar pro Barrel steigt und die realen Öleinnahmen Mexikos über den gegenwärtigen Betrag steigen (zu Preisen von 1989). Beide Arten von Obligationen werden durch Zerobonds und sichergestellte Depots garantiert. Die für den Kauf dieser Aktiven benötigten Mittel werden vom IWF und von der Weltbank – im Rahmen ihrer neuen Schuldenstrategie – sowie von Japan bereitgestellt. Die dritte Variante sieht schliesslich vor, dass die Banken Mexiko im Umfang von 25% ihrer Kredite, die nicht in mexikanische Staatsobligationen konvertiert wurden, neue Mittel gewähren.

2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Das Wirtschaftswachstum der Vereinigten Staaten fiel im zweiten Quartal 1989 wesentlich stärker aus, als es die Wirtschaftsindikatoren zunächst angezeigt hatten. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm saisonbereinigt und auf Jahresbasis hochgerechnet um 2,7% zu. Im ersten Quartal hatte das Wachstum zwar 3,7% betragen; mehr als die Hälfte dieses Zuwachses war aber auf die Rückkehr zu normalen Erntebedingungen zurückzuführen. Verglichen mit dem kräftigen Wachstum im Jahre 1988 (4,4%), verlor der

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 1985

³ Quelle: OECD

Konjunkturaufschwung im ersten Halbjahr an Kraft.

Wie in den Vorquartalen wurde das Wachstum vor allem von den Exporten und von den Unternehmensinvestitionen getragen, die auf Jahresbasis hochgerechnet um 11,3% bzw. um 8,2% zunahmen. Die realen Wohnbauinvestitionen fielen dagegen um 12,6%, nachdem sie bereits im Vorquartal um 5% zurückgegangen waren. Die Konsumausgaben wuchsen real um 2,2%. Dieses gegenüber den Jahren 1987 und 1988 etwas langsamere Wachstum ist vor allem auf geringere Verkäufe von nichtdauerhaften Gütern zurückzuführen. Mit einem Zuwachs von 6,3% trugen auch die staatlichen Ausgaben für Güter und Dienstleistungen zum Wachstum bei.

Die amerikanische Industrieproduktion stagnierte im zweiten Quartal, und die Kapazitätsauslastung in der Industrie nahm gegenüber dem Höchstwert von 84,1% im vierten Quartal 1988 leicht ab auf 83,6%. Auch die Beschäftigung wuchs etwas langsamer. So betrug der durchschnittliche monatliche Zuwachs der Zahl der Beschäftigten im zweiten Quartal 223 000 Personen. In den zwei Jahren zuvor hatte er im Mittel über 300 000 Personen betragen. Die Arbeitslosenquote verharrte bei 5,2%.

Die Konsumentenpreise stiegen im zweiten Quartal mit 5,7% (aufs Jahr hochgerechnet) ungefähr gleich stark wie im Vorquartal.

Infolge hoher Steuereinnahmen wird neuerdings für 1989 mit einem kleineren Budgetdefizit gerechnet. Der prognostizierte Fehlbetrag beträgt 148 Mrd. Dollar gegenüber ursprünglich 164 Mrd. Dollar. Da die amerikanische Regierung zur Jahresmitte ihre Einschätzung der Wirtschaftsentwicklung für 1990 nach unten revidierte, rechnet sie aber für das nächste Fiskaljahr (Beginn: Oktober 1989) mit einem etwas höheren Defizit, als bei der Präsentation des Budgetentwurfs im Februar angenommen worden war.

Anfang August verabschiedete der Kongress den von der Regierung vorgelegten Plan zur Sanierung des darniederliegenden Systems der Spar- und Darlehenskassen. Die enormen Mittel, die zur Durchführung dieses Plans benötigt wer-

den, sollen zum grossen Teil über eine neugeschaffene Institution aufgenommen werden. Dieses Vorgehen vermindert die durch den Sanierungsplan verursachte Belastung des Budgets.

Die amerikanische Geldpolitik war auch während des zweiten Quartals 1989 hauptsächlich auf Inflationsbekämpfung ausgerichtet. Die beiden vom Federal Reserve Board am meisten beachteten Geldmengenaggregate M_2 und M_3 wuchsen um 1,8% bzw. 3,4% (aufs Jahr hochgerechnet) und lagen damit Ende Juni unterhalb der jeweiligen Zieltrichter (M_2 : 3% bis 7%; M_3 : 3,5% bis 7,5%).

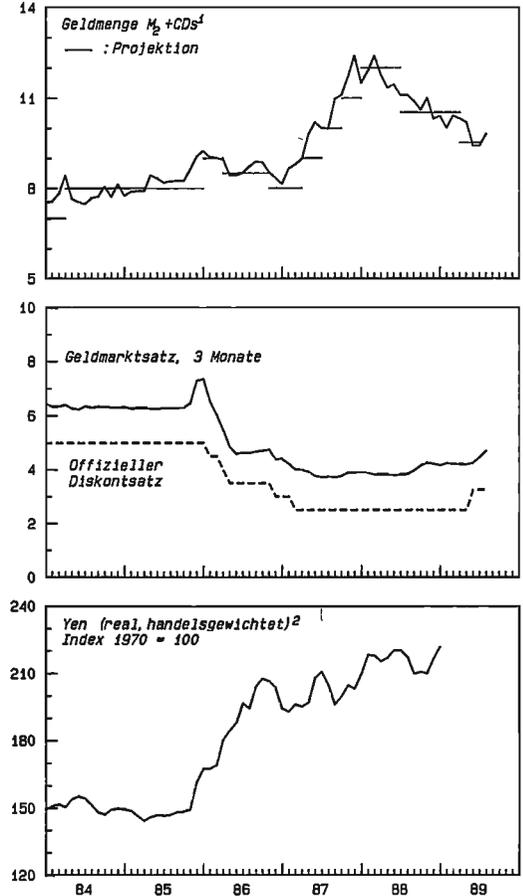
Die aufgrund der ersten verfügbaren Zahlen erwartete Konjunkturabflachung veranlasste das Federal Reserve Board im Juni, seinen Restriktionskurs zu mässigen, ohne jedoch die Inflationsbekämpfung aus den Augen zu verlieren. In der Folge ging die Federal Funds Rate zurück. Hatte diese im Durchschnitt der Monate März bis Mai noch 9,8% betragen, so sank sie im Juni auf 9,6% und im Juli auf 9,3%. Auch die Renditen anderer Anlagen verminderten sich in diesem Zeitraum. Die Rendite der langfristigen Bundesobligationen sank von 9,3% im März auf 8,2% im Juli.

Bei der halbjährlichen Überprüfung der Geldpolitik im Juli bestätigte das Federal Reserve die Geldmengenziele für 1989 und gab die Ziele für 1990 bekannt. Die beiden Aggregate M_2 und M_3 sollen erneut um 3 bis 7% und 3,5 bis 7,5% zunehmen.

Japan

In Japan beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 1989. Das reale Bruttosozialprodukt nahm im Vergleich zum Vorquartal, aufs Jahr hochgerechnet, um 9,1% zu (Vorquartal: 3,4%). Die Unternehmensinvestitionen stiegen gegenüber dem Vorquartal um rund 30% (aufs Jahr hochgerechnet). Dieser überaus kräftige Investitionsschub erklärt sich aus der hohen Kapazitätsauslastung und den hohen Gewinnen der japanischen Unternehmungen in den letzten zwei Jahren. Der private Konsum wuchs dagegen ungefähr im Gleichschritt mit dem Brut-

Grafik 4: Japan



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

² Quelle: OECD

tosozialprodukt, während die Wohnbauinvestitionen gegenüber dem Vorquartal, aufs Jahr hochgerechnet, um 8,2% zurückgingen. Nach einer Stagnation im vierten Quartal 1988 nahmen sowohl die Einfuhren wie die Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen real kräftig zu.

Gemäss den verfügbaren Indikatoren blieb die Konjunkturlage im zweiten Quartal 1989 weiterhin gut. Die Industrieproduktion nahm stark zu und lag um gut 7% über dem entsprechenden

Vorjahreswert. Auch der Wohnungsbau scheint nach dem Rückgang der letzten Monate wieder leicht anzuziehen; die Zahl der neubegonnenen Bauten lag im April zum erstenmal seit acht Monaten über dem Vorjahresstand. Die Arbeitslosenquote blieb im zweiten Quartal unverändert bei 2,3% (Juni: 2,2%).

Der Handelsbilanzüberschuss betrug im zweiten Quartal saisonbereinigt 18,2 Mrd. Dollar gegenüber 26,5 Mrd. Dollar im ersten Quartal (2. Quartal 1988: 20,7 Mrd.). Der Rückgang ist vor allem auf die Tieferbewertung des Yen gegenüber dem Dollar zurückzuführen. Auch der Überschuss der Ertragsbilanz nahm ab; er betrug saisonbereinigt 12,5 Mrd. Dollar (1. Quartal: 21,5 Mrd. Dollar).

Die Konsumentenpreise lagen im zweiten Quartal um 2,8% über dem Vorjahresniveau (1. Quartal: 1,1%). Die Teuerung verstärkte sich vor allem infolge der Erhöhung der indirekten Steuern und der Tieferbewertung des Yen gegenüber dem Dollar. Gemäss amtlichen Stellen fällt dabei der temporäre Effekt der Steuererhöhung am stärksten ins Gewicht.

Die ausgeprägte Schwächeneigung des Yen und zunehmende Inflationsbefürchtungen bewogen die Bank von Japan im zweiten Quartal, die geldpolitischen Zügel anzuziehen. Ein Zeichen in diese Richtung wurde Ende Mai gesetzt, als der Diskontsatz um $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte angehoben wurde. Das Wachstum der Geldmenge $M_2 + CD$ verlangsamte sich gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode leicht auf 9,7% (1. Quartal: 10,3%), und der Dreimonatssatz (Gensaki) stieg bis Juni auf 4,5%, gegenüber 4,2% im März. Für das dritte Quartal wurde die Projektion für $M_2 + CD$ auf 9–10% reduziert. Um der Yen-Schwäche zu begegnen, intervenierte die Bank von Japan zudem mit grösseren Beträgen am Devisenmarkt. Ausserdem versuchte sie, die institutionellen Anleger davon abzuhalten, weiterhin in grossem Umfang Mittel im Ausland zu plazieren.

Bundesrepublik Deutschland

Das Wirtschaftswachstum zog in der Bundesrepublik Deutschland im ersten Quartal 1989 kräftig an, nachdem es Ende 1988 vorübergehend

schwächer ausgefallen war. Gemäss provisorischen Angaben stieg das reale Bruttosozialprodukt gegenüber der Vorperiode um 3% und lag damit um 4,2% über dem entsprechenden Vorjahresniveau (4. Quartal 1988: +2,7%). Diese bemerkenswerte Wachstumsbeschleunigung war vor allem auf den höheren Aussenhandelsüberschuss und die kräftige Steigerung der privaten Investitionen zurückzuführen.

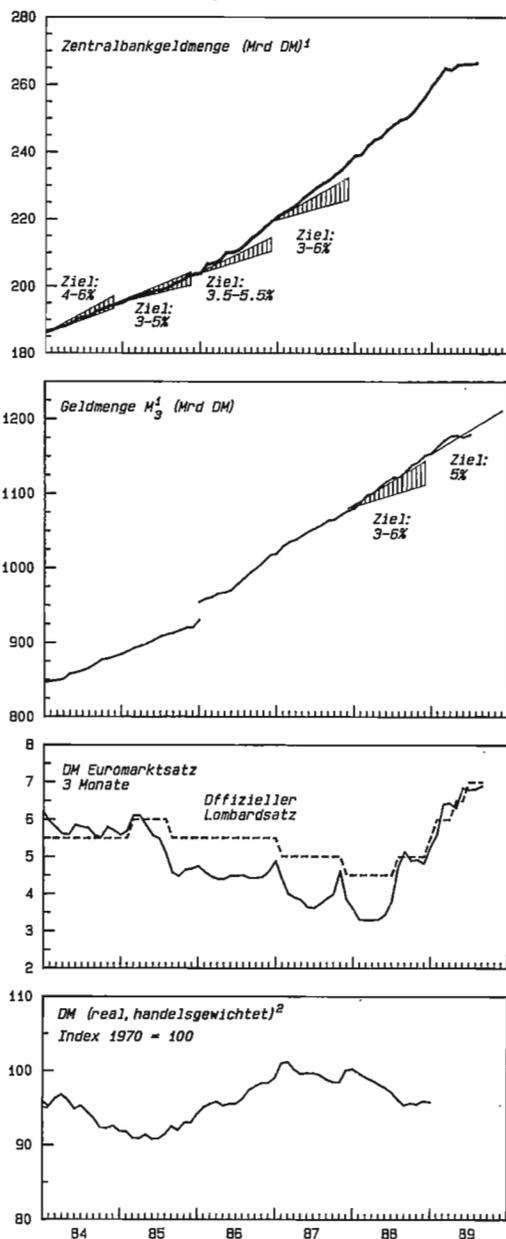
Die realen Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen übertrafen im ersten Quartal das entsprechende Vorjahresniveau um 9,9%, während die Bauinvestitionen um 10,8% und die Ausrüstungsinvestitionen um 7,5% stiegen. Die Bauindustrie profitierte dabei nicht zuletzt vom ausgesprochen milden Winter. Demgegenüber blieb das Wachstum des privaten Konsums (+1,3%) und der Staatsausgaben (+0,4%) vergleichsweise schwach.

Die für das zweite Quartal verfügbaren Indikatoren weisen auf eine anhaltend robuste Konjunktur hin. Dabei machten sich Anzeichen einer Überhitzung bemerkbar. Gemäss der letzten Umfrage des Ifo-Institutes verbesserte sich der Geschäftsgang sowohl in der Industrie und im Baugewerbe als auch im Handel. Die Kapazitätsauslastung in der verarbeitenden Industrie erreichte im Juni beinahe 89% gegenüber 87,9% im März. Zudem nahm die Beschäftigung deutlich zu; bremsend wirkte dabei der Mangel an qualifizierten Arbeitskräften. Zum erstenmal seit Herbst 1982 fiel die Zahl der Arbeitslosen im Mai unter die Zweimillionengrenze. Die Arbeitslosenquote betrug im Durchschnitt des zweiten Quartals unverändert 7,9%.

Im ersten Halbjahr 1989 stieg der Überschuss der Ertragsbilanz erneut stark an: Saisonbereinigt betrug er 56,2 Mrd. D-Mark im Vergleich zu 41,9 Mrd. im ersten Semester 1988. Dieser Rekordüberschuss ist einerseits auf die kräftige Zunahme des Handelsbilanzüberschusses auf 71,3 Mrd. und andererseits auf die höheren Kapitalerträge aus dem Ausland zurückzuführen.

Die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahreststeuerung betrug im zweiten Quartal durchschnittlich 3,1%, gegenüber 2,6% im Vorquartal. Nachdem die Teuerung im April und Mai

Grafik 5: Bundesrepublik Deutschland



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

² Quelle: OECD

infolge der höheren Erdölpreise und der Abschwächung der D-Mark gegenüber dem Dollar stark gestiegen war, stabilisierte sie sich im Juni.

Der von der Regierung vorgelegte Haushaltsentwurf, der im Herbst im Parlament behandelt werden wird, sieht einen Fehlbetrag von 33,7 Mrd. D-Mark vor; dies sind rund 6 Mrd. D-Mark mehr, als für das laufende Jahr budgetiert wurde. Im Vergleich zum Bruttosozialprodukt beträgt das Defizit 1,4%, gegenüber 1,2% im Jahre 1989 (budgetiert). Das höhere Defizit ist vor allem auf die am 1. Januar 1990 in Kraft tretende dritte Stufe der Steuerreform von 1986 zurückzuführen. Infolge der steuerlichen Entlastung der natürlichen Personen und der Reduktion der Unternehmenssteuersätze werden die Staatseinnahmen nur geringfügig zunehmen. Das geplante Wachstum der nominellen Staatsausgaben liegt mit 3,4% unter dem im Haushaltsplan 1989 vorgesehenen Zuwachs von 5,8%. Es ist zudem tiefer als das im Budgetentwurf für das nominelle Bruttosozialprodukt angenommene Wachstum von 4,7%.

Der Zuwachs der Geldmenge M_3 – der monetären Zielgröße der Deutschen Bundesbank – verlangsamte sich zwischen April und Juni weiter von 6,1% auf 4,4%. Im Durchschnitt stieg M_3 gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1988) mit einer Jahresrate von 5,3% und lag damit nur noch wenig über dem für 1989 angestrebten Ziel von 5,0%. Die Bundesbank führt die Verlangsamung der monetären Expansion aber teilweise auf Sonderfaktoren – insbesondere auf die am 1. Juli erfolgte Abschaffung der Anfang Jahr eingeführten Quellensteuer auf inländischen Zinserträgen, zurück. Die Einführung der Quellensteuer hatte gegen Ende 1988 u.a. zu Umschichtungen von Wertpapieranlagen in Sichteinlagen und Bargeld geführt und damit das Geldaggregat M_3 aufgebläht. Nachdem die Abschaffung der Quellensteuer festgestanden hatte, wurden diese liquiden Anlagen offenbar wieder vermehrt in langfristige, nicht in M_3 enthaltene Anlagen umgewandelt.

Die Bundesbank verschärfte im zweiten Quartal trotz des langsameren Geldmengenwachstums ihren geldpolitischen Kurs. Die Zinssätze, zu denen sie ihre Offenmarktoperationen (Wertpapier-

pensionsgeschäfte) durchführte, stiegen leicht an, und der dreimonatige D-Mark-Satz erhöhte sich von durchschnittlich 6,62% im März auf 6,96% im Juni. Am 30. Juni hob die Bundesbank den Diskont- und Lombardsatz um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 5% bzw. 7% an, nachdem die Leitzinsen bereits am 21. April um einen halben Prozentpunkt heraufgesetzt worden waren. Sie unterstrich damit ihre Absicht, einer weiteren D-Mark-Abwertung und der mit der kräftigen Konjunktur verbundenen Inflationsgefahr entgegenzutreten.

Grossbritannien

In Grossbritannien zeigten sich im ersten Quartal die ersten Wirkungen der von der Bank of England seit Sommer 1988 verfolgten restriktiven Geldpolitik. Der von der Binnennachfrage getragene Konjunkturaufschwung verlor deutlich an Kraft. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem vierten Quartal 1988 um 1,4% (auf Jahresbasis hochgerechnet) und lag damit um 1,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand (4. Quartal 1988: 5,1%). Sowohl der private Konsum als auch die Anlageinvestitionen nahmen gegenüber dem Vorquartal deutlich langsamer zu als in den Vorperioden. Das schwächere Wachstum der Investitionen ist dabei vor allem auf den Rückgang des Wohnungsbaus zurückzuführen. Die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen stiegen dagegen nach wie vor kräftig an, und auch die realen Ausfuhren nahmen nach dem Rückgang im vierten Quartal wieder zu. Trotz der deutlichen Abschwächung der Binnennachfrage beschleunigten sich indes die Importe wieder. Während die Einfuhren von Ausrüstungsgütern weiter zunahmen, gingen die Importe von Konsumgütern allerdings leicht zurück.

Im zweiten Quartal schwächte sich die Binnennachfrage weiter ab. Dies spiegelte sich in einem langsameren Zuwachs der Importe und einer Verschlechterung des Geschäftsklimas in der Industrie. Die Industrieproduktion (verarbeitende Industrie) stagnierte gegenüber der Vorperiode, und der Bestellungseingang liess, gemäss der Umfrage des britischen Unternehmerverbandes (CBI), besonders in den binnenmarktorientierten

Industriezweigen merklich nach. Auch die Bautätigkeit verlor weiter an Dynamik. Dagegen werden die Geschäftsaussichten im Exportsektor wieder optimistischer beurteilt.

Während die Beschäftigung im Dienstleistungssektor weiter zunahm, bildete sie sich in der Industrie leicht zurück. Die Zahl der Arbeitslosen nahm im zweiten Quartal weiter ab, wenn auch weniger stark als in den vorangegangenen Quartalen. Die Arbeitslosenquote betrug im Durchschnitt 6,5%, gegenüber 6,8% im ersten Quartal.

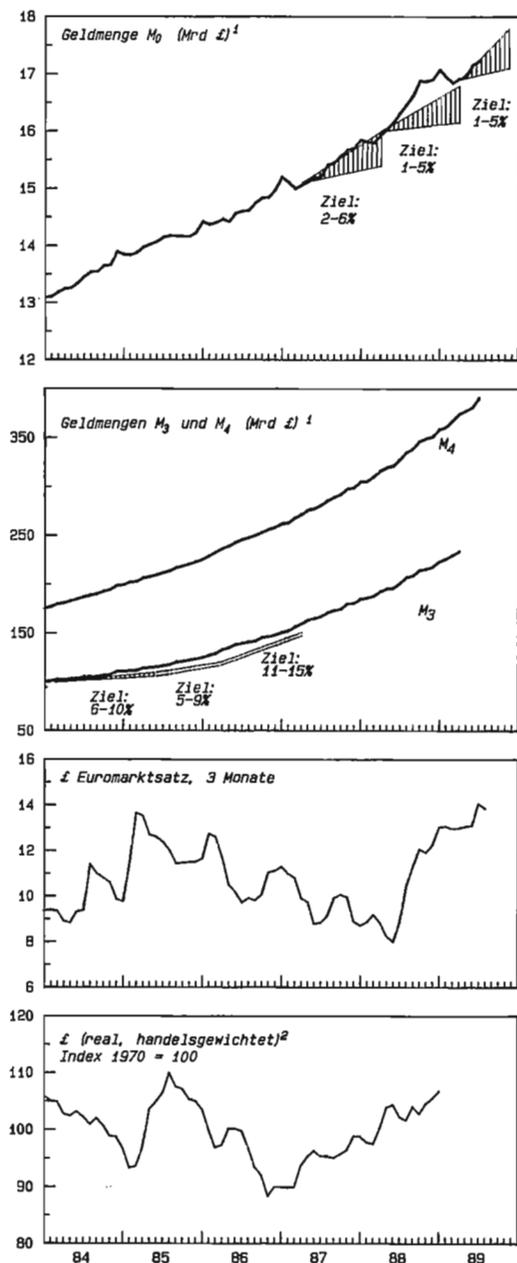
Die nominellen Exporte wuchsen im zweiten Quartal stärker als die Importe, so dass sich das Handelsbilanzdefizit auf dem Vorquartalswert stabilisierte. Mit 5,8 Mrd. Pfund lag es aber immer noch deutlich höher als vor Jahresfrist. Bei einem auf 400 Mio. Pfund geschätzten Überschuss der Dienstleistungsbilanz betrug das Defizit der Leistungsbilanz 4,6 Mrd. Pfund. Es nahm damit gegenüber dem Vorquartal (4,8 Mrd.) leicht ab.

Die Inflationsrate stieg im zweiten Quartal auf durchschnittlich 8,2%, gegenüber 7,7% im Vorquartal und 4,2% vor Jahresfrist. Nach Abschluss der Hypothekarzinsen, die in Grossbritannien im Unterschied zu anderen Ländern direkt in den Konsumentenpreisindex eingehen, sank die Inflationsrate im Juni gegenüber Mai geringfügig von 6% auf 5,9%. Hohe Lohnabschlüsse in wichtigen Sektoren deuten darauf hin, dass der Teuerungsdruck weiterhin anhält.

Die Bekämpfung der Inflation bleibt denn auch weiterhin das vorrangige Ziel der britischen Währungsbehörden. Am 24. Mai hob die Bank von England ihren Interventionssatz am Geldmarkt ein weiteres Mal an und bewirkte damit nochmals eine Erhöhung des Basiszinssatzes der Banken (Zinssatz für Kredite an erstklassige Schuldner) um einen Prozentpunkt auf 14%. Mit diesem Schritt wirkte sie vor allem der markanten Tieferbewertung des Pfundes und der damit verbundenen Verteuerung der Importgüter entgegen. Um das Pfund zu stützen, intervenierte die Bank von England zudem in grossem Umfang am Devisenmarkt.

Die monetäre Basis M_0 wuchs im zweiten Quar-

Grafik 6: Grossbritannien



¹ Saisonbereinigt; Ziele 1982–1985: Februar bis März des folgenden Jahres; ab 1986: April bis März des folgenden Jahres (Quelle: Bank of England)

² Quelle: OECD

tal etwas langsamer als in der vorangegangenen Periode. Im Durchschnitt lag sie um 5,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand (1. Quartal: 7,0%) und näherte sich damit dem oberen Rand des für das Fiskaljahr 1989 anvisierten Zielkorridors von 1% bis 5%. Das grösste Geldaggregat, M_4 , das sämtliche Spareinlagen bei Banken und Bausparkassen (building societies) enthält, nahm im Vorjahresvergleich mit durchschnittlich 18,2% zwar etwas weniger stark zu als im ersten Quartal. Im Laufe des Quartals beschleunigte sich indessen sein Wachstum von 17,9% im April auf 18,6% im Juni. Dazu trug vor allem die hohe Kreditnachfrage der Unternehmen bei. Ausserdem begünstigte die gute Börsenlage die kreditfinanzierte Übernahme von Unternehmen. Dagegen schwächte sich die Nachfrage der privaten Haushalte nach Hypothekarkrediten spürbar ab.

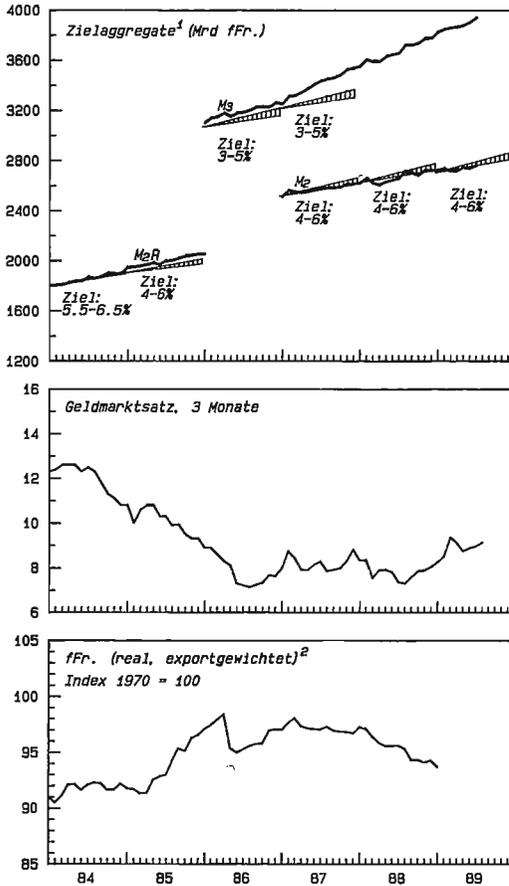
Die Geldmenge M_3 , in der im Unterschied zu M_4 die Einlagen der Bausparkassen nicht enthalten sind, lag im zweiten Quartal um 21,4% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Berechnung dieses Aggregats wird ab Juli 1989 infolge der Verzerrungen, die durch die Umwandlung der «Abbey National Building Society» in eine Geschäftsbank entstehen würden, eingestellt. Gemäss Schätzungen der Bank von England würde der Einbezug der Einlagen von Abbey National die Geldmenge M_3 um rund 11% aufblähen.

Frankreich

Im ersten Quartal 1989 beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum in Frankreich. Gemäss provisorischen Schätzungen erhöhte sich das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber der Vorperiode real um 5,2% (auf Jahresbasis hochgerechnet). Gegenüber dem ersten Quartal 1988 betrug der Zuwachs rund 3%.

Zum Aufschwung trug vor allem der Exportsektor bei: Die Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen stiegen gegenüber dem ersten Quartal 1988 real um 8,3%. Der Konsum der privaten Haushalte bildete mit einer Zunahme um 3% eine zweite wichtige Konjunkturstütze, während sich das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen

Grafik 7: Frankreich



¹ Saisonbereinigt; Ziele 1985: Durchschnitt der Monate November, Dezember und Januar gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; ab 1986: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banque de France)

² Quelle: OECD

leicht abschwächte (+6,6%). Infolge der lebhaften Binnennachfrage wuchsen die Importe kräftig (+9,8%). Besonders stark stiegen die Einfuhren von Ausrüstungsgütern.

Im zweiten Quartal setzte sich die konjunkturelle Expansion fort. Gemäss den neusten Konjunkturumfragen stieg die Industrieproduktion kräftig, so dass vermehrt Kapazitätsengpässe auftraten. Besonders davon betroffen war die Automobil-

industrie. Die Auftragselngänge nahmen weiterhin zu. Auch der gewerblich-industrielle Bau und die öffentliche Bautätigkeit belebten sich. Im Einzelhandel stagnierte dagegen der Absatz, allerdings auf einem hohen Niveau.

Das starke Wachstum der nominellen Importe – teils bedingt durch die höheren Rohstoff- und Erdölpreise – liess das Defizit der Handelsbilanz im zweiten Quartal stark ansteigen. Saisonbereinigt belief es sich auf 13,2 Mrd. fFr., nachdem es im ersten Quartal 1989 nur 3,9 Mrd. fFr. betragen hatte. Da zudem der Dienstleistungsüberschuss leicht zurückging, wies die Leistungsbilanz nach einem Überschuss von 6,5 Mrd. fFr. im ersten Quartal ein Defizit in Höhe von 6,9 Mrd. fFr. aus.

Die Beschäftigung nahm erneut zu, wobei insbesondere neu in den Arbeitsmarkt Eintretende davon profitieren konnten. Die Arbeitslosenquote verharrte dagegen auf einem hohen Niveau. Im Mai sank sie mit 9,9% indessen zum erstenmal seit 1984 unter die Zehnprozentgrenze.

Die Teuerung stieg im zweiten Quartal leicht an. Die Konsumentenpreisindex lag um 3,6% über dem Vorjahresstand (1. Quartal: 3,4%).

Das Wachstum der Geldmenge M_2 blieb im zweiten Quartal mit 4,0% am unteren Ende der für 1989 festgelegten Bandbreite von 4 bis 6%. Die Banque de France erhöhte am 29. Juni in Übereinstimmung mit anderen Zentralbanken ihre Leitzinsen um einen halben Prozentpunkt, nachdem sie im April angesichts des geringen Geldmengenwachstums und der Stärke des französischen Franc innerhalb des EWS nicht an der Leitzinsrunde der meisten anderen europäischen Zentralbanken teilgenommen hatte. Der Interventionsatz am Geldmarkt wurde auf 8¾% und der Satz für Pensionsgeschäfte mit einer Laufzeit von 5 bis 10 Tagen auf 9½% angehoben. Im Anschluss daran erhöhten die französischen Grossbanken Anfang Juli ihren Basiszinsatz von 9,6% auf 10%.

Italien

In Italien setzte sich der Konjunkturaufschwung im ersten Quartal fort. Das reale Bruttoinlandpro-

dukt stieg saisonbereinigt und aufs Jahr hochgerechnet um 3,1%. Neben dem privaten Konsum und der Investitionstätigkeit trugen auch die Exporte zum Wachstum bei.

Der Index der Industrieproduktion bildete sich in der ersten Jahreshälfte leicht zurück, nachdem er im vierten Quartal 1988 stark gestiegen war. Im Durchschnitt des zweiten Quartals lag er aber immer noch um 3,8% über seinem Vorjahreswert. Der Auslastungsgrad der Produktionskapazität betrug im zweiten Quartal unverändert 80%. Die Arbeitslosenquote lag im April mit 12% auf dem Niveau des ersten Quartals.

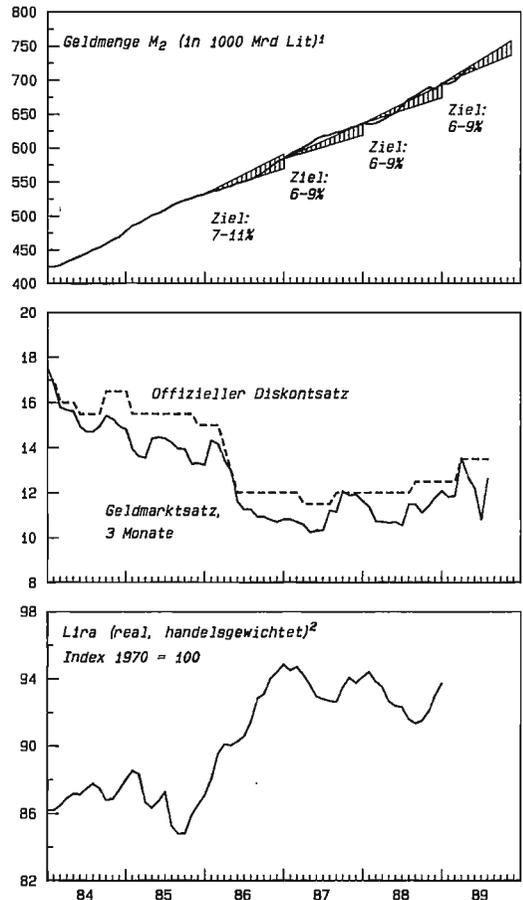
Die lebhafte Binnennachfrage führte im ersten Halbjahr 1989 zu einem kräftigen Anstieg der Importe. Nominell übertrafen sie das entsprechende Vorjahresniveau um 23%. Da die Exporte langsamer wuchsen, weitete sich das Defizit der Handelsbilanz stark aus. In der ersten Jahreshälfte betrug es 14 150 Mrd. Lire, gegenüber 8450 Mrd. Lire im ersten Halbjahr 1988.

Der italienische Fremdenverkehr, einer der wichtigsten Devisenbringer und ein bedeutender Arbeitgeber des Landes, befindet sich in einer kritischen Lage. Die Zahl der Übernachtungen ausländischer Touristen lag schon 1988 nur 0,3% über dem Vorjahreswert. Im Vergleich dazu betrug der Zuwachs Spaniens 10,3%, Portugals 7,4% und Griechenlands 4,7%. Die letztjährigen Deviseneinnahmen aus dem Tourismus blieben mit 16 144 Mrd. Lire im Vorjahresvergleich praktisch unverändert. Dies entspricht real einem Rückgang von 2,7%. Gleichzeitig vergrößerte sich die Zahl der ins Ausland reisenden Italiener. Ihre Ausgaben stiegen wertmässig um 33%. Diese Entwicklung erklärt das hohe Defizit in der Leistungsbilanz, das im Jahr 1988 6800 Mrd. Lire erreichte.

Die Teuerungsrate erhöhte sich nach dem Tiefstwert von 4,7% im Oktober 1988 sukzessive auf 7% im Juni. Im Durchschnitt des zweiten Quartals übertraf der Konsumentenpreisindex den Vorjahresstand um 6,9% (Vorquartal: 6,1%).

Im zweiten Quartal lag die Geldmenge M_2 um 10,5% über dem Vorjahreswert. Sie lag damit über dem Zielkorridor von 6% bis 9%. Der Satz

Grafik 8: Italien



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

² Quelle: OECD

für sechsmonatige Schatzwechsel sank im zweiten Quartal auf 10,8% (1. Quartal: 13%). Die Kredite an den privaten Sektor lagen im zweiten Quartal um 20,8% über ihrem Vorjahresstand (1. Quartal: 21,8%). Um die unerwünschte massive Zunahme der Bankkredite in Fremdwährungen zu bremsen, führte die italienische Währungsbehörde Anfang März Mindestreserven auf im Ausland beschafften Geldern ein. Trotzdem stieg die Kreditaufnahme im Ausland kräftig.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1985	1986	1987	1988a)	1988a)				1989a)	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	3,4	2,7	3,7	4,4	5,0	4,9	4,4	3,4	3,3	3,1
Japan	4,9	2,4	4,3	5,7	7,0	5,7	5,7	4,8	4,5	–
BRD	1,9	2,3	1,7	3,6	4,4	3,4	3,4	2,7	4,2	–
Grossbritannien b)	3,7	3,0	4,4	3,8	5,6	4,2	2,3	3,0	1,4	–
Frankreich b)	1,8	2,1	1,9	3,3	3,5	3,2	3,4	2,8	3,0	–
Italien b)	2,9	2,9	3,0	3,9	3,4	3,3	3,9	3,7	3,1	–
Schweiz b)	4,1	2,8	2,0	3,2	3,8	3,2	3,1	3,0	3,2	2,8

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1985	1986	1987	1988	1989					
					1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	3,5	1,9	3,7	4,1	4,8	5,2	5,1	5,4	5,2	5,0
Japan	2,0	0,6	0,1	0,7	1,1	2,8	2,4	2,9	3,0	3,0
BRD	2,2	–0,2	0,2	1,2	2,6	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0
Grossbritannien	6,1	3,4	4,2	4,9	7,7	8,2	8,0	8,3	8,3	8,2
Frankreich	5,8	2,7	3,1	2,7	3,4	3,6	3,6	3,7	3,6	3,5
Italien	8,6	6,1	4,6	5,0	6,1	6,8	6,7	6,8	7,0	7,0
Schweiz	3,4	0,8	1,4	1,9	2,3	2,9	2,6	3,0	3,0	3,0

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1985	1986	1987	1988	1989					
					1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	7,1	6,9	6,2	5,5	5,2	5,3	5,3	5,2	5,3	5,2
Japan	2,6	2,8	2,8	2,5	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,2
BRD e)	9,3	9,0	8,9	8,7	7,9	7,9	7,9	8,0	7,9	7,9
Grossbritannien b), d)	11,1	11,4	10,2	8,2	6,8	6,4	6,5	6,4	6,3	6,3
Frankreich b)	10,2	10,5	10,6	10,2	10,0	10,0	10,0	9,9	10,0	–
Italien b)	10,6	11,0	12,0	12,0	12,0c)	12,0c)	12,0	–	–	–
Schweiz	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5

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

e) in Prozent der abhängigen Erwerbspersonen

1.4 Leistungsbilanz (Ertragsbilanz; Saldo in Mrd. US-Dollar, saisonbereinigt)

	1985	1986	1987	1988a)	1988a)				1989a)	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	– 117,7	– 140,6	– 154,0	– 135,3	– 36,9	– 33,7	– 32,6	– 28,7	– 30,7	–
Japan	49,2	85,8	87,0	79,6	23,1	16,8	18,4	20,5	21,5	12,5
BRD	16,4	39,2	44,8	48,3	9,9	14,9	12,1	11,1	16,8	13,7
Grossbritannien	4,3	0,2	– 3,0	– 26,1	– 5,4	– 5,0	– 5,8	– 9,8	– 7,8	– 7,4
Frankreich	– 0,2	2,9	– 4,1	– 4,2	1,0	0,0	– 1,1	– 3,8	1,0	– 1,1
Italien	– 3,7	2,5	– 1,0	– 4,2	– 1,8	0,3	– 2,6	– 0,1	–	–
Schweiz b)	5,0	6,9	7,6	8,4	3,9	1,6	1,2	1,9	2,7	0,9

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Der Aufschwung der schweizerischen Wirtschaft setzte sich im zweiten Quartal 1989 ungebrochen fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorjahresperiode um 2,8% zu; der Anstieg lag damit knapp unter jenem des Vorquartals (3,2%). Die Anspannungstendenzen am Arbeitsmarkt verschärften sich als Folge der kräftigen Produktionsausweitung erneut, und die Auslastung der technischen Kapazitäten stieg nochmals. Eine negative Begleiterscheinung der anhaltenden Hochkonjunktur bildete der weiter zunehmende Preisauftrieb.

Das kräftige Wachstum der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, das vor allem von der regen Investitions- und Exporttätigkeit getragen wurde, übertraf die Anfang 1989 geäußerten Prognosen: So revidierte die Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF-ETH) ihre Voraussage kürzlich nach oben. Trotz der vorhandenen angebotsseitigen Engpässe erwartet sie für 1989 mit 3,1% einen Anstieg des realen Bruttoinlandprodukts, der dem Ergebnis des Vorjahres (3,2%) entspricht.

Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal 1989 weiter zu (0,6% gegenüber dem Vorjahr). Die Zahl offener Stellen stieg erneut, und die Arbeitslosenquote ging auf nur noch 0,5% zurück.

Der Konsumentenpreisindex lag im zweiten Quartal um 2,9% über dem Vorjahreswert, nachdem die entsprechende Zunahme im ersten Quartal noch 2,3% betragen hatte. Die höhere Inflationsrate widerspiegelte hauptsächlich eine markante Verteuerung der importierten Güter und Dienstleistungen (3,4%). Die auf 5,1% (1. Quartal: 4,6%) erhöhte Zunahme des Grosshandelspreisindex ist ebenfalls den stark gestiegenen Preisen ausländischer Güter (9,4%) zuzuschreiben.

Die Nationalbank setzte im zweiten Quartal Ihre restriktive Geldpolitik fort. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge sank gegenüber dem

Durchschnitt des vierten Quartals 1988, auf Jahresbasis hochgerechnet, um 1,9%. Der Notenumlauf nahm deutlich schwächer zu als in der Vorperiode, und die Giro Guthaben gingen erneut zurück. Teilweise war diese Abnahme auf eine Anpassung an die weiter verminderte Liquiditätsnachfrage der Banken zurückzuführen.

Attraktive Zinssätze am Geldmarkt und die anhaltend inverse Zinsstruktur bewirkten Umschichtungen in höher verzinsliche Anlagen: Sowohl Sicht- als auch Sparguthaben wurden in Termineinlagen umgewandelt. Dementsprechend entwickelten sich bei praktisch stabilem Wachstum der Geldmenge M_3 die Aggregate M_1 und M_2 in entgegengesetzter Richtung. Seit Ende Mai setzt die Nationalbank den Lombardsatz täglich neu fest, um ihn stets über den Geldmarktsätzen zu halten. Nach einem starken Anstieg Anfang Juni bis auf 9,5% bildete sich der flexible Lombardsatz zurück und pendelte abschliessend um ein Niveau von rund 8¼%. Die Nationalbank passte den Diskontsatz Ende Juni an das höhere Zinsniveau des Geldmarktes an, indem sie ihn um einen Prozentpunkt auf 5½% hinaufsetzte.

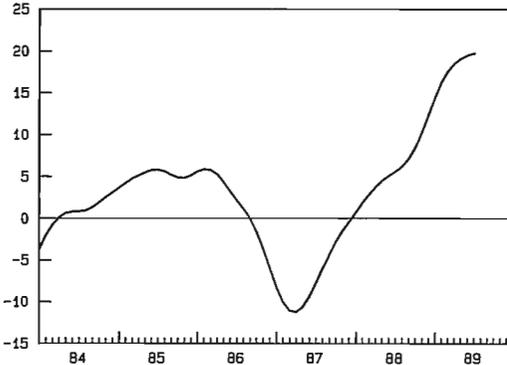
Der Schweizer Franken wertete sich im zweiten Quartal 1989 gegenüber der Vorjahresperiode real und exportgewichtet um 8,6% ab. Besonders stark sank der reale Aussenwert des Franken gegenüber dem US-Dollar, aber auch gegenüber den EWS-Währungen ging er zurück. Gegen Ende Mai liess der Abwertungsdruck nach, und bis August wertete sich der Franken leicht auf.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs im zweiten Quartal 1989 angesichts der weiteren Expansion der Gesamtnachfrage nur leicht schwächer als im Vorquartal; es lag 2,8% über dem Vorjahreswert (1. Quartal 1989: 3,2%).

Die privaten Konsumausgaben stiegen nach der im ersten Quartal eingetretenen Verlangsamung

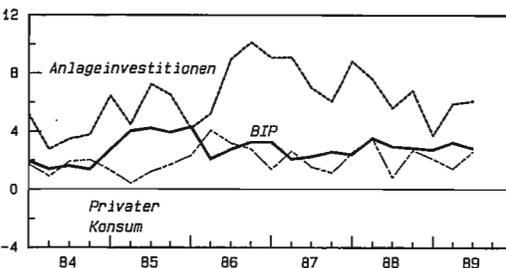
Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹

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 Fertigungslager – zusammensetzt.

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

wieder deutlich an. Die Anlageinvestitionen wuchsen im gleichen Rhythmus wie in den Vorquartalen. Dabei nahmen die Bauinvestitionen nicht mehr ganz so kräftig zu wie zu Beginn des Jahres; die Zuwachsrate der Ausrüstungsinvestitionen erhöhte sich dagegen. Die Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen expandierten dank der günstigen internationalen Konjunktorentwicklung erneut stärker als die Binnennachfrage.

Die anhaltend guten Absatzmöglichkeiten im In- und Ausland widerspiegeln sich auch im Sam-

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹

¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

melindikator «Geschäftsgang», der von der KOF-ETH berechnet wird. Der Indikator stieg sowohl bei den binnen- als auch bei den exportorientierten Branchen. Die vierteljährlich von der KOF-ETH erhobene Kapazitätsauslastung bestätigt die Hochkonjunktur im Industriesektor ebenfalls: Die vor allem für den Binnenmarkt produzierenden Unternehmungen dehnten ihre Kapazitätsauslastung noch weiter aus (auf 88,4%); in der Exportindustrie verharrte die Auslastung auf dem hohen Stand von fast 92%.

Der Index der industriellen Produktion, welcher mitunter heftige kurzfristige Schwankungen aufweist, lag im ersten Quartal 1989 nur 2% über dem Vorjahresniveau. Dieser eher bescheidene Anstieg widerspricht den übrigen beobachteten Indikatoren, die einen wesentlich höheren Produktionszuwachs vermuten lassen.

Privater Konsum

Der private Konsum übertraf das Vorjahresniveau im zweiten Quartal 1989 real um 2,6%. Die Wachstumsrate lag damit nach der Abschwächung im ersten Quartal (1,4%) wieder im Bereich der 1988 beobachteten Werte. Anders als zu Jahresbeginn expandierte nämlich neben den Ausgaben für Dienstleistungen nun auch der Warenkonsum kräftig: Die Detailhandelsumsätze nahmen preisbereinigt um 2,6% zu. Besonders stark stiegen die Verkäufe von Nahrungs- und Genussmitteln (4,1%). Aber auch der Absatz dauerhafter Konsumgüter erhöhte sich weiter, obschon die Verkäufe von Personenwagen das ausserordentlich hohe Ergebnis des Vorquartals nicht mehr ganz erreichten. Die Nachfrage nach Textil- und Bekleidungsartikeln sank hingegen erneut. Beim generell wenig konjunkturrempfindlichen Dienstleistungskonsum deutet die im Jahresvergleich erheblich gestiegene Hotelübernachtungszahl von Inländern auf ein verstärktes Ausgabenwachstum hin.

Die verfügbaren Erwartungs- und Stimmungsindekatoren signalisieren für die unmittelbare Zukunft einen weiteren Anstieg des privaten Konsums: Die Detailhandelsunternehmen erwarten gemäss Konjunkturtest der KOF-ETH erhöhte Umsätze, und die vom Bundesamt für Konjunktur-

turfragen durchgeführte Umfrage weist auf eine anhaltend optimistische Stimmung und hohe Kaufbereitschaft der Konsumenten hin.

Investitionen

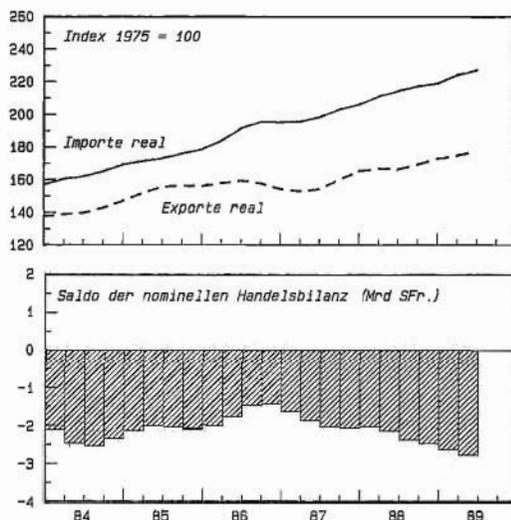
Die Anlageinvestitionen lagen im zweiten Quartal 1989 real um 6,1% über dem Vergleichswert im Vorjahr (1. Quartal: 5,9%). Die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen mit 6,0% stärker als im Vorquartal (4,4%). Gemäss der Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller gingen die Bestellungen aus dem Inland im zweiten Quartal zwar leicht zurück; in den ersten sechs Monaten 1989 übertrafen sie mit 4,3 Mrd. Franken den Vorjahreswert jedoch um 6,1%.

Die Bautätigkeit wuchs gegenüber der Vorjahresperiode um 6,1%. Die etwas langsamere Zunahme als zu Jahresanfang ist auf Kapazitätsengpässe im Tiefbau zurückzuführen. Gemäss der Erhebung des Baumeisterverbandes ist zwar die Beschäftigung für über neun Monate gesichert, doch deuten die Auftragseingänge auf eine allmähliche Beruhigung der Baukonjunktur hin. Der gesamte Auftragseingang lag im zweiten Quartal erstmals seit 1985 unter dem Vorjahreswert. Die Abnahme war der verminderten Nachfrage seitens der Unternehmungen (gewerblich-industrieller Bau) zuzuschreiben; die Aussichten im Wohnungs- sowie im Tiefbaubereich beurteilt der Baumeisterverband hingegen weiterhin als positiv.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die schweizerischen Güterausfuhren (ohne Edelmetalle) stiegen auch im zweiten Quartal 1989 beträchtlich. Gegenüber der Vorjahresperiode nahmen sie nominell um 16,4% und real um 10,4% zu. Überdurchschnittlich stark fiel die reale Zunahme bei den Konsumgüterexporten (16,3%) aus, vor allem die Uhrenindustrie konnte

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, Bundesamt für Konjunkturforschung (reale Entwicklung ab 1. Quartal 1988)

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1985	1986	1987	1988	1988				1989	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Import von Investitionsgütern, real ¹	8,7	14,5	10,0	-	-	-	-	-	7,8	9,0
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	-15,0	3,2	-13,2	7,5	28,3	5,7	-13,8	18,4	-30,4	33,1
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	-2,3	-1,5	-16,3	2,1	-11,4	13,6	-15,2	18,0	-1,9	-20,4
Geplante industrielle Bauten ²	34,4	21,8	-0,1	-15,9	-14,3	-32,0	-0,6	-15,7	17,7	99,7
Raumvolumen	12,6	5,2	0,1	-5,0	7,5	-24,0	-1,0	1,1	-15,7	49,7

¹ Wegen der Revision der Zollstatistik sind 1988 keine vergleichbaren Werte für den Aussenhandel nach Verwendungszweck verfügbar.

² Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA, BFS, Eidgenössische Oberzolldirektion

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1987a)	1988a)b)				1989a)	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Reale Ausfuhr	6,4	9,1	0,6	1,5						
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	9,8	7,9	0,0	1,6	9,4	7,0	6,4	4,9	5,3	10,4
Investitionsgüter	3,1	10,7	3,9	1,6						9,0
Konsumgüter	6,4	8,8	-2,7	1,7						7,1
Ausfuhrpreise	4,5	1,9	0,8	-1,1	1,3	1,6	4,7	2,9	5,7	16,3
Reale Einfuhr	7,3	5,2	8,2	6,4	9,3	8,7	9,0	5,7	7,8	5,4
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	10,1	7,6	3,7	3,2						7,5
Investitionsgüter	3,6	8,7	14,5	10,0						9,1
Konsumgüter	9,6	2,5	9,0	8,1						9,0
Einfuhrpreise	4,0	4,7	-9,4	-4,2	-1,7	1,6	3,1	3,6	6,7	6,3
										10,9

a) provisorische Werte

b) Schätzungen des Bundesamtes für Konjunkturfragen (BfK). Wegen der Revision der Zollstatistik sind 1988 keine vergleichbaren Werte für den Aussenhandel nach Verwendungszweck verfügbar.

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

	1986	1987	1988	1988				1989	
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
		a)	a)	a)	a)	a)	a)	*)	*)
Warenexporte	69,2	69,6	76,5	18,4	18,9	18,3	20,9	20,4	22,4
Spezialhandel (Index I)	67,0	67,5	74,1	17,7	18,3	17,8	20,3	19,8	21,7
Übrige Warenexporte ²	2,2	2,1	2,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Dienstleistungsexporte	19,9	20,9	21,2	5,5	5,0	6,4	4,2	5,9	5,5
Faktoreinkommen aus dem Ausland ³	27,0	28,0	30,9	7,6	7,6	7,8	7,9	8,8	9,2
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	2,8	2,8	3,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8
Total Einnahmen	118,9	121,4	131,5	32,3	32,2	33,2	33,8	35,8	37,9
Warenimporte	76,6	78,1	85,4	20,0	21,5	20,9	22,9	23,2	26,0
Spezialhandel (Index I)	73,5	75,2	82,4	19,3	20,8	20,2	22,1	22,3	25,1
Übrige Warenimporte ²	3,1	3,0	3,0	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9
Dienstleistungsimporte	9,8	10,3	11,4	1,6	3,0	4,6	2,2	1,7	3,2
Faktoreinkommen an das Ausland ³	15,4	16,6	16,9	4,0	4,1	4,3	4,5	5,3	5,7
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	4,7	5,1	5,5	1,3	1,4	1,5	1,3	1,4	1,5
Total Ausgaben	106,5	110,1	119,2	27,0	30,0	31,3	31,0	31,6	36,4
Saldo der Ertragsbilanz	12,3	11,3	12,3	5,3	2,2	1,9	2,8	4,2	1,5

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

ihre Ausfuhren erneut erheblich ausdehnen. Der Auslandabsatz von Investitionsgütern sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten wuchs real um

7,1% bzw. 9%; dazu trugen insbesondere die vermehrten Ausfuhren der Metall- sowie der chemischen Industrie bei. Die Exportgüter verteuern

ten sich gemäss Mittelwertindex um 5,4%. Dieser Index steht seit dem ersten Quartal 1989 wieder zur Verfügung, nachdem er seit Anfang 1988 nicht mehr berechnet worden war.

Nach Bestimmungsländern gegliedert, erhöhten sich die wertmässigen Exporte (inkl. Edelmetalle) in die aussereuropäischen OECD-Länder USA (28,4%) und Australien (32,3%) besonders stark. Die Ausfuhren nach Japan (18,4%) wachsen zwar schon seit längerer Zeit kräftig; die Entwicklung der Lieferungen schweizerischer Industrieprodukte verläuft indessen flacher, da die Gesamtzahlen hohe japanische Platinkäufe mit enthalten. Die Nachfrage aus dem EG-Raum lag mit 19,3% ebenfalls weit über dem Vorjahreswert. Die Ausfuhren nach Italien, Frankreich und Spanien wuchsen unvermindert kräftig; die Lieferungen an die BRD stiegen nach einer verhaltenen Entwicklung im ersten Quartal nun wieder beträchtlich. Unterdurchschnittlich entwickelten sich die Exporte in den Raum ausserhalb der OECD. In den nicht ölexportierenden Entwicklungsländern sowie in den Staatshandelsländern war ein höherer Absatz als im Vorjahr zu verzeichnen, während die Lieferungen an erdölexportierende Staaten wie schon im letzten Quartal schrumpften.

Das Importwachstum¹ setzte sich im zweiten Quartal 1989 fort. Die Einfuhren (ohne Edelmetalle) übertrafen die Vorjahreswerte nominell um 19,2% und real um 7,5%. Aufgrund der anhaltenden Produktionsausweitung in der Industrie und der lebhaften Investitionstätigkeit nahmen die Importe von Roh- und Halbfabrikaten sowie von Investitionsgütern (real 9,1% bzw. 9,0%) erneut überdurchschnittlich zu. Rückläufig waren hingegen wie schon im Vorquartal die Einfuhren von Energieträgern (-3,7%).

Die Ertragsbilanz wies im zweiten Quartal 1989 mit 1,5 Mrd. Franken einen geringeren Überschuss auf als in der entsprechenden Vorjahresperiode (2,2 Mrd. Franken). Der Rückgang des Saldos ergab sich aus gegenläufigen Entwicklungen beim Waren- und Dienstleistungsverkehr. Das Defizit der Handelsbilanz (Spezialhandel, elektrische Energie, übriger Warenverkehr) nahm gegenüber dem zweiten Quartal 1988 um 1 Mrd. Franken auf 3,6 Mrd. zu, während der

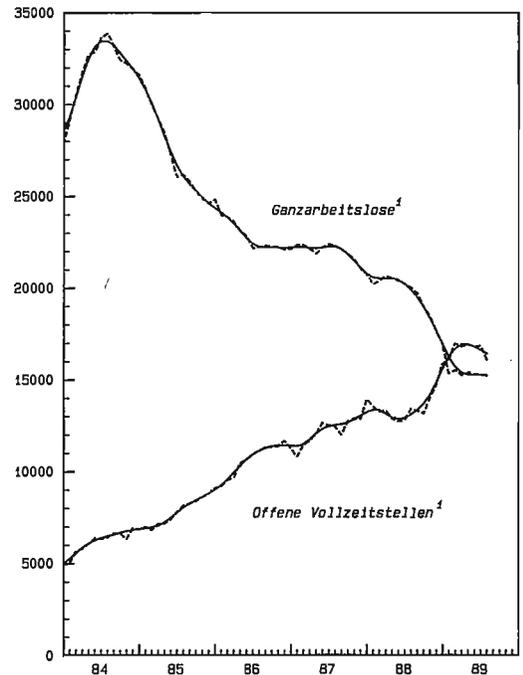
Überschuss der Dienstleistungsbilanz um 0,3 Mrd. Franken auf 2,3 Mrd. anstieg.

Der höhere Saldo aus dem Dienstleistungsverkehr ist auf die deutlich gesteigerten Einnahmen (10%) sowohl aus dem Fremdenverkehr als auch aus den übrigen Dienstleistungsexporten zurückzuführen. Bei den Faktoreinkommen waren die Einnahmen und Ausgaben auch im zweiten Quartal wesentlich höher als vor Jahresfrist. Der Ertragsüberschuss änderte sich indessen nicht, da den gestiegenen Nettokapitalerträgen aus dem Ausland grössere Lohnzahlungen an ausländische Grenzgänger gegenüberstanden.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Der Index der Beschäftigung lag im zweiten Quartal 1989 0,6% höher als vor Jahresfrist. Die

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1985	1986	1987	1988	1989					
					1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
Index der Beschäftigten ¹	0,8	1,0	1,2	1,3	1,4	0,6	—	—	—	—
Arbeitslosenquote ^{2, 3}	0,9	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Ganzarbeitslose ²	27 025	22 770	21 918	19 524	17 801	14 861	15 835	14 819	13 930	13 751
Kurzarbeiter ³	2 133	2 058	4 142	3 948	846	764	775	869	648	325
Offene Vollzeitstellen ³	7 898	10 734	12 348	13 552	16 217	17 510	17 044	17 456	18 029	16 790

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnittsdaten aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

Beschäftigtenzahlen wuchsen in allen Sektoren langsamer als in den letzten Quartalen. Diese Entwicklung ist jedoch nicht auf einen verschlechterten Geschäftsgang, sondern auf den ausgeprägten Mangel an Arbeitskräften zurückzuführen.

Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verringerte sich auf nur noch 0,5%. Die Zahl der offenen Stellen nahm erneut zu und liegt nun saisonbereinigt deutlich über der Ganzarbeitslosenzahl. Aufgrund von Produktionskürzungen in einzelnen Betrieben der Textil- und der Bekleidungsindustrie stieg die Zahl der Kurzarbeiter leicht an, sie war jedoch immer noch wesentlich tiefer als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Obwohl die Lage auf dem Arbeitsmarkt gesamthaft äusserst angespannt ist, bestehen weiterhin gewisse regionale Disparitäten: Überdurchschnittliche Arbeitslosenquoten von 1% und mehr wiesen im Juli noch vier Kantone auf (BS, TI, NE, GE).

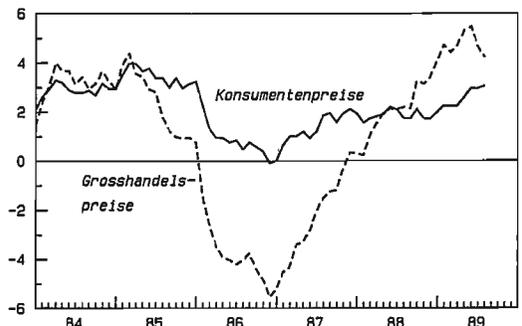
Preise und Löhne

Die Inflationsentwicklung war im Berichtsquartal von einer beträchtlichen Importteuerung geprägt, die sich seit Juni infolge des höheren Frankenkurses allerdings wieder etwas verringert hat.

Der Konsumentenpreisindex lag im 2. Quartal 1989 um 2,9% über dem entsprechenden Jahreswert (1. Quartal: 2,3%). Während die Preise ausländischer Güter und Dienstleistungen

deutlich schneller zunahm als zu Jahresbeginn (3,4% gegenüber 2,4% im ersten Quartal), stieg die Teuerung im Inlandbereich nur wenig an (von 2,4% auf 2,7%). Nach Güter- und Dienstleistungsgruppen gegliedert, fielen die Kategorien Heizung und Beleuchtung sowie Verkehr mit besonders hohen Preissteigerungen auf (7,5% bzw. 6%). Nur geringfügig verteuerten sich demgegenüber die Nahrungsmittel (1%). Die Preise für Dienstleistungen stiegen mit 3,6% wie üblich stärker als jene für Güter (2,1%).

Der Grosshandelspreisindex erhöhte sich im zweiten Quartal um 5,1%. Ausserordentlich hohe Teuerungsraten wiesen die Gruppen Metalle und Metallwaren (11,5%), Textilien (9,7%) und Chemikalien (8,6%) auf. Die importierten Güter ver-

Grafik 13: Preisentwicklung¹

¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

teuerten sich mit 9,4% wesentlich stärker als die inländischen (3,7%).

Die Arbeitnehmerverdienste stiegen gemäss Erhebungen des BIGA im zweiten Quartal nominell um 3,7 bis 4,0%. Nach Berücksichtigung der am Konsumentenpreisindex gemessenen Teuerung wuchsen die Reallöhne um 0,7 bis 1,0%.

3. Der monetäre Bereich

Geldmengenaggregate

In den Monaten Mai bis Juli 1989 lag die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge, auf Jahresbasis hochgerechnet, um durchschnittlich 1,9% un-

ter dem Vergleichswert der Basisperiode (4. Quartal 1988). Das Wachstum des Notenumlaufs bildete sich zurück, und die Giroguthaben sanken. Diese Entwicklung widerspiegelte im wesentlichen die von der Nationalbank seit Jahresbeginn verfolgte restriktive Geldpolitik. Eine Anpassung an die abermals verminderte Liquiditätsnachfrage der Banken war indessen am Rückgang der Giroguthaben mitbeteiligt. In den Monaten Mai bis Juli 1989 betragen die Giroguthaben durchschnittlich 3,5 Mrd. Franken, gegenüber 3,7 Mrd. Franken in den Monaten Februar bis April (1. Quartal 1989: 3,9 Mrd. Franken; 2. Quartal: 3,6 Mrd. Franken).

Der Notenumlauf lag im zweiten Quartal um 3,1% über dem entsprechenden Vorjahres-

Tabelle 6: Die bereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ^{2,7}	NBGM ^{1,3}	Ultimokredite ¹	BNBGM ^{1,4}	Veränderung in % ²
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	31 716	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	32 248	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	33 432	724	32 708	2,9
1988	25 819	4,2	5 667	- 33,9	31 486	66	31 420	- 3,9
1988 1. Q.	25 525	3,6	7 620	- 9,3	33 145	125	33 020	1,3
1988 2. Q.	25 516	4,3	5 627	- 34,3	31 143	47	31 096	- 3,6
1988 3. Q.	25 660	4,5	5 247	- 37,8	30 906	50	30 856	- 4,5
1988 4. Q.	26 574	4,3	4 175	- 54,0	30 749	41	30 708	- 8,7

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ^{2,7}	NBGM ^{1,3}	Saisonfaktoren	SBNBGM ^{1,5}	Veränderung in % ⁵
1989 1. Q.	26 727	4,7	3 867	- 48,5	30 594	1,012	30 242	-
1989 2. Q.	26 309	3,1	3 601	- 35,6	29 910	0,999	29 951	-
1989 Jan.	27 117	4,9	3 894	- 56,1	31 011	1,029 ^P	30 137 ^P	- 3,3 ^P
1989 Febr.	26 439	4,8	3 775	- 49,0	30 214	0,999 ^P	30 244 ^P	- 0,8 ^P
1989 März	26 625	4,5	3 931	- 40,3	30 556	1,007 ^P	30 344 ^P	0,4 ^P
1989 April	26 332	3,7	3 495	- 43,2	29 827	1,000 ^P	29 827 ^P	- 3,8 ^P
1989 Mai	26 373	3,3	3 788	- 28,6	30 161	0,997 ^P	30 252 ^P	- 0,4 ^P
1989 Juni	26 223	2,4	3 520	- 35,1	29 743	0,999 ^P	29 773 ^P	- 3,0 ^P
1989 Juli	26 284	2,2	3 329	- 42,3	29 613	0,993 ^P	29 822 ^P	- 2,4 ^P
1989 August	25 995	1,7	3 234	- 36,9	29 229	0,981 ^P	29 795 ^P	- 2,3 ^P

¹ Durchschnitt aus Tageswerten; Jahres- und Monatswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

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

³ Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

⁴ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge - Ultimokredite

⁵ Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge dividiert mit den entsprechenden Saisonfaktoren

⁶ Auf Jahresbasis hochgerechnete Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge des vierten Quartals des Vorjahres, zentriert auf November; Jahres- und Quartalswerte entsprechen dem arithmetischen Mittel aus den monatlichen Werten.

⁷ Der starke Rückgang der Giroguthaben im Jahre 1988 und 1989 ist vor allem eine Folge der neuen Liquiditätsvorschriften der Banken per 1.1.1988 und des neuen Interbank-Zahlungsverkehrs-Systems (SIC); vgl. dazu 81. Geschäftsbericht SNB, S. 8 ff.

^P provisorisch

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1985	0,1	7,3	4,8
1986	5,0	5,9	6,7
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,5	7,9	9,8
1988 1. Q. ²	17,4	10,2	11,2
1988 2. Q. ²	18,5	8,9	11,2
1988 3. Q. ²	14,0	7,9	9,8
1988 4. Q. ²	8,2	4,5	6,8
1989 1. Q. ²	-2,9	13,0	6,6
1989 2. Q. ²	-7,4	20,1	6,1
1988 Dez. ²	3,8	3,9	5,7
1989 Jan. ²	-1,0	9,7	6,5
1989 Febr. ²	-4,4	12,7	6,4
1989 März ²	-3,4	16,5	6,9
1989 April ²	-7,3	16,2	5,7
1989 Mai ²	-8,3	20,2	6,0
1989 Juni ²	-6,5	23,8	6,6
1989 Juli ²	-7,4	22,3	5,4

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsdaten. Revidierte Zahlen; vgl. Quartalsheft 1/1985, «Revision der Geldmengenstatistik». Ab 1986 inkl. Liechtenstein.

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

niveau, nachdem er im ersten Quartal noch um 4,7% zugenommen hatte. Das langsamere Wachstum ist vor allem auf das Abklingen der Folgen des vorangegangenen Steuerdeklarationstermins, auf die Notenhaltung sowie auf den Einfluss der etwas höheren Sparzinssätze zurückzuführen.

Die Geldmengenaggregate M₁, M₂ und M₃ sowie ihre Komponenten entwickelten sich auch im zweiten Quartal unterschiedlich. Der Zuwachs des Bargeldumlaufs schwächte sich von 4,5% im ersten Quartal auf 3,1% im zweiten ab, und die Sichteinlagen des Publikums gingen verstärkt zurück. Im zweiten Quartal lagen sie um durchschnittlich 11,7% unter dem Stand vor Jahresfrist (1. Quartal: -6,1%). Bei der Geldmenge M₁, die sich aus dem Bargeldumlauf und den Sichteinlagen zusammensetzt, war deshalb ein Rückgang um durchschnittlich 7,4% gegenüber dem Vorjahresquartal festzustellen (1. Quartal 1989: -2,9%). Die markante Verminderung der Sichteinlagen widerspiegelt vor allem die Umschich-

tung eines Teils dieser Einlagen auf Termineinlagen infolge der stark gestiegenen Geldmarktsätze. Da auch die Sparzinssätze gegenüber den Festgeldsätzen an Attraktivität einbüssten, flossen den Termineinlagen zudem in vermehrtem Masse Spargelder zu. Im zweiten Quartal übertrafen die Termineinlagen den entsprechenden Vorjahresstand um 54,9%, gegenüber 33,1% im ersten Quartal. Die Geldmenge M₂, die M₁ und die Termineinlagen umfasst, stieg um 20,1%, gegenüber 13% im ersten Quartal. Dagegen bildeten sich die Spareinlagen infolge der höheren Verzinsung alternativer Anlagen am Geld- und Kapitalmarkt im zweiten Quartal um durchschnittlich 5,1% zurück (1. Quartal: +1,5%). Die Geldmenge M₃, die Summe aus M₂ und den Spareinlagen, wuchs mit 6,1% etwas langsamer als in der Vorperiode (1. Quartal 1989: 6,6%).

Geldmarkt

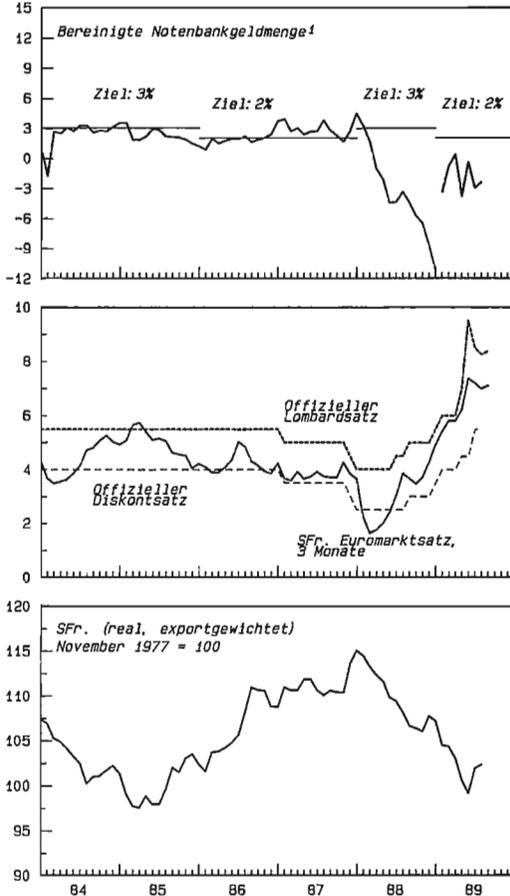
Wie bereits im ersten Quartal gingen die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank auch im zweiten Quartal um durchschnittlich 0,3 Mrd. Franken gegenüber der Vorperiode zurück. Im Juli und August erfolgte ein weiterer Abbau um 0,3 Mrd. Franken.

Der starke Zinsauftrieb am Geldmarkt setzte sich bis gegen Ende Mai fort, als die Sätze vorübergehend auf über 8% anstiegen. Im Mai lag der durchschnittliche Zinssatz für Tagesgeld bei 7,09% und für Dreimonatsgeld am Eurofrankenmarkt bei 7,44%. Danach gingen die Geldmarktsätze leicht zurück. Im zweiten Quartal wurde Tagesgeld im Durchschnitt zu 6,6% (1. Quartal: 5,1%) und dreimonatige Eurofranken wurden zu 7,0% (1. Quartal: 5,7%) verzinst.

Da der Satz für dreimonatige Eurodollaranlagen im zweiten Quartal leicht nachgab, verminderte sich die entsprechende Zinsdifferenz zwischen Dollar- und Schweizer-Franken-Anlagen um beinahe 1½ Prozentpunkte. Seit Mai 1989 übersteigt die Zinsvergütung für dreimonatige Eurofrankendepots diejenige entsprechender D-Mark-Einlagen.

Mit Wirkung ab 30. Juni 1989 erhöhte die Nationalbank den offiziellen Diskontsatz um einen

Grafik 14: Schweiz



¹ Bis 1988: Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Ziele: durchschnittliches monatliches Wachstum gegenüber Vorjahr

Seit 1989: Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der auf Jahresbasis hochgerechneten Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand des vierten Quartals des Vorjahres, zentriert auf November

Ziel: durchschnittlicher, monatlicher, auf Jahresbasis hochgerechneter Zuwachs der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber dem Durchschnittswert des vierten Quartals 1988

Prozentpunkt auf 5½%, um die Differenz zu den wesentlich höheren Geldmarktsätzen zu verkleinern. Der offizielle Lombardsatz wird seit dem

26. Mai 1989 täglich einen Prozentpunkt über dem durchschnittlichen Tagesgeldsatz der vorangegangenen zwei Tage festgesetzt. Nachdem der flexible Lombardsatz unmittelbar nach seiner Einführung stark auf 9½% gestiegen war, pendelte er im Juni und Juli um ein durchschnittliches Niveau von knapp 8¼%.

Die Festgeldsätze der Grossbanken, die schrittweise an die Erhöhungen der Eurofrankensätze angepasst wurden, erreichten Ende Mai 7¼%; Im Juni sanken sie wieder auf 6,5%. Der durchschnittliche Zinssatz für Dreimonatsdepots stieg von 5,2% im ersten auf 6,3% im zweiten Quartal. Mit der Bekanntgabe eines Zinssatzes von 6½% für alle Laufzeiten von 3 bis 12 Monaten legten die Grossbanken am 20. Juni die Höhe der Festgeldsätze zum letztenmal gemeinsam fest. Einer Empfehlung der Eidgenössischen Kartellkommission folgend, bestimmen die Grossbanken seit Anfang Juli ihre Festgeldsätze individuell. Ende Juli betrug der Satz für Dreimonatsdepots im Durchschnitt 6,3%.

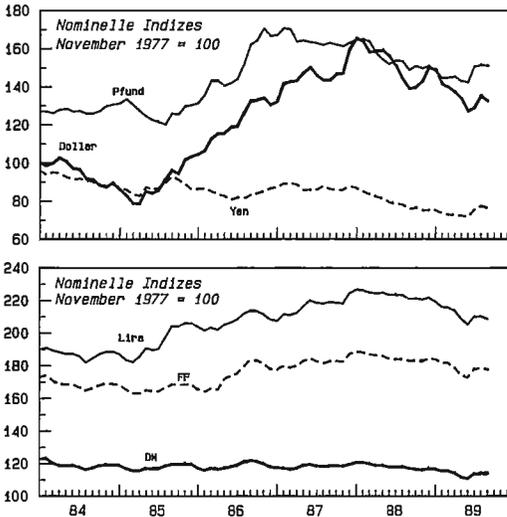
Die Rendite eidgenössischer Geldmarkt-Buchforderungen mit dreimonatiger Laufzeit stieg bei der Emission im Juni auf ein Hoch von 7,54%. Im Juli betrug das entsprechende Ergebnis 6,75%.

Devisenmarkt

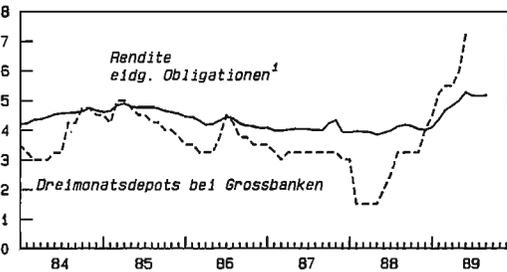
Der Abwertungsdruck, der seit Dezember 1988 auf dem Schweizer Franken lastete, liess gegen Ende Mai nach. Von Mai bis August erholte sich der Wert des Frankens etwas. Gegenüber den Währungen des Europäischen Währungssystems betrug der Anstieg 2,2% bis 3,7%, und gegenüber dem britischen Pfund 5,9%. Der Devisenmarkt reagierte damit unter anderem auf die Einführung des flexiblen Lombardsatzes durch die Nationalbank am 26. Mai 1989.

Im Durchschnitt der Monate Mai bis August lag der Kurs für den amerikanischen Dollar bei Fr. 1.68 (Vorjahresperiode: Fr. 1.50), für die japanische Währung bei Fr. 1.19 je 100 Yen (Fr. 1.15) und für die D-Mark bei 87 Rappen (83 Rappen). Im Vorjahresvergleich verlor der Franken somit gegenüber dem Dollar um 12,4%, gegenüber der

Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Grafik 16: Zinssatzentwicklung



¹ Berechnung nach Fälligkeit bzw. Kündbarkeit, je nachdem, ob die Kurse unter bzw. über dem Kurs der vorzeitigen Rückzahlung liegen

D-Mark um 4,1% und gegenüber dem Yen um 3,4% an Wert.

In den Monaten Mai bis August intervenierten die Zentralbanken auf den Devisenmärkten wieder in etwas grösserem Umfang als in den vorangegangenen vier Monaten. In Abstimmung mit anderen Währungsbehörden verkaufte die Schweizerische Nationalbank in den Monaten Juni bis August insgesamt 150 Mio. Dollar.

Auch gemäss den realen, d. h. um die Veränderung der Konsumentenpreise bereinigten Wechselkursen des Frankens wurde die schweizerische Währung innerhalb Jahresfrist deutlich tiefer bewertet. Am stärksten bildete sich der reale Wechselkurs gegenüber dem Dollar (-17,9%) und der Lira (-10,3%) zurück; gegenüber der D-Mark sank er weniger stark (-5,3%). Auf exportgewichteter Basis wurde der Franken im zweiten Quartal 1989 real um 8,6% tiefer bewertet als ein Jahr zuvor.

Kapitalmarkt

Die Obligationenrenditen, die in den ersten fünf Monaten des Jahres kontinuierlich gestiegen waren, sanken im Juni wieder leicht und stabilisierten sich im Juli. Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen unter Berücksichtigung der vorzeitigen Kündbarkeit ging im Juni um einen viertel Prozentpunkt auf 5,12% zurück und erhöhte sich im Juli auf 5,18%. Die inverse Zinsstruktur zwischen den Geld- und Kapitalmarktsätzen blieb weiterhin bestehen; die Renditedifferenz nahm jedoch nach Jahresmitte etwas ab. Der Anstieg der Zinssätze neu aufgelegter Kassenobligationen kam um die Jahresmitte zum Stillstand. Anfang Juli offerierten die Grossbanken in der Regel einen Coupon von 5½% für Laufzeiten von 2 bis 5 Jahren und 5¼% für Laufzeiten von 6 bis 8 Jahren.

Anfang Juli hoben die Kantonalbanken ihre Sätze für Neuhypotheken im Mittel auf 6,23% an. Die Sätze lagen damit um 1,24 Prozentpunkt höher als im Januar und 0,78 Prozentpunkt über dem Stand im April. Die Verzinsung von Althypotheken, die Anfang Jahr noch 5,0% betragen hatte, erreichte im Juli 5,53%.

Im zweiten Quartal 1989 wurden Obligationen und Aktien in Höhe von insgesamt 15,7 Mrd. Franken emittiert (2. Quartal 1988: 12,9 Mrd.). Wiederum entfiel ein gutes Drittel davon auf den Inlandbereich. Bei Rückzahlungen von 2,2 Mrd. Franken betrug die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten 3,7 Mrd. Franken (2. Quartal 1988: 2,7 Mrd.).

Kapitalexport

Im zweiten Quartal 1989 betrug die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte (Anleihen und Kredite) 12,5 Mrd. Franken. Sie lagen damit deutlich höher als in den beiden Vorquartalen. Gegenüber dem zweiten Quartal 1988 stiegen sie um 4,4%. Während die Anleihen um beinahe 13% zunahmen, gingen die Kredite um 17% zurück.

Das im Vergleich zum Geldmarkt wenig attraktive Zinsniveau am Kapitalmarkt sowie Wechselkurserwartungen beeinflussten auch im zweiten Quartal 1989 das Geschehen auf den Emissionsmärkten. So wurden bei den einzelnen Kategorien erneut starke Verschiebungen festgestellt. Gegenüber dem Vorjahresquartal fielen die gewöhnlichen (Straight-)Anleihen um 62% zurück, nachdem sie bereits im ersten Quartal um 73% gesunken waren. Demgegenüber nahm die von der Entwicklung ausländischer Wertpapiermärkte, insbesondere der Börse von Tokio, abhängige Emission eigenkapitalbezogener Anleihen überaus stark zu (+120%). Mit 7,9 Mrd. Franken erreichten sie ein neues Rekordvolumen. Ihr Anteil an den gesamten Emissionen von Auslandsanleihen stieg damit auf 80%, gegenüber 60% im ersten Quartal, und 35% im Jahresdurchschnitt 1988. Fast alle eigenkapitalbezogenen Anleihen (98%) wurden von japanischen Anleihenschuldnern gegeben.

Der Anteil Japans am bewilligungspflichtigen Kapitalexportgeschäft nahm erneut zu: er stieg von

42% im ersten Quartal 1989 auf etwa 62% im zweiten Quartal (Jahresdurchschnitt 1988: 30%). Dagegen sank der Anteil Europas von 30% im ersten Quartal auf 23% (1988: 46%), während sich die Quote Nordamerikas von 9% auf 4% (1988: 11%) und diejenige der Entwicklungsbanken von 10% auf 2% zurückbildete (1988: 3%).

Die verstärkten Schwankungen der kurzfristigen Zinssätze haben das Interesse an Zinsoptionen im Frankenbereich neu belebt. Die KLM Royal Dutch Airlines begab eine zwölfjährige Anleihe, die mit einer knapp einjährigen Option zum Bezug festverzinslicher Papiere versehen ist. Ferner emittierte der Schweizerische Bankverein einjährige Zinsoptionen, die sich auf einen synthetischen Kontrakt mit dem Londoner Interbankensatz (LIBOR) beziehen. Dadurch wird der schweizerische Umsatzstempel umgangen und die für die Optionspreisbildung notwendige Möglichkeit zur Arbitrage zwischen dem Optionsmarkt und dem Grundkontrakt gewährleistet. Optionen auf festverzinsliche Frankenpapiere sind in der Vergangenheit vereinzelt emittiert worden; zur Zeit sind aber an den Schweizer Börsen keine derartigen Titel kotiert.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme von 71 Banken wuchs zwischen Ende Juni 1988 und Ende Juni 1989 um 7,3%, wobei die Kursentwicklung des Dollars die Zunahme überhöhte. Um den Dollarkurs bereinigt, betrug der Anstieg 5,5%.

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1985	36 969,1	7 748,5	1 940,0	46 657,6
1986	42 961,4	6 768,0	1 259,7	50 989,1
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1988 1. Q.	13 538,7	2 905,5	143,2	16 587,4
1988 2. Q.	8 691,0	3 027,5	280,8	11 999,3
1988 3. Q.	10 802,1	2 370,0	179,2	13 351,3
1988 4. Q.	6 997,4	1 614,2	338,2	8 949,8
1989 1. Q.	7 291,0	1 775,7	137,0	9 203,7
1989 2. Q.	9 767,2	2 655,9	89,0	12 512,1

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

Bei den Aktiven nahmen die Finanzanlagen weiter ab (-18,7%): Die liquiden Mittel, der Saldo des Interbankgeschäfts sowie die Bestände von Wechseln und Geldmarktpapieren lagen am Ende des zweiten Quartals alle deutlich tiefer als vor Jahresfrist. Einzig die Wertschriften wiesen mit 10,9% eine positive Wachstumsrate auf. Wie schon am Ende des ersten Quartals kompensierte die Zunahme der Kredite (16,1%) den Rückgang der Finanzanlagen. Die inländischen Debitoren nahmen um 18% zu und die Hypothekendarlehen stiegen um 12,8% an. Bei den Baukrediten ergab sich Ende Mai gegenüber dem Stand vor Jahresfrist eine Erhöhung sowohl der Limiten (10,4%) als auch der Benützung (7,1%).

Bei den Passiven setzte sich das Entwicklungsmuster des letzten Quartals ebenfalls fort. Infol-

ge der höheren Geldmarktsätze lagen die Kreditoren auf Sicht Ende Juni um 10,4% unter ihrem Stand vor Jahresfrist, während die Kreditoren auf Zeit um 34% stiegen. Das Teilsegment der auf Franken lautenden Inland-Termingelder stieg sogar um 62,3%, was im gegenwärtigen Stadium des Konjunkturzyklus einen Rekordwert darstellt. Die Spar- und Depositenhefte nahmen um 7,7% ab. Allein innerhalb des zweiten Quartals schrumpfte diese Bilanzposition um 8,4 Mrd. Die Kassenobligationen und Obligationen lagen Ende Juni 7,3% über dem Vorjahresstand.

Im Ausserbilanzgeschäft wiesen die Treuhandgelder am Ende des zweiten Quartals eine Jahreswachstumsrate von 48,2% auf. Um die Veränderung des Dollarkurses bereinigt, betrug die Zunahme 41,4%.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 8 septembre 1989¹

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

1. Aperçu

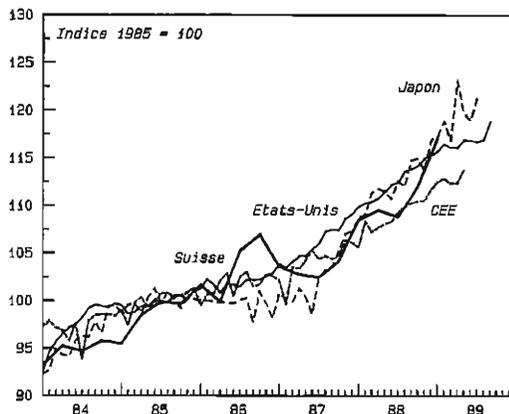
Evolution de la conjoncture

Au deuxième trimestre de 1989, les économies des pays de l'OCDE ont enregistré des tendances opposées. La conjoncture a faibli nettement au Royaume-Uni, à la suite du ralentissement de la consommation privée et de la construction de logements. En revanche, la progression du produit national brut aux Etats-Unis a été plus forte que ce qui était attendu; dans les pays de l'Europe continentale, la conjoncture s'est maintenue à un niveau élevé. Les investissements des entreprises et les exportations sont restés les principaux éléments moteurs. Au Japon, la vigueur de la croissance économique, portée par la demande intérieure et les exportations, ne s'est pas relâchée.

Les indicateurs disponibles pour le troisième trimestre incitent à penser que la conjoncture marquera une légère accélération aux Etats-Unis. La croissance économique pourrait toutefois faiblir encore, jusqu'à la fin de l'année, au Royaume-Uni et en Italie. Aucun signe de ralentissement de la conjoncture n'est perceptible en Allemagne fédérale, en France et au Japon. Les commandes de l'industrie ont fortement augmenté et, pour la production, les perspectives sont jugées avec optimisme.

Dans les grands pays industrialisés, l'amélioration de l'emploi a été en général un peu plus lente que pendant les trimestres précédents. Après avoir diminué nettement, au premier tri-

Graphique 1: Production industrielle



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

mestre, dans la plupart des pays de l'OCDE, les taux de chômage n'ont fléchi plus que faiblement entre avril et juin.

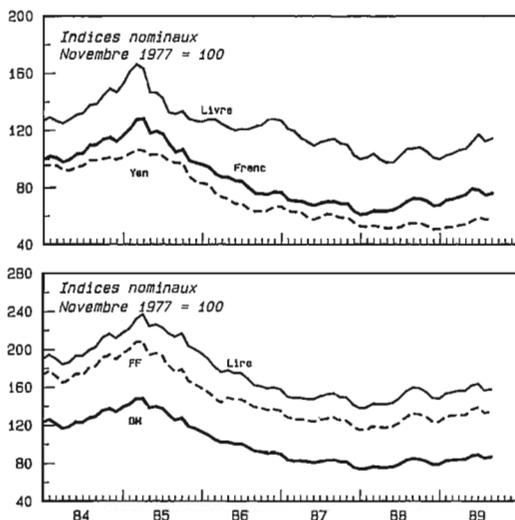
Le taux annuel moyen d'inflation des pays de l'OCDE (variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente) a augmenté encore au deuxième trimestre. Il s'est inscrit à 5,3% en mai, contre 4,9% en mars. Cette nouvelle accélération est due en partie au bond que les prix ont fait au Japon, après l'introduction, le 1er avril, de la TVA. Dans la plupart des autres pays de la zone, la hausse mensuelle des prix à la consommation s'est ralentie quelque peu vers la fin du trimestre, ralentissement qui s'explique principalement par l'évolution plus modérée des prix des denrées alimentaires et des produits énergétiques.

Politique économique

Dans les pays industrialisés, la politique monétaire est restée axée sur la lutte contre l'inflation.

¹ Le rapport, achevé à la mi-août, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de mai et de juillet 1989.

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



Les taux d'intérêt à court terme ont encore augmenté légèrement, notamment au début du trimestre. A fin mai, la Banque du Japon a relevé son taux de l'escompte pour contrer la baisse du yen et le danger inflationniste croissant. Un mois plus tard, la Banque fédérale d'Allemagne a augmenté les taux officiels de l'escompte et des avances sur nantissement, mesure que la plupart des autres banques centrales européennes ont suivie. A fin avril, presque tous les pays européens avaient déjà relevé leurs taux. Les autorités monétaires américaines ont au contraire assoupli prudemment leur politique, au deuxième trimestre, étant donné le fort ralentissement de la croissance économique qui était attendu. Les taux à court terme ont alors marqué un repli aux Etats-Unis et, en juin et en juillet, dans de nombreux autres pays industrialisés.

Marchés des changes

Entre les mois de mai et d'août, le dollar des Etats-Unis a regagné du terrain face aux monnaies des principaux pays industrialisés, à l'exception du franc suisse, vis-à-vis duquel il est resté stable. Son raffermissement a été modéré par rapport aux monnaies du Système monétaire européen (SME) – 4,1% vis-à-vis du mark alle-

mand par exemple –, mais beaucoup plus net face au yen (8,9%) et à la livre sterling (5,6%). En vue de freiner la baisse du yen par rapport à la monnaie américaine, la Banque du Japon a vendu des montants considérables de dollars. Les fluctuations quotidiennes du dollar ont été beaucoup plus marquées que pendant la même période de 1988.

En moyenne des mois de mai à août, le dollar a atteint, par rapport à toutes les monnaies importantes, des niveaux supérieurs à ceux de la période correspondante de 1988. Il s'est raffermi de 9,4% face à la livre sterling, de 8,8% vis-à-vis du yen et de 8% par rapport au mark allemand.

Au deuxième trimestre, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, dépassait de 5,0% en termes nominaux et de 5,7% en termes réels ses niveaux du trimestre correspondant de 1988. En données pondérées par le commerce extérieur, le cours du yen a fléchi de 6,9% en termes nominaux (8,9% en termes réels), celui du mark allemand, de 2% (3,9%), et celui du franc suisse, de 7,4% (8,6%).

Pendant les mois de mai à août, aucune tension notable n'est apparue au sein du SME, les monnaies participant au système ayant fléchi à peu près dans les mêmes proportions face au dollar.

Le 19 juin 1989, l'Espagne a adhéré au mécanisme de stabilisation des changes du SME. Le cours-pivot de la monnaie espagnole a été fixé à 133,804 pesetas pour une unité de compte européenne (Ecu) et à 65,0 pesetas pour un mark allemand. En vue de faciliter l'entrée de l'Espagne dans le SME, on a concédé à la peseta – comme on l'avait fait pour la lire italienne – une marge de fluctuation de $\pm 6\%$ ($\pm 2,25\%$ pour les autres monnaies). Le 20 septembre 1989, la peseta et l'escudo portugais entreront dans la composition de l'Ecu, à l'occasion de la révision quinquennale du panier de monnaies. A partir de septembre 1989, toutes les monnaies de la CE seront donc représentées dans l'Ecu. Le poids de la peseta dans l'Ecu sera probablement de 5%, et celui de l'escudo, de 0,8%.

Lors du sommet européen qui s'est tenu le 26 juin à Madrid, les chefs d'Etat et de gouverne-

ment de la CE ont examiné les étapes à franchir en vue de parvenir à l'union économique et monétaire. Selon la déclaration publiée à l'issue de la réunion, une première étape devrait être accomplie le 1er juillet 1990. Pour l'essentiel, toutes les entraves qui empêchent encore la libre circulation des capitaux dans la Communauté européenne devront être supprimées et la coopération monétaire entre les pays membres sera renforcée.

Problèmes de l'endettement international

Dans le sillage du plan proposé par M. Brady, secrétaire américain au Trésor, pour résoudre le problème de l'endettement international, le Fonds monétaire international (FMI) a adopté, en mai, des directives régissant ses apports financiers en vue de réduire la dette elle-même ou le service de la dette. Selon ces directives, le FMI mettra des fonds à la disposition d'un pays endetté uniquement si celui-ci présente un programme économique qui met nettement l'accent sur des réformes structurelles. Du total des crédits ainsi octroyés à un pays, 25% pourront être utilisés pour fournir des garanties ou pour racheter une partie de la dette. Dans certains cas, le FMI pourra accorder des prêts supplémentaires – jusqu'à 40% de la quote-part du pays débiteur – pour faciliter la réduction de la dette. En outre, contrairement à la politique suivie jusque-là, le Fonds est prêt à conclure un accord de crédit avec un pays, avant même que celui-ci se soit entendu avec ses banques créancières. A l'instar du FMI, la Banque mondiale est elle aussi disposée à ce qu'une partie de ses crédits serve à alléger le fardeau de la dette.

Le Mexique a été un des premiers pays à profiter de cette nouvelle politique. Après avoir reçu du FMI, en mai, une promesse de crédit de 3,3 milliards de DTS, ce pays est parvenu à un accord, avec le comité consultatif de ses banques créancières, sur des mesures destinées à réduire le poids de son endettement. Selon cet accord, chaque banque créancière dispose de trois possibilités. Premièrement, elle peut convertir ses créances – avec une décote de 35% – en obligations de l'Etat mexicain, assorties d'une durée de 30 ans et d'un taux d'intérêt variable.

Cette solution conduit à une réelle diminution de la dette. La deuxième possibilité offerte consiste à échanger des crédits contre des papiers d'Etat à 30 ans également, mais assortis d'un intérêt fixe de 6,25%. Dans ce cas, c'est le service de la dette du Mexique qui diminue. Le taux d'intérêt pourra être relevé («recapture clause»), à partir de 1996, si le prix du baril de pétrole dépasse 14 dollars et si les recettes réelles que le Mexique tire de son pétrole sont supérieures au montant actuel (aux prix de 1989). Ces deux catégories de titres mexicains seront garanties par des obligations à coupon zéro et par des dépôts. Les fonds nécessaires à la constitution de ces garanties seront mis à disposition par le FMI et la Banque mondiale – en vertu de leur nouvelle stratégie – ainsi que par le Japon. Quant à la troisième possibilité, elle prévoit que les banques prêtent de nouveaux fonds au Mexique, à raison de 25% des crédits déjà accordés et non convertis en titres de l'Etat mexicain.

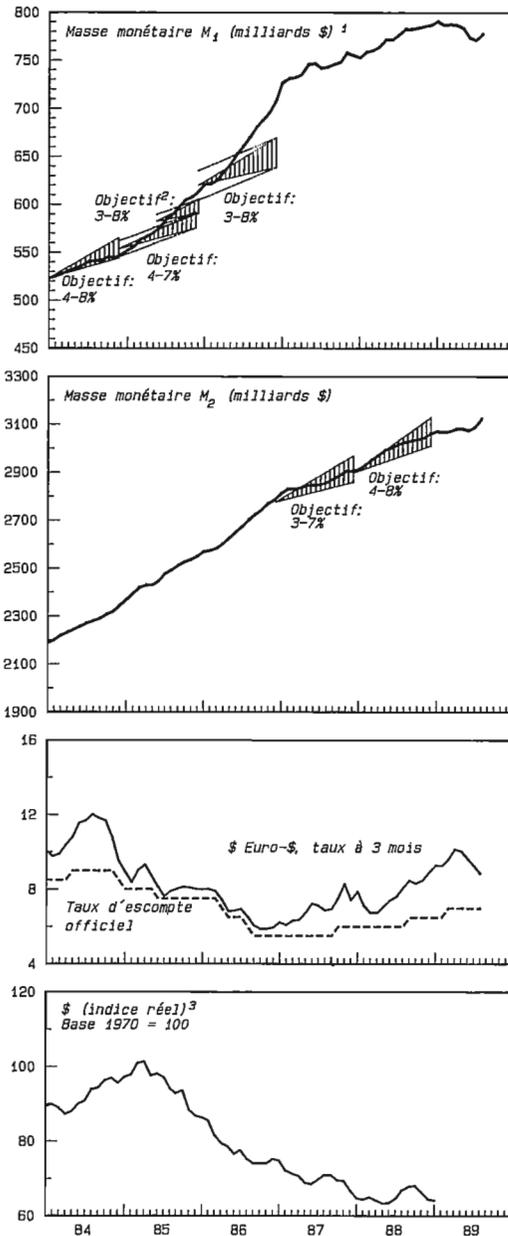
2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

Au deuxième trimestre, la croissance de l'économie américaine a été beaucoup plus forte que ce qui était attendu sur la base des premiers indicateurs. En données corrigées des variations saisonnières, le produit national brut réel a augmenté de 2,7% en taux annualisé. Au premier trimestre, sa progression avait atteint 3,7%, mais plus de la moitié de l'expansion était due au retour à des conditions normales de récolte. Comparé à la vigueur observée en 1988 (+4,4%), l'essor économique a perdu une part de son élan au premier semestre.

Les exportations (+11,3% en taux annualisé) et les investissements des entreprises (+8,2%) sont restés les principaux éléments moteurs de la conjoncture. Dans la construction de logements, les investissements ont reculé de 12,6% en termes réels, après avoir fléchi de 5% déjà au premier trimestre. Les dépenses de consommation ont augmenté de 2,2% en termes réels. Cette progression est légèrement inférieure aux rythmes observés pendant les années 1987 et

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 1985

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

1988, les ventes de biens non durables ayant faibli. La consommation publique a enregistré en revanche une hausse de 6,3%; elle a donc contribué à la croissance de l'économie.

La production industrielle américaine a stagné au deuxième trimestre. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités a faibli à 83,6%; il avait atteint son niveau record, soit 84,1%, au quatrième trimestre de 1988. De même, la progression de l'emploi s'est ralentie. En moyenne, le nombre des personnes occupées a augmenté de 223 000 par mois, au deuxième trimestre, contre plus de 300 000 les deux années précédentes. Le taux de chômage a stagné à 5,2%.

En taux annualisé, les prix à la consommation ont augmenté de 5,7% au deuxième trimestre, soit approximativement au même rythme que pendant les trois premiers mois de l'année.

Grâce à la progression des recettes fiscales, le déficit des comptes de l'Etat sera inférieur aux 164 milliards de dollars qui figurent au budget pour 1989. Il devrait s'inscrire à 148 milliards de dollars. Comme le gouvernement américain a révisé à la baisse, au milieu de l'année, ses prévisions économiques pour 1990, il s'attend à ce que le déficit pour l'exercice qui commencera au mois d'octobre 1989 soit un peu plus élevé que le chiffre avancé au mois de février, lors de la présentation du projet de budget.

Au début du mois d'août, le Congrès a approuvé un plan proposé par le gouvernement pour assainir le système des caisses d'épargne et de prêt. Les ressources financières considérables qui seront nécessaires à la réalisation de ce plan seront en grande partie empruntées par une institution créée à cet effet. La solution permettra de grever dans une moindre mesure le budget.

Au deuxième trimestre, la politique monétaire américaine est restée axée essentiellement sur la lutte contre l'inflation. M_2 et M_3 , les deux agrégats dont la Réserve Fédérale suit plus particulièrement l'évolution, progressaient à fin juin, en taux annualisés, de 1,8% et de 3,4%, soit à des rythmes inférieurs aux fourchettes choisies comme objectifs (3 à 7% pour M_2 et 3,5 à 7,5% pour M_3).

Le ralentissement conjoncturel que les premiers chiffres disponibles laissaient prévoir a incité la Réserve Fédérale à assouplir quelque peu le degré de rigueur de sa politique, sans renoncer pour autant à la lutte contre l'inflation. Le taux des fonds fédéraux a alors fléchi, passant de 9,8% en moyenne des mois de mars à mai à 9,6% en juin et à 9,3% en juillet. Les rendements des autres placements ont eux aussi diminué pendant cette période. La rémunération servie sur les emprunts fédéraux à long terme s'inscrivait à 8,2% en juillet, contre 9,3% en mars.

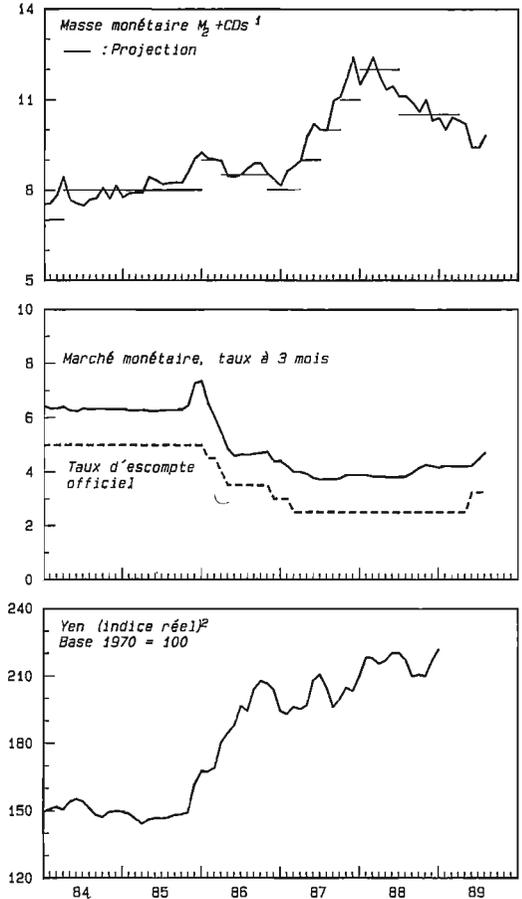
En juillet, lors de l'examen semestriel de la politique monétaire, la Réserve Fédérale a confirmé ses objectifs monétaires pour 1989 et annoncé les fourchettes choisies pour 1990. Ces fourchettes sont de 3 à 7% pour M_2 et de 3,5 à 7,5% pour M_3 ; elles sont donc identiques à celles de 1989.

Japon

La croissance de l'économie japonaise s'est accélérée au premier trimestre de 1989. Par rapport aux trois mois précédents, le produit national brut réel a augmenté de 9,1% en taux annualisé, contre 3,4% au dernier trimestre de 1988. Les investissements des entreprises se sont accrus d'environ 30% en taux annualisé. Cette hausse extrêmement forte s'explique par le taux élevé d'utilisation des capacités de production et par les bénéfices substantiels que les sociétés japonaises ont enregistrés au cours des deux dernières années. La consommation privée a progressé à peu près au même rythme que le produit national brut, mais les investissements en constructions ont reculé de 8,2% en taux annualisé. Après avoir stagné au quatrième trimestre de 1988, les importations et les exportations de biens et de services ont augmenté vigoureusement en volume.

Les indicateurs disponibles montrent que la conjoncture est restée bonne au deuxième trimestre. La production industrielle a progressé fortement puisqu'elle dépassait de près de 7% le niveau observé un an auparavant. Après le recul enregistré les mois précédents, la construction de logements semble en légère reprise; pour la

Graphique 4: 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)

première fois depuis huit mois, le nombre des mises en chantier a atteint, en avril, un chiffre supérieur à celui de la période correspondante de l'année précédente. Au deuxième trimestre, le chômage est resté inchangé à 2,3% (2,2% en juin).

En données corrigées des variations saisonnières, l'excédent de la balance commerciale a diminué de 26,5 milliards de dollars au premier

trimestre à 18,2 milliards au deuxième (20,7 milliards au deuxième trimestre de 1988). Ce repli est dû principalement à la baisse du yen face au dollar. L'excédent de la balance courante a lui aussi fléchi. Après correction des variations saisonnières, il s'est inscrit à 12,5 milliards de dollars, contre 21,5 milliards au premier trimestre de 1989.

En mai, l'indice des prix à la consommation dépassait de 2,8% le niveau observé un an auparavant (1,1% au premier trimestre). L'accélération du renchérissement s'explique par le relèvement des impôts indirects et par la baisse du yen vis-à-vis du dollar. Selon des sources officielles, les impôts indirects ont joué un rôle prépondérant dans cette évolution.

Le net affaiblissement du yen et la recrudescence des craintes inflationnistes ont conduit la Banque du Japon à resserrer les rênes monétaires au deuxième trimestre. Ainsi, le taux de l'escompte a été relevé de ¼% à fin mai. L'agrégat $M_2 + CD$ dépassait de 9,7%, au deuxième trimestre, le niveau observé un an auparavant; au premier trimestre, sa croissance était de 10,3%. En outre, le taux des dépôts à trois mois («Gensaki») a passé de 4,2% en mars à 4,5% en juin. Pour le troisième trimestre, la Banque du Japon a réduit entre 9 et 10% la projection de croissance de $M_2 + CD$. Elle est également intervenue massivement sur le marché des changes en vue de soutenir le yen. Enfin, elle a cherché à inciter les investisseurs institutionnels à faire moins de placements à l'étranger.

République fédérale d'Allemagne

La croissance économique s'est accélérée nettement en République fédérale durant le premier trimestre de 1989, après avoir faibli temporairement à la fin de 1988. Selon des chiffres provisoires, le produit national brut réel a augmenté de 3% par rapport au dernier trimestre de 1988 et de 4,2% par rapport au premier trimestre de 1988 (quatrième trimestre de 1988: 2,7%). Cette accélération prononcée est due surtout à la hausse de l'excédent de la balance commerciale et à la forte progression des investissements privés.

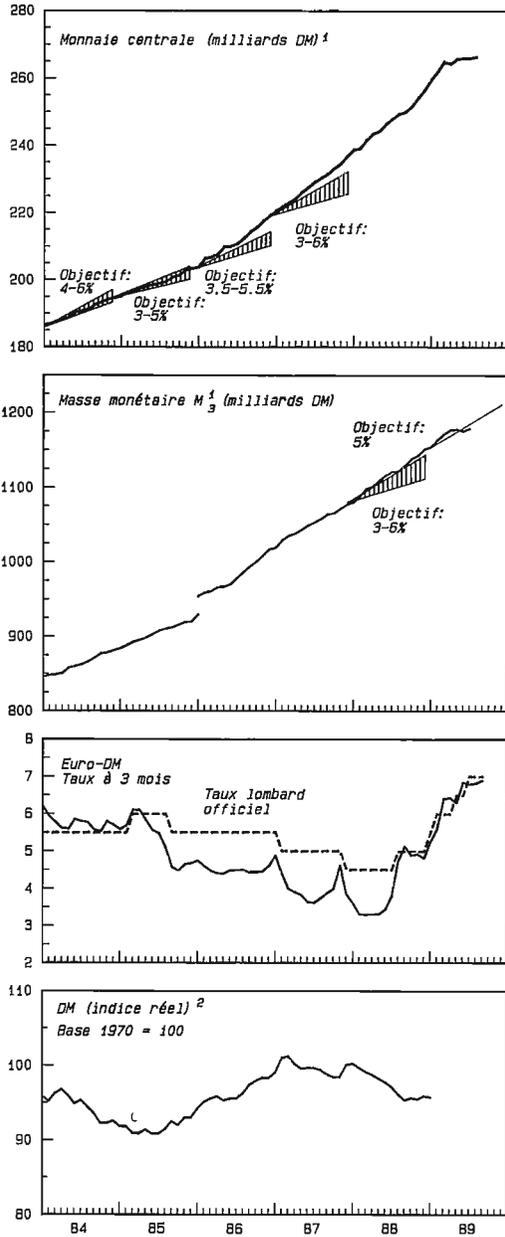
Au premier trimestre de 1989, les exportations de biens et de services dépassaient de 9,9%, en termes réels, le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les investissements en constructions ont augmenté de 10,8% et les investissements en biens d'équipement, de 7,5%. La construction industrielle a été notamment favorisée par la douceur exceptionnelle de l'hiver. Par contre, l'expansion de la consommation privée et celle des dépenses publiques sont restées relativement faibles, puisqu'elles se sont inscrites à 1,3% et à 0,4%.

Les indicateurs disponibles montrent que la conjoncture devrait continuer sur sa lancée durant le deuxième trimestre, certains signes de surchauffe étant même perceptibles. D'après la dernière enquête réalisée par l'Institut de recherches conjoncturelles Ifo, la marche des affaires s'est améliorée dans l'industrie, la construction et le commerce. Le taux d'utilisation des capacités a passé de 87,9%, en mars, à près de 89%, en juin, dans l'industrie manufacturière. En outre, l'emploi a progressé nettement, bien que le manque de main-d'œuvre qualifiée ait exercé un effet modérateur. Le nombre des chômeurs a diminué en mai, passant ainsi, pour la première fois depuis l'automne 1982, au-dessous de 2 millions. Au deuxième trimestre, le taux de chômage est resté inchangé à 7,9% en moyenne.

Au premier semestre de 1989, la balance courante a dégagé un solde actif de 56,2 milliards de marks, en données corrigées des variations saisonnières, contre 41,9 milliards de marks au cours des six premiers mois de 1988. Ce surplus record s'explique par la forte croissance de l'excédent de la balance commerciale, qui a atteint 71,3 milliards de marks, et par la hausse des revenus tirés des capitaux placés à l'étranger.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le taux annuel d'inflation s'est inscrit à 3,1%, en moyenne, au deuxième trimestre de 1989, contre 2,6% au premier. Le renchérissement s'est stabilisé en juin, après avoir augmenté nettement en avril et en mai sous l'effet de la majoration des prix pétroliers et de l'affaiblissement du mark par rapport au dollar.

Graphique 5: République fédérale d'Allemagne



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

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

Le projet de budget, que le gouvernement fédéral a présenté et qui sera débattu au Parlement en automne, prévoit un excédent de dépenses de 33,7 milliards de marks, soit environ 6 milliards de marks de plus que le déficit figurant au budget de l'exercice en cours. Cet excédent de dépenses représente 1,4% du produit national brut, contre 1,2% pour le déficit budgété de 1989. L'alourdissement des dépenses est dû en grande partie à l'entrée en vigueur, le 1er janvier 1990, de la troisième étape de la réforme fiscale de 1986. Du fait des allègements fiscaux touchant les ménages et de la réduction des taux d'imposition des entreprises, les recettes publiques n'augmenteront que faiblement. La croissance des dépenses publiques, qui est projetée à 3,4% en termes nominaux, est non seulement inférieure à celle qui est prévue dans le budget de 1989 (5,8%), mais aussi à l'expansion du produit national brut (4,7% en termes nominaux) sur laquelle table le projet de budget.

La hausse de la masse monétaire M_3 – l'objectif monétaire de la Banque fédérale d'Allemagne a été fixé en termes de M_3 – a passé de 6,1% en avril à 4,4% en juin. Cet agrégat dépassait en moyenne de 5,3% – taux annualisé – le niveau des trois derniers mois de 1988, soit de la période de référence. Son rythme de progression n'était ainsi que légèrement supérieur à l'objectif de 5% fixé pour 1989. La Banque fédérale attribue ce recul en partie à des facteurs particuliers, notamment à l'abolition, le 1er juillet, de l'impôt à la source frappant les revenus de capitaux des résidents. Cet impôt, qui était entré en vigueur au début de l'année, avait provoqué vers la fin de 1988 déjà des transformations de placements à long terme en dépôts à vue et en numéraire; la masse monétaire M_3 avait gonflé par voie de conséquence. Une fois l'abolition de l'impôt connue, ces liquidités ont été apparemment retransformées en placements à long terme, non compris dans la définition de M_3 .

Au deuxième trimestre, la Banque fédérale a resserré les rênes de sa politique monétaire, malgré le ralentissement de la croissance de M_3 . Les taux auxquels elle prend des effets en pension (opérations d'open market) ont augmenté légèrement, et la rémunération servie sur les dépôts à trois mois en marks a passé en

moyenne de 6,62% en mars à 6,96% en juin. Le 30 juin, la Banque fédérale a porté le taux de l'escompte de 4,5% à 5% et celui des avances sur nantissement de 6,5% à 7%; la dernière hausse d'un demi-point des taux officiels remontait au 21 avril. L'institut d'émission allemand a voulu ainsi s'opposer à une nouvelle dépréciation de sa monnaie et au danger inflationniste inhérent à la vigueur de la conjoncture.

Royaume-Uni

Les premiers effets de la politique monétaire restrictive que la Banque d'Angleterre mène depuis l'été 1988 se sont manifestés au premier trimestre de 1989. L'essor économique soutenu par la demande intérieure a perdu nettement de sa vigueur. Le produit intérieur brut réel a progressé de 1,4%, en taux annualisé, par rapport au quatrième trimestre de 1988 et de 1,3% par rapport aux trois premiers mois de 1988 (quatrième trimestre de 1988: 5,1%). Du dernier trimestre de 1988 au premier de 1989, l'expansion de la consommation privée et celle des investissements ont été nettement moins rapides que durant les trimestres précédents. La baisse de la construction de logements est avant tout à l'origine du ralentissement de la croissance des investissements. En revanche, les investissements des entreprises en constructions et en biens d'équipement sont restés vigoureux. De leur côté, les exportations ont de nouveau augmenté en termes réels, après avoir reculé au quatrième trimestre de 1988. La baisse de la demande intérieure n'a pas empêché une nouvelle accélération des importations. Les achats à l'étranger de biens d'équipement ont continué de progresser, alors que ceux de biens de consommation diminuaient légèrement.

La demande intérieure a encore faibli au deuxième trimestre. Cette situation se reflète dans le ralentissement de la croissance des importations et dans la détérioration du climat dans l'industrie. La production de l'industrie manufacturière a stagné par rapport au trimestre précédent. Selon une enquête de la Confederation of British Industries (CBI), les entrées de commandes ont diminué particulièrement dans les branches axées sur le marché intérieur. De

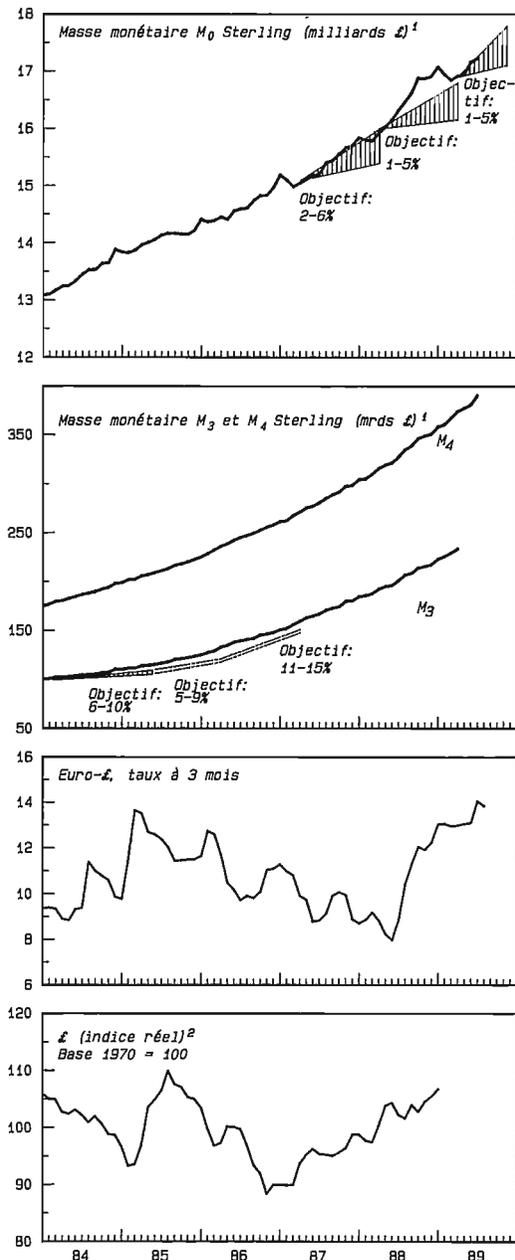
même, la construction a encore perdu de son dynamisme. En revanche, les perspectives du secteur des exportations sont de nouveau jugées avec plus d'optimisme.

L'emploi a encore progressé dans les services, tandis qu'il reculait un peu dans l'industrie. Le nombre des chômeurs a de nouveau diminué au deuxième trimestre, mais dans une moins forte mesure qu'au cours des périodes précédentes. En moyenne, le taux de chômage a passé de 6,8% au premier trimestre à 6,5% au trimestre suivant.

Durant le deuxième trimestre, les exportations ont augmenté plus fortement en valeur que les importations, de sorte que le déficit de la balance commerciale s'est maintenu au niveau du trimestre précédent. Atteignant 5,8 milliards de livres, ce déficit s'est toutefois inscrit nettement au-dessus de celui qui avait été enregistré une année auparavant. Compte tenu de l'excédent de la balance des services, estimé à 400 millions de livres, le solde passif de la balance courante s'est établi à 4,6 milliards de livres, contre 4,8 milliards au premier trimestre.

Le taux d'inflation a atteint 8,2%, en moyenne, au deuxième trimestre; il s'était élevé à 7,7% au trimestre précédent et à 4,2% au deuxième trimestre de 1988. Abstraction faite des taux hypothécaires qui, au Royaume-Uni, contrairement à la plupart des autres pays, entrent directement dans la composition de l'indice des prix à la consommation, le renchérissement s'est établi à 5,9% en juin, contre 6% en mai. Les hausses de salaires, décidées dans d'importants secteurs, indiquent que la pression inflationniste ne devrait pas se relâcher.

La lutte contre l'inflation reste l'objectif prioritaire des autorités monétaires britanniques. Le 24 mai, la Banque d'Angleterre a relevé une nouvelle fois le taux d'intervention sur le marché monétaire. De ce fait, elle a entraîné la hausse de 13% à 14% du taux que les banques commerciales appliquent aux crédits accordés aux débiteurs de premier ordre (taux de base). Elle a ainsi voulu lutter en premier lieu contre la nette dépréciation de la livre et, partant, contre le renchérissement des biens importés. En outre, la

Graphique 6: Royaume-Uni

¹ Données cvs; objectifs de 1982 à 1985: du mois de février au mois de mars de l'année suivante; à partir de 1986: du mois d'avril au mois de mars de l'année suivante (source: Banque d'Angleterre)

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

Banque d'Angleterre est intervenue massivement sur les marchés des changes pour soutenir sa monnaie.

Durant la période considérée, la croissance de la base monétaire M_0 a été un peu moins rapide qu'au cours des trimestres précédents. En moyenne, cet agrégat dépassait de 5,7% le niveau enregistré un an auparavant (premier trimestre de 1989: 7%); son expansion s'est ainsi rapprochée de la limite supérieure de l'objectif de 1 à 5% adopté pour l'exercice budgétaire 1989. La masse monétaire M_4 , qui est le plus grand des agrégats et qui englobe tous les dépôts d'épargne dans les banques et les «building societies», a augmenté de 18,2% en moyenne par rapport au deuxième trimestre de 1988. Cette croissance est un peu inférieure à celle du premier trimestre. D'avril à juin, elle a toutefois passé de 17,9% à 18,6%. L'accélération s'explique surtout par la plus forte demande de crédits émanant des entreprises. En outre, le bon climat boursier a favorisé la reprise d'entreprises au moyen de crédits. Dans le domaine des prêts hypothécaires par contre, la demande des ménages a reculé de façon sensible.

La masse monétaire M_3 qui, contrairement à M_4 , n'englobe pas les dépôts des «building societies», dépassait au deuxième trimestre de 21,4% le niveau observé une année auparavant. Cet agrégat n'est plus calculé depuis le mois de juillet 1989, car il aurait subi des distorsions à la suite de la transformation de l'«Abbey National Building Society» en une banque commerciale. Selon des estimations de la Banque d'Angleterre, l'incorporation des dépôts de cet établissement dans la masse monétaire M_3 entraînerait une hausse d'environ 11% de cet agrégat.

France

La croissance économique s'est accélérée en France durant le premier trimestre de 1989. Selon des estimations provisoires, le produit intérieur brut réel a augmenté de 5,2%, en taux annualisé, par rapport aux trois mois précédents et de quelque 3% par rapport à la période correspondante de 1988.

Les exportations ont fortement contribué à cet essor. En effet, les ventes de biens et de services à l'étranger ont progressé de 8,3%, en volume, par rapport au premier trimestre de 1988. La consommation des ménages a également constitué un soutien important de la conjoncture, puisqu'elle s'est accrue de 3%. Par contre, l'expansion des investissements en biens d'équipement a faibli légèrement (6,6%). Du fait de la vive demande intérieure, les importations ont haussé de 9,8%; celles de biens d'équipement ont été particulièrement vigoureuses.

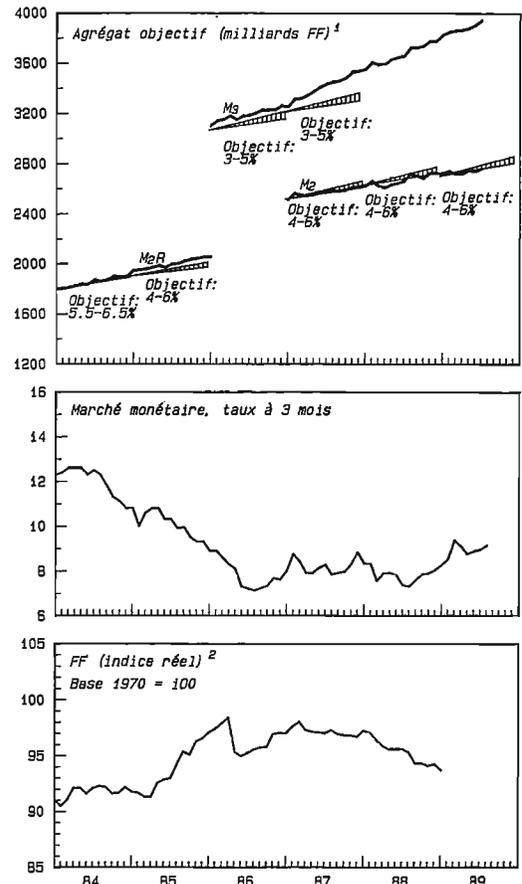
Le dynamisme de la conjoncture n'a pas fléchi durant le deuxième trimestre. Les dernières enquêtes conjoncturelles montrent que la production industrielle a augmenté vivement. Aussi des goulets d'étranglement sont-ils apparus dans certaines branches, notamment dans l'industrie automobile. Les entrées de commandes ont encore progressé. L'activité s'est également animée dans la construction industrielle et artisanale ainsi que dans la construction publique. Quant aux ventes du commerce de détail, elles ont stagné à un haut niveau.

La forte croissance des importations en valeur, due en partie à la hausse des prix des matières premières et du pétrole, a entraîné un net alourdissement du déficit de la balance commerciale au deuxième trimestre. En données corrigées des variations saisonnières, ce déficit a passé de 3,9 milliards de francs français au premier trimestre de 1989 à 13,2 milliards de francs français au deuxième. Comme l'excédent de la balance des services a en outre reculé légèrement, la balance courante a enregistré un solde passif de 6,9 milliards de francs français; au premier trimestre, elle avait dégagé un excédent de 6,5 milliards de francs français.

L'emploi s'est encore amélioré, ce qui a profité notamment aux personnes arrivant pour la première fois sur le marché du travail. Le taux de chômage s'est toutefois maintenu à un niveau élevé. En mai, il a passé à 9,9%, s'établissant ainsi pour la première fois depuis 1984 sous la barre des 10%.

Le renchérissement s'est accéléré légèrement durant le deuxième trimestre. L'indice des prix à

Graphique 7: France



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

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

la consommation dépassait de 3,6% le niveau observé un an auparavant, contre 3,4% au premier trimestre.

Atteignant 4% au deuxième trimestre, la croissance de la masse monétaire M_2 est restée au niveau inférieur de la fourchette de 4 à 6% choisie comme objectif. Le 29 juin, la Banque de France a, comme d'autres banques centrales, relevé d'un demi-point ses taux directeurs. Con-

trairement à la plupart des banques centrales européennes, elle ne les avait pas augmentés en avril, du fait de la faible croissance de la masse monétaire et de la fermeté du franc français au sein du SME. L'institut d'émission a porté à 8,75% son taux d'intervention sur le marché monétaire et à 9,5% celui des pensions de 5 à 10 jours. Au début du mois de juillet, les grandes banques françaises ont alors augmenté de 9,6% à 10% le taux qu'elles appliquent à leurs débiteurs de premier ordre.

Italie

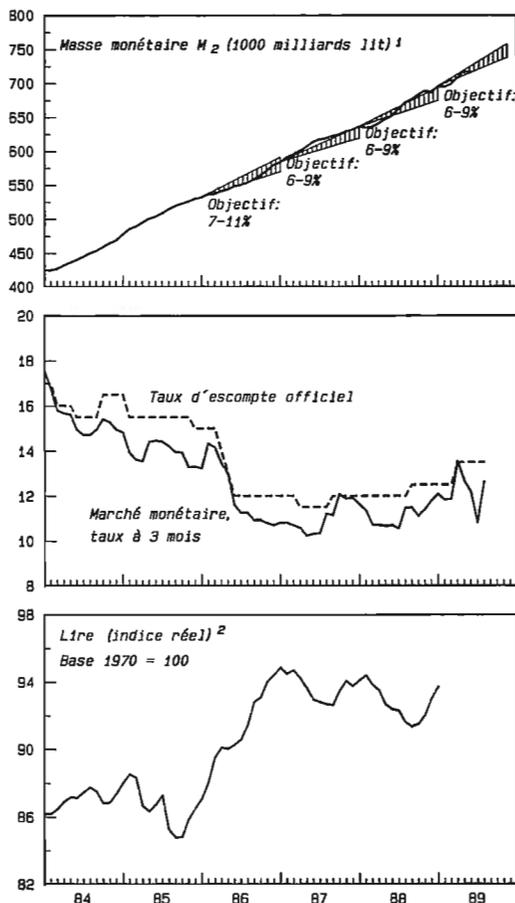
L'essor conjoncturel s'est maintenu en Italie durant le premier trimestre de 1989. Le produit intérieur brut réel a progressé de 3,1% en taux annualisé et dessaisonnalisé. La consommation privée, les investissements et les exportations ont contribué à cette croissance.

L'indice de la production industrielle s'est replié légèrement durant le premier semestre de 1989, après avoir augmenté fortement au quatrième trimestre de 1988. Toutefois, il dépassait de 3,8%, en moyenne, le niveau enregistré une année auparavant. Le taux d'utilisation des capacités techniques est resté inchangé à 80% au deuxième trimestre. En avril, le taux de chômage s'est inscrit à 12%, soit au même niveau qu'au premier trimestre.

La vive demande intérieure a entraîné une forte hausse des importations au premier semestre de 1989. Celles-ci se sont accrues de 23%, en valeur, par rapport au niveau observé un an auparavant. Comme la croissance des exportations a fléchi, le déficit de la balance commerciale s'est creusé nettement, puisqu'il a passé de 8450 milliards de liras au premier semestre de 1988 à 14 150 milliards de liras une année plus tard.

Le secteur touristique, un des principaux pourvoyeurs de devises du pays et un employeur important, se trouve dans une situation critique. En 1988, le nombre des nuitées de touristes étrangers n'a augmenté que de 0,3% par rapport à 1987. En revanche, l'Espagne, le Portugal et la Grèce enregistraient des hausses de 10,3%, de

Graphique 8: Italie



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

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

7,4% et de 4,7%. Les entrées de devises provenant du tourisme ont totalisé 16 144 milliards de liras, soit quasiment le même montant qu'en 1987. Cela correspond à une baisse de 2,7% en termes réels. Parallèlement, le nombre des Italiens qui ont voyagé à l'étranger a progressé, et les dépenses pour ces séjours se sont accrues de 33% en valeur. Cette évolution est à l'origine du solde passif élevé de la balance courante; en 1988, ce déficit atteignait 6800 milliards de liras.

Après s'être établi en octobre 1988 à son niveau le plus bas, soit 4,7%, le taux d'inflation a augmenté graduellement pour atteindre 7% en juin. En comparaison annuelle, la hausse de l'indice des prix à la consommation s'inscrivait à 6,9%, en moyenne, au deuxième trimestre, contre 6,1% au premier.

Au deuxième trimestre, la masse monétaire M_2 dépassait de 10,5% son niveau de la période correspondante de 1988. Sa croissance était ainsi supérieure à la fourchette de 6 à 9% choisie comme objectif. La rémunération des bons du

Trésor à six mois a passé de 13% à 10,8% du premier au deuxième trimestre. Les crédits au secteur privé ont augmenté de 20,8% par rapport au deuxième trimestre de 1988, contre 21,8% au premier trimestre de 1989. Pour freiner l'expansion trop rapide des crédits en monnaies étrangères, les autorités italiennes ont décidé, au début du mois de mars, de prélever des réserves minimales sur les fonds que les résidents se procurent à l'étranger. Ces fonds ont néanmoins progressé vigoureusement, puisqu'ils ont enregistré une croissance annuelle de 53% en moyenne des mois d'avril et de mai.

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1985	1986	1987	1988a)	1988a)				1989a)	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Etats-Unis	3,4	2,7	3,7	4,4	5,0	4,9	4,4	3,4	3,3	3,1
Japon	4,9	2,4	4,3	5,7	7,0	5,7	5,7	4,8	4,5	–
Rép. féd. d'Allemagne	1,9	2,3	1,7	3,6	4,4	3,4	3,4	2,7	4,2	–
Royaume-Uni b)	3,7	3,0	4,4	3,8	5,6	4,2	2,3	3,0	1,4	–
France b)	1,8	2,1	1,9	3,3	3,5	3,2	3,4	2,8	3,0	–
Italie b)	2,9	2,9	3,0	3,9	3,4	3,3	3,9	3,7	3,1	–
Suisse b)	4,1	2,8	2,0	3,2	3,8	3,2	3,1	3,0	3,2	2,8

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

	1985	1986	1987	1988	1989					
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis	3,5	1,9	3,7	4,1	4,8	5,2	5,1	5,4	5,2	5,0
Japon	2,0	0,6	0,1	0,7	1,1	2,8	2,4	2,9	3,0	3,0
Rép. féd. d'Allemagne	2,2	-0,2	0,2	1,2	2,6	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0
Royaume-Uni	6,1	3,4	4,2	4,9	7,7	8,2	8,0	8,3	8,3	8,2
France	5,8	2,7	3,1	2,7	3,4	3,6	3,6	3,7	3,6	3,5
Italie	8,6	6,1	4,6	5,0	6,1	6,8	6,7	6,8	7,0	7,0
Suisse	3,4	0,8	1,4	1,9	2,3	2,9	2,6	3,0	3,0	3,0

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

	1985	1986	1987	1988	1989					
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis	7,1	6,9	6,2	5,5	5,2	5,3	5,3	5,2	5,3	5,2
Japon	2,6	2,8	2,8	2,5	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,2
Rép. féd. d'Allemagne e)	9,3	9,0	8,9	8,7	7,9	7,9	7,9	8,0	7,9	7,9
Royaume-Uni b), d)	11,1	11,4	10,2	8,2	6,8	6,4	6,5	6,4	6,3	6,3
France b)	10,2	10,5	10,6	10,2	10,0	10,0	10,0	9,9	10,0	–
Italie b)	10,6	11,0	12,0	12,0	12,0c)	12,0c)	12,0	–	–	–
Suisse	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5

b) Sans les jeunes sortant de l'école c) Premier mois du trimestre d) Estimations de l'OCDE e) En % des salariés

1.4 Balance des transactions courantes

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

	1985	1986	1987	1988a)	1988a)				1989a)	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Etats-Unis	-117,7	-140,6	-154,0	-135,3	-36,9	-33,7	-32,6	-28,7	-30,7	–
Japon	49,2	85,8	87,0	79,6	23,1	16,8	18,4	20,5	21,5	12,5
Rép. féd. d'Allemagne	16,4	39,2	44,8	48,3	9,9	14,9	12,1	11,1	16,8	13,7
Royaume-Uni	4,3	0,2	-3,0	-26,1	-5,4	-5,0	-5,8	-9,8	-7,8	-7,4
France	-0,2	2,9	-4,1	-4,2	1,0	0,0	-1,1	-3,8	1,0	-1,1
Italie	-3,7	2,5	-1,0	-4,2	-1,8	0,3	-2,6	-0,1	–	–
Suisse b)	5,0	6,9	7,6	8,4	3,9	1,6	1,2	1,9	2,7	0,9

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

L'essor de l'économie suisse s'est maintenu au deuxième trimestre de 1989. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,8% par rapport au deuxième trimestre de 1988, contre 3,2% au premier trimestre de 1989. La forte expansion de la production a de nouveau amplifié les tensions sur le marché de l'emploi et entraîné une hausse du taux d'utilisation des capacités techniques. Le renchérissement croissant a constitué un effet négatif de la haute conjoncture persistante.

Les prévisions émises au début de l'année ont sous-estimé la vigueur de la demande de biens et de services, soutenue avant tout par la vive propension à investir et à exporter. Le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ vient donc de réviser les siennes à la hausse. Malgré les goulots d'étranglement qui subsistent au niveau de l'offre, il estime que le produit intérieur brut réel s'accroîtra de 3,1% en 1989, soit à un rythme proche de celui de 1988 (3,2%).

L'emploi a de nouveau progressé au deuxième trimestre; en l'espace d'une année, la hausse s'est inscrite à 0,6%. Les places vacantes ont encore été plus nombreuses, et le taux de chômage s'est replié à 0,5% seulement.

Au deuxième trimestre, l'indice des prix à la consommation s'est accru de 2,9% par rapport à la période correspondante de 1988; au premier trimestre, il avait enregistré une croissance de 2,3%. Cette accélération reflète surtout le renchérissement prononcé des biens et services importés (3,4%). Quant à la hausse de 5,1% de l'indice des prix de gros – 4,6% au premier trimestre – elle s'explique également par la forte majoration des prix des biens importés (9,4%).

La Banque nationale a continué de mener une politique monétaire restrictive durant le deuxième trimestre. La monnaie centrale dessaisonnalisée a reculé de 1,9%, en taux annualisé, par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de 1988. L'expansion des billets en circulation a fléchi nettement du premier au deuxième

trimestre. De leur côté, les avoirs en comptes de virements ont encore diminué, à la suite notamment de la plus faible demande de liquidités de la part des banques.

L'attrait des taux à court terme et la structure toujours inverse des taux ont entraîné des transferts vers des placements mieux rémunérés. Des avoirs à vue et des fonds d'épargne ont été transformés en dépôts à terme. Les masses monétaires M_1 et M_2 ont donc évolué en sens contraire, alors que l'agrégat M_3 progressait quasiment au même rythme que précédemment. Depuis la fin du mois de mai, la Banque nationale fixe chaque jour le taux lombard, afin de le maintenir toujours au-dessus des rémunérations servies sur le marché monétaire. Après avoir atteint 9,5% au début du mois de juin, le taux lombard s'est replié pour s'établir à environ 8,25%. A fin juin, la Banque nationale a porté le taux de l'escompte de 4,5% à 5,5% pour le rapprocher du niveau des rémunérations à court terme.

Pondéré en fonction du commerce extérieur, le cours du franc s'est déprécié de 8,6%, en termes réels, par rapport au deuxième trimestre de 1988. Si le franc a particulièrement baissé, en termes réels, vis-à-vis du dollar américain, il a également reculé face aux monnaies du SME. La pression à la baisse s'est toutefois atténuée vers la fin du mois de mai, et un léger redressement a été observé jusqu'au mois d'août.

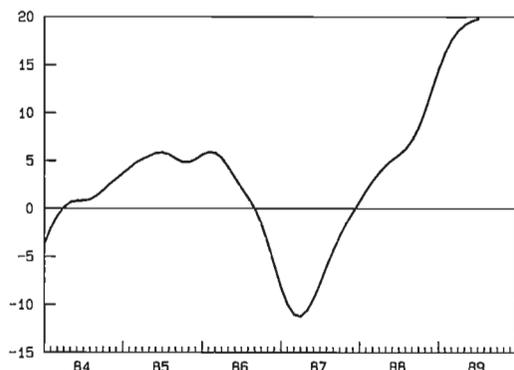
2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

La demande globale étant restée forte, le produit intérieur brut réel a augmenté au deuxième trimestre de 1989 à peu près au même taux que durant la période précédente; son rythme de croissance a été de 2,8% par rapport à la période correspondante de 1988, contre 3,2% au premier trimestre de 1989.

Après avoir faibli au premier trimestre, la croissance des dépenses de consommation a retrouvé une cadence vigoureuse au deuxième

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹

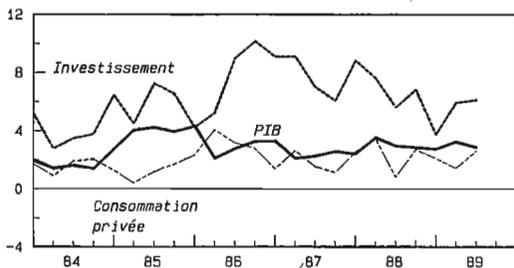


¹ Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis).
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, test conjoncturel

trimestre. Les investissements ont progressé aux mêmes rythmes qu'aux trimestres précédents. Si les investissements en constructions ne se sont pas accrus aussi vigoureusement qu'au début de l'année, ceux en biens d'équipement ont enregistré une expansion plus forte. Du fait de la bonne conjoncture internationale, la croissance des exportations de biens et de services a été une nouvelle fois supérieure à celle de la demande intérieure.

Les perspectives de ventes restent toujours aussi bonnes en Suisse et à l'étranger. L'indicateur

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente
Source: Office fédéral des questions conjoncturelles

sur la «marche des affaires», qui est calculé par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, reflète également cette situation, puisqu'il a été orienté à la hausse pour les entreprises exportatrices comme pour celles qui sont axées sur le marché intérieur. L'enquête trimestrielle sur l'utilisation des capacités techniques, qui est établie par le même centre, confirme la haute conjoncture qui règne dans l'industrie. Dans les entreprises axées sur le marché intérieur, le taux d'utilisation des capacités de production s'est encore élevé pour atteindre 88,4%; dans les entreprises exportatrices, il s'est maintenu à près de 92%.

Ayant parfois enregistré de vives fluctuations, l'indice de la production industrielle n'a augmenté au deuxième trimestre que de 2% par rapport à la période correspondante de 1988. Cette hausse, relativement modeste, semble paradoxale face aux rythmes de croissance nettement supérieurs que les autres indicateurs font apparaître.

Consommation privée

Au deuxième trimestre de 1989, l'expansion annuelle de la consommation privée a atteint 2,6% en termes réels. Après avoir faibli au premier trimestre (1,4%), elle s'est de nouveau inscrite aux environs des rythmes observés en 1988. Outre les dépenses liées aux services, la consommation de biens a également progressé vigoureusement, contrairement à son évolution du début de l'année. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a progressé de 2,6% en termes réels. Les ventes de produits alimentaires, de boissons et de tabac ont enregistré une hausse de 4,1%. Celles de biens durables se sont également améliorées, bien que les livraisons de voitures n'aient plus tout à fait atteint le niveau exceptionnellement élevé du trimestre précédent. Pour les articles de la branche du textile et de l'habillement, la demande a de nouveau reculé par contre. Les dépenses liées aux services, généralement peu sensibles aux variations de la conjoncture, devraient s'accroître fortement, du fait de la notable hausse, en comparaison annuelle, des nuitées de touristes suisses.

Les indicateurs disponibles montrent que la consommation privée devrait encore augmenter à court terme. Il ressort en effet de l'enquête effectuée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ auprès des détaillants que ces derniers s'attendent à une croissance de leurs chiffres d'affaires. Quant à l'enquête de l'Office fédéral des questions conjoncturelles, elle indique un climat toujours aussi optimiste et fait apparaître une forte propension à consommer.

Investissements

Au deuxième trimestre de cette année, le montant des investissements dépassait de 6,1%, en termes réels, le niveau de la période correspondante de 1988 (premier trimestre de 1989: 5,9%). Les investissements en biens d'équipement ont progressé de 6%, contre 4,4% au premier trimestre. L'enquête effectuée par la Société suisse des constructeurs de machines montre que les entrées de commandes de résidents ont légèrement reculé durant le deuxième trimestre; toutefois, elles ont totalisé 4,3 milliards de francs au cours du premier semestre de 1989, s'accroissant ainsi de 6,1% en l'espace d'une année.

Dans la construction, le rythme de croissance a atteint 6,1% en l'espace d'une année. Le léger ralentissement de l'expansion par rapport au dé-

but de l'année est dû à un manque de capacités dans le secteur du génie civil. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, les réserves de travail sont assurées pour une période de plus de neuf mois; le volume des entrées de commandes laisse cependant supposer que la conjoncture devrait graduellement se calmer dans la construction. Au deuxième trimestre, le volume total des entrées de commandes se situait au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. Cette évolution, qui est observée pour la première fois depuis 1985, s'explique par la réduction de la demande des entreprises (constructions artisanales et industrielles). La Société suisse des entrepreneurs estime néanmoins que les perspectives restent favorables dans les secteurs du logement et du génie civil.

Commerce extérieur et balance courante

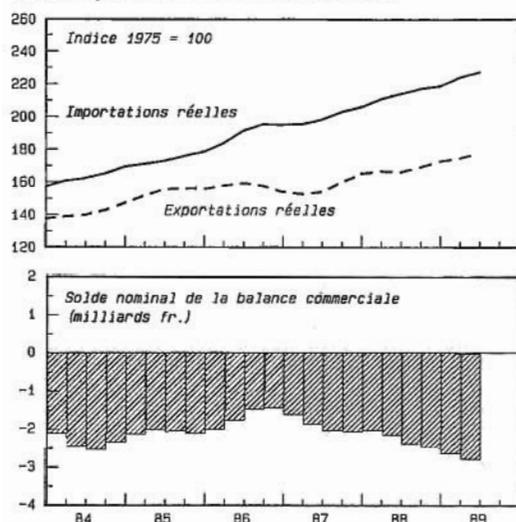
Au deuxième trimestre de 1989, les exportations de marchandises (sans les métaux précieux) ont encore augmenté considérablement. Par rapport à la période correspondante de 1988, elles ont progressé de 16,4%, en valeur, et de 10,4%, en volume. Les exportations de biens de consommation se sont accrues de 16,3% en volume; en particulier, les ventes à l'étranger de l'industrie horlogère ont de nouveau enregistré une forte croissance. Les exportations de biens d'équipement ainsi que celles de matières premières et

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

	1985	1986	1987	1988	1988				1989	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Importations de biens d'équipement (volume) ¹	8,7	14,5	10,0	-	-	-	-	-	7,8	9,0
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes	- 15,0	3,2	- 13,2	7,5	28,3	5,7	- 13,8	18,4	- 30,4	33,1
Logements construits dans 96 villes	- 2,3	- 1,5	- 16,3	2,1	- 11,4	13,6	- 15,2	18,0	- 1,9	- 20,4
Projets de constructions industrielles ²										
- volume des projets	34,4	21,8	- 0,1	- 15,9	- 14,3	- 32,0	- 0,6	- 15,7	17,7	99,7
- nombre de projets	12,6	5,2	0,1	- 5,0	7,5	- 24,0	- 1,0	1,1	- 15,7	49,7

¹ Du fait de la révision de la statistique douanière, les données pour 1988 par catégories d'utilisation ne sont pas comparables à celles des années précédentes.

² Constructions nouvelles et agrandissements

Graphique 11: Commerce extérieur¹

¹ Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et Office fédéral des questions conjoncturelles (évolution en volume à partir du 1er trim. de 1988)

de produits semi-finis ont progressé de 7,1% et de 9% en volume, en raison notamment de la croissance des ventes à l'étranger de la métallurgie et de l'industrie chimique. Les prix des marchandises exportées ont augmenté de 5,4% selon l'indice des valeurs moyennes. Cet indice qui n'était plus établi depuis le début de 1988 est de nouveau disponible à partir du premier trimestre de 1989.

La répartition par pays montre que la valeur des biens (métaux précieux compris) livrés à l'Australie et aux Etats-Unis ont progressé de 32,3% et de 28,4%. Les exportations vers le Japon se sont accrues de 18,4%, soit à un rythme élevé depuis un certain temps déjà; comme elles comprennent d'importants achats de platine par les Japonais, l'expansion des livraisons de produits industriels n'est pas aussi forte qu'il n'y paraît. Atteignant 19,3%, la progression de la demande émanant de la CE a été également nettement supérieure à celle de l'année précédente. Les exportations vers l'Italie, la France et l'Espagne ont continué d'augmenter dans une notable me-

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

	1984	1985	1986	1987a)	1988a)b)				1989a)	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Exportations, volume	6,4	9,1	0,6	1,5	9,4	7,0	6,4	4,9	5,3	10,4
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	9,8	7,9	0,0	1,6						9,0
biens										
d'équipement	3,1	10,7	3,9	1,6						7,1
biens de consommation	6,4	8,8	-2,7	1,7						16,3
Valeurs moyennes										
à l'exportation	4,5	1,9	0,8	-1,1	1,3	1,6	4,7	2,9	5,7	5,4
Importations, volume	7,3	5,2	8,2	6,4	9,3	8,7	9,0	5,7	7,8	7,5
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	10,1	7,6	3,7	3,2						9,1
biens										
d'équipement	3,6	8,7	14,5	10,0						9,0
biens										
de consommation	9,6	2,5	9,0	8,1						6,3
Valeurs moyennes										
à l'importation	4,0	4,7	-9,4	-4,2	-1,7	1,6	3,1	3,6	6,7	10,9

a) Chiffres provisoires

b) Estimations de l'Office fédéral des questions conjoncturelles (OFQC). Du fait de la révision de la statistique douanière, les données pour 1988 par catégories d'utilisation ne sont pas comparables à celles des années précédentes.

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

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

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

	1986	1987	1988	1988				1989	
				1 ^{er} trim. a)	2 ^e trim. a)	3 ^e trim. a)	4 ^e trim. a)	1 ^{er} trim. *)	2 ^e trim. *)
Recettes		a)	a)						
Exportations de marchandises	69,2	69,6	76,5	18,4	18,9	18,3	20,9	20,4	22,4
Commerce spécial (indice I)	67,0	67,5	74,1	17,7	18,3	17,8	20,3	19,8	21,7
Autres exportations de marchandises ²	2,2	2,1	2,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Exportations de services	19,9	20,9	21,2	5,5	5,0	6,4	4,2	5,9	5,5
Revenus de facteurs ³	27,0	28,0	30,9	7,6	7,6	7,8	7,9	8,8	9,2
Transferts sans contrepartie	2,8	2,8	3,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8
Total	118,9	121,4	131,5	32,3	32,2	33,2	33,8	35,8	37,9
Dépenses									
Importations de marchandises	76,6	78,1	85,4	20,0	21,5	20,9	22,9	23,2	26,0
Commerce spécial (indice I)	73,5	75,2	82,4	19,3	20,8	20,2	22,1	22,3	25,1
Autres importations de marchandises ²	3,1	3,0	3,0	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9
Importations de services	9,8	10,3	11,4	1,6	3,0	4,6	2,2	1,7	3,2
Revenus de facteurs ³	15,4	16,6	16,9	4,0	4,1	4,3	4,5	5,3	5,7
Transferts sans contrepartie	4,7	5,1	5,5	1,3	1,4	1,5	1,3	1,4	1,5
Total	106,5	110,1	119,2	27,0	30,0	31,3	31,0	31,6	36,4
Solde de la balance des transactions courantes	12,3	11,3	12,3	5,3	2,2	1,9	2,8	4,2	1,5

a) Chiffres révisés

*) Selon de premières estimations

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

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

sure; après avoir enregistré une expansion modérée au premier trimestre, les livraisons à l'Allemagne se sont de nouveau élevées vigoureusement. Par contre, les exportations vers les pays non membres de l'OCDE se sont accrues à un rythme inférieur à la moyenne. Alors que les ventes aux pays non exportateurs de pétrole et aux pays à économie planifiée accusaient une hausse par rapport au niveau de l'année précédente, celles aux pays exportateurs de pétrole ont diminué, comme au premier trimestre.

Les importations ont continué d'augmenter au deuxième trimestre de 1989, puisque, sans les métaux précieux, elles ont enregistré des taux de croissance de 19,2%, en valeur, et de 7,5%, en volume, par rapport à la période correspondante de 1988. Stimulés par une extension persistante de la production industrielle et par la vigueur des investissements, les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ont progressé, en volume, de 9,1% et de 9%, soit

une nouvelle fois à des rythmes supérieurs à la moyenne. Par contre, les importations de produits énergétiques ont reculé de 3,7%, poursuivant ainsi le mouvement de baisse du premier trimestre.

L'excédent de la balance des transactions courantes s'est établi à 1,5 milliard de francs au deuxième trimestre de 1989, contre 2,2 milliards de francs pour la même période de 1988. Le recul de ce solde a résulté de mouvements opposés dans les balances des marchandises et des services. Le déficit de la première (commerce spécial, énergie électrique et autres marchandises) a passé de 2,6 milliards à 3,6 milliards de francs, et l'excédent de la seconde, de 2 milliards à 2,3 milliards de francs.

L'accroissement de l'excédent de la balance des services a découlé de la nette croissance des recettes (10%) du tourisme et des «Autres services». Au deuxième trimestre, les recettes et les

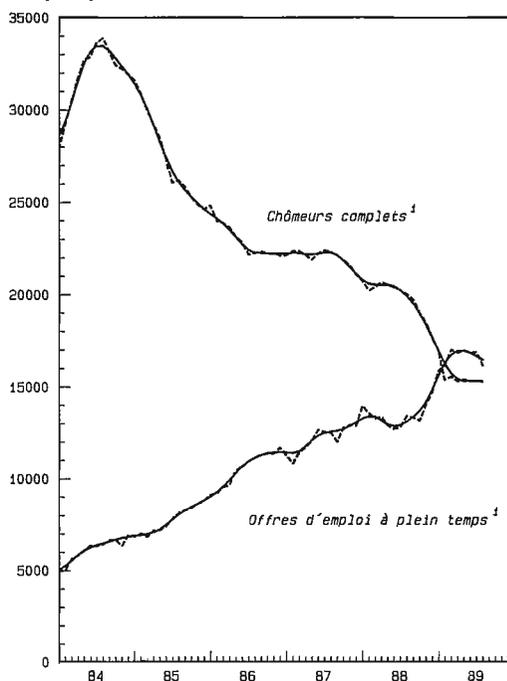
dépenses au titre des revenus de facteurs ont aussi largement dépassé les montants de la période correspondante de l'année précédente. Le solde actif des revenus de facteurs ne s'est toutefois pas modifié, car l'augmentation des revenus nets de capitaux à l'étranger a été compensée par celle des salaires versés aux frontaliers étrangers.

Emploi et marché du travail

Au deuxième trimestre de 1989, l'indice de l'emploi s'est accru de 0,6% par rapport à la période correspondante de 1988. Dans tous les secteurs, le nombre des personnes occupées n'a pas augmenté aussi rapidement que durant les trimestres précédents. Cela n'est pas dû à une détérioration de la marche des affaires, mais à un manque aigu de main-d'œuvre.

Le taux de chômage a reculé pour s'inscrire à 0,5% seulement, en données corrigées des variations saisonnières. Le nombre de places vacantes ayant encore progressé en données corrigées des variations saisonnières, il s'est établi nettement au-dessus de celui des chômeurs complets. A la suite d'arrêts dans la production de certaines entreprises de l'industrie textile et de l'habillement, le nombre de chômeurs partiels a augmenté légèrement; il est resté toutefois sensiblement inférieur à celui qui avait été enregistré une année auparavant. Si le marché du travail est particulièrement tendu dans l'ensem-

Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et lissées

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

ble, il existe toujours certaines disparités régionales. Les cantons de Bâle-Ville, de Genève, de Neuchâtel et du Tessin ont encore des taux de chômage de 1% et plus.

Tableau 5: Emploi et marché du travail (Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1985	1986	1987	1988	1989					
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	avril	mai	juin	juillet
Indice de l'emploi ¹	0,8	1,0	1,2	1,3	1,4	0,6	-	-	-	-
Taux de chômage ^{2, 3}	0,9	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Chômeurs ³	27 025	22 770	21 918	19 524	17 801	14 861	15 835	14 819	13 930	13 751
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	2 133	2 058	4 142	3 948	846	764	775	869	648	325
Offres d'emploi à plein temps ³	7 898	10 734	12 348	13 552	16 217	17 510	17 044	17 456	18 029	16 790

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

² Nombre des chômeurs complets en % de la population active selon le recensement de 1980 (3 091 694 personnes actives)

³ En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Source: La Vie économique, OFIAMT

Prix et salaires

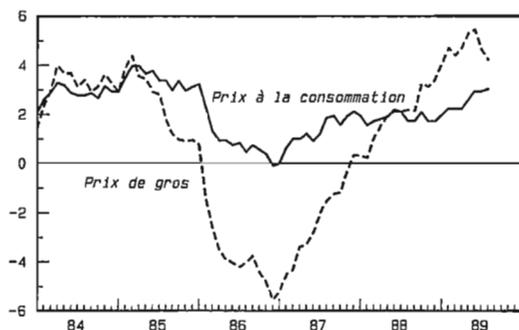
Au deuxième trimestre, l'évolution de l'inflation a été marquée par la hausse considérable des prix à l'importation; depuis le mois de juin, ce renchérissement s'est toutefois atténué un peu sous l'effet de la revalorisation du franc.

La croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation a atteint 2,9% au deuxième trimestre de 1989, contre 2,3% au premier trimestre. Si le renchérissement des biens et services étrangers a passé de 2,4% à 3,4% du premier au deuxième trimestre, celui des biens et services suisses n'a progressé que de 2,4% à 2,7%. La répartition par groupes montre que les prix des catégories «chauffage et éclairage» ainsi que «transport» ont haussé de 7,5% et de 6%. Les prix des denrées alimentaires ne se sont accrus en revanche que de 1%. Comme de coutume, les prix des services ont augmenté plus rapidement (3,6%) que ceux des marchandises (2,1%).

L'indice des prix de gros s'est élevé de 5,1% au deuxième trimestre. Le renchérissement a atteint 11,5% dans les métaux et les produits métallurgiques, 9,7% dans les textiles et 8,6% dans les produits chimiques. Les prix des biens importés ont progressé de 9,4% et ceux des produits suisses, de 3,7%.

Selon des calculs de l'OFIAMT, les gains des travailleurs se sont accrus entre 3,7 et 4%, en

Graphique 13: Evolution des prix¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

termes nominaux, au deuxième trimestre. Abstraction faite du renchérissement, qui est mesuré par l'indice des prix à la consommation, les salaires réels ont augmenté entre 0,7 et 1%.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Durant les mois de mai à juillet 1989, la monnaie centrale dessaisonnalisée était en moyenne inférieure de 1,9% – taux annualisé – à son niveau moyen du quatrième trimestre de 1988 (période de référence). La croissance des billets en circulation a faibli, et les avoirs en comptes de virements ont reculé. Cette évolution traduit en grande partie le cours restrictif que la Banque nationale a donné à sa politique monétaire depuis le début de l'année. Le repli des avoirs en comptes de virements s'explique aussi par l'adaptation de l'offre à la nouvelle baisse de la demande de liquidités des banques. Pendant les mois de mai à juillet, les avoirs en comptes de virements se sont inscrits en moyenne à 3,5 milliards de francs, contre 3,7 milliards de francs de février à avril (premier trimestre 1989: 3,9 milliards; deuxième trimestre: 3,6 milliards).

La croissance annuelle des billets en circulation a passé de 4,7% au premier trimestre à 3,1% au deuxième. Ce ralentissement est dû surtout à la disparition des effets du cycle bisannuel des déclarations fiscales sur la thésaurisation de billets et au niveau un peu plus élevé des taux d'épargne.

Les agrégats monétaires M_1 , M_2 et M_3 ainsi que leurs composantes ont de nouveau évolué de façon inégale au deuxième trimestre. La progression du numéraire a faibli du premier au deuxième trimestre, passant de 4,5% à 3,1%. Le recul des dépôts à vue s'est encore accentué, puisque ceux-ci se sont inscrits 11,7% au-dessous du niveau enregistré un an auparavant (premier trimestre: -6,1%). La masse monétaire M_1 , qui englobe le numéraire en circulation et les dépôts à vue, a donc fléchi de 7,4% en moyenne par rapport au deuxième trimestre de 1988 (premier trimestre 1989: -2,9%). Cette nette baisse

Tableau 6: Monnaie centrale ajustée

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ^{2,7}	MC ^{1,3}	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1,4}	Variation en % ²
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	31 716	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	32 248	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	33 432	724	32 708	2,9
1988	25 819	4,2	5 667	-33,9	31 486	66	31 420	-3,9
1988 1 ^{er} trim.	25 525	3,6	7 620	-9,3	33 145	125	33 020	-1,3
1988 2 ^e trim.	25 516	4,3	5 627	-34,3	31 143	47	31 096	-3,6
1988 3 ^e trim.	25 660	4,5	5 247	-37,8	30 906	50	30 856	-4,5
1988 4 ^e trim.	26 574	4,3	4 175	-54,0	30 749	41	30 708	-8,7

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ^{2,7}	MC ^{1,3}	Coefficients saisonniers	MCD ^{1,5}	Variation en % ⁶
1989 1 ^{er} trim.	26 727	4,7	3 867	-48,5	30 594	1,012	30 242	---
1989 2 ^e trim.	26 309	3,1	3 601	-35,6	29 910	0,999	29 951	---
1989 janvier	27 117	4,9	3 894	-56,1	31 011	1,029 ^P	30 137 ^P	-3,3 ^P
1989 février	26 439	4,8	3 775	-49,0	30 214	0,999 ^P	30 244 ^P	-0,8 ^P
1989 mars	26 625	4,5	3 931	-40,3	30 556	1,007 ^P	30 344 ^P	0,4 ^P
1989 avril	26 332	3,7	3 495	-43,2	29 827	1,000 ^P	29 827 ^P	-3,8 ^P
1989 mai	26 373	3,3	3 788	-28,6	30 161	0,997 ^P	30 252 ^P	-0,4 ^P
1989 juin	26 223	2,4	3 520	-35,1	29 743	0,999 ^P	29 773 ^P	-3,0 ^P
1989 juillet	26 284	2,2	3 329	-42,3	29 613	0,993 ^P	29 822 ^P	-2,4 ^P
1989 août	25 995	1,7	3 234	-36,9	29 229	0,981 ^P	29 795 ^P	-2,3 ^P

¹ Moyenne des valeurs journalières; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

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

³ Monnaie centrale = billets en circulation + avoirs en comptes de virements

⁴ Monnaie centrale ajustée = monnaie centrale - crédits destinés aux échéances

⁵ Monnaie centrale dessaisonnalisée = monnaie centrale, divisée par les coefficients saisonniers

⁶ Taux de variation annualisé, calculé par rapport à la valeur moyenne de la monnaie centrale dessaisonnalisée au quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est centrée sur novembre; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes arithmétiques des valeurs mensuelles

⁷ Le fort recul que les avoirs en comptes de virements ont enregistré pendant les années 1988 et 1989 est dû principalement à la mise en vigueur, le 1^{er} janvier 1988, des nouvelles dispositions sur les liquidités bancaires et au nouveau système de paiements interbancaires SIC; voir 81^e rapport de gestion de la BNS, pages 8ss.

^P chiffre provisoire

des dépôts à vue est due avant tout à la transformation d'une partie de ces avoirs en dépôts à terme, à la suite de la forte hausse des rémunérations servies sur le marché monétaire. Comme les taux des dépôts à terme fixe sont devenus plus attractifs que ceux des dépôts d'épargne, des transferts accrus ont été opérés vers les dépôts à terme. Au deuxième trimestre, les dépôts à terme dépassaient de 54,6% le niveau observé un an auparavant, contre 33,1% au premier trimestre. La masse monétaire M_2 , qui comprend M_1 et les dépôts à terme, a progressé de 20,1% (premier trimestre: 13%). Par contre, les dépôts d'épargne ont diminué en moyenne

de 5,1% au deuxième trimestre (premier trimestre: augmentation de 1,5%), en raison des rémunérations plus favorables servies sur les autres placements à court et à long terme. Quant à la croissance de la masse monétaire M_3 , soit M_2 et les dépôts d'épargne, elle a passé de 6,6% au premier trimestre à 6,1% au second.

Marché monétaire

Comme au premier trimestre, les avoirs en comptes de virements que les banques détiennent à la Banque nationale ont reculé, au

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1985	0,1	7,3	4,8
1986	5,0	5,9	6,7
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,5	7,9	9,8
1988 1 ^{er} trim. ²	17,4	10,2	11,2
1988 2 ^e trim. ²	18,5	8,9	11,2
1988 3 ^e trim. ²	14,0	7,9	9,8
1988 4 ^e trim. ²	8,2	4,5	6,8
1989 1 ^{er} trim. ²	-2,9	13,0	6,6
1989 2 ^e trim. ²	-7,4	20,1	6,1
1988 décembre ²	3,8	3,9	5,7
1989 janvier ²	-1,0	9,7	6,5
1989 février ²	-4,4	12,7	6,4
1989 mars ²	-3,4	16,5	6,9
1989 avril ²	-7,3	16,2	5,7
1989 mai ²	-8,3	20,2	6,0
1989 juin ²	-6,5	23,8	6,6
1989 juillet ²	-7,4	22,3	5,4

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. Depuis 1986, y compris la Principauté de Liechtenstein

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)

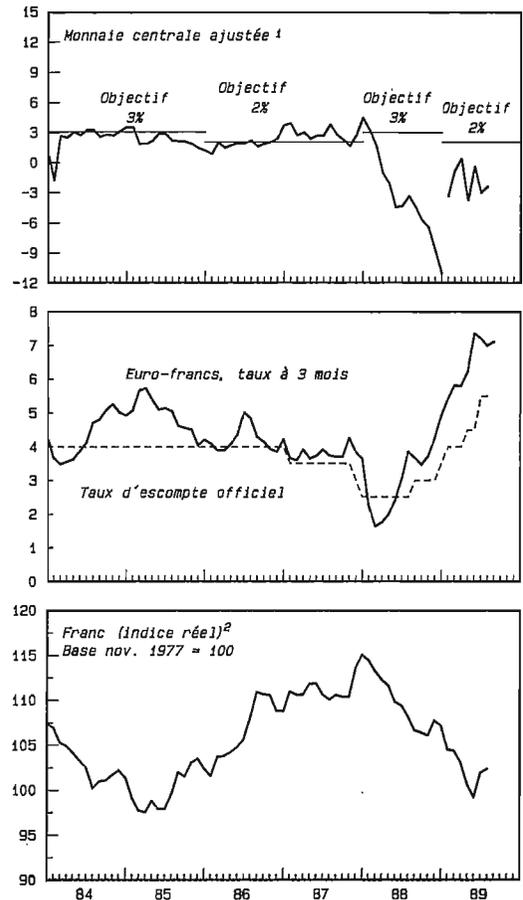
M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

deuxième trimestre, de 0,3 milliard de francs en moyenne par rapport aux trois mois précédents. En juillet et en août, ils ont encore baissé de 0,3 milliard de francs.

Les taux à court terme ont augmenté fortement, jusque vers la fin du mois de mai, pour dépasser temporairement 8%. En mai, le taux de l'argent au jour le jour a atteint en moyenne 7,09%, et celui des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs, 7,44%. Par la suite, les taux à court terme se sont repliés légèrement. Au deuxième trimestre, le taux de l'argent au jour le jour s'est inscrit en moyenne à 6,6% (premier trimestre: 5,1%), et la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a passé à 7% (5,7%).

Comme le taux des dépôts à trois mois a reculé un peu au deuxième trimestre sur le marché des euro-dollars, l'écart d'intérêt entre les place-

Graphique 14: Suisse



¹ Jusqu'en 1988: les taux de croissance de la monnaie centrale ajustée ont été calculés, en pour-cent, par rapport à l'année précédente

Objectif: moyenne des taux de croissance calculés chaque mois par rapport au mois correspondant de l'année précédente

Depuis 1989: la croissance de la monnaie centrale ajustée (dessaonalisée) est calculée en taux annualisés, par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est centrée sur novembre.

Objectif: moyenne des taux de croissance calculés chaque mois par rapport au niveau du quatrième trimestre de l'année précédente et annualisés

² Cours pondéré par les exportations

ments en dollars et en francs suisses s'est réduit de près d'un point et demi. Depuis le mois de mai, la rémunération des dépôts à trois mois sur

le marché des euro-francs est supérieure à celle des placements correspondants en marks.

Avec effet au 30 juin 1989, la Banque nationale a relevé de 4,5% à 5,5% le taux de l'escompte, en vue de réduire l'écart entre celui-ci et le niveau nettement plus élevé des rémunérations servies sur le marché monétaire. Depuis le 26 mai 1989, le taux des avances sur nantissement est fixé chaque jour un point au-dessus du niveau moyen des taux de l'argent au jour le jour observés les deux jours précédents sur le marché monétaire. Peu après son introduction, le taux lombard flottant a augmenté à 9,5%; il s'est ensuite replié pour s'établir à un niveau moyen d'à peine 8,25% en juin et en juillet.

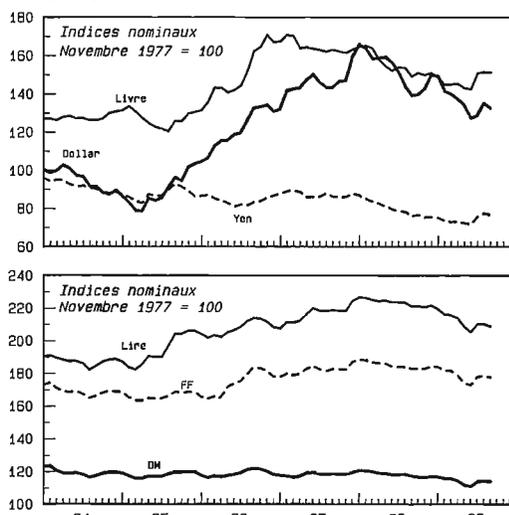
Les taux des dépôts à terme fixe que les grandes banques ont adaptés graduellement à l'évolution des rémunérations servies sur le marché des euro-francs atteignaient 7,25% à la fin du mois de mai; ils ont reculé par la suite pour s'inscrire à 6,5% en juin. Le taux moyen des dépôts à trois mois a passé de 5,2% au premier trimestre à 6,3% au deuxième. Le 20 juin, les grandes banques ont pour la dernière fois fixé ensemble, à 6,5%, la rémunération de tous les dépôts de trois à douze mois. Suivant une recommandation de la Commission fédérale des cartels, chacune fixe séparément, depuis le début du mois de juillet, les taux de leurs dépôts à terme fixe. A fin juillet, la rémunération des dépôts à trois mois était de 6,3% en moyenne.

Le rendement des créances comptables à trois mois émises en juin sur la Confédération a atteint le niveau record de 7,54%; pour l'émission de juillet, le rendement de ces papiers s'est inscrit à 6,75%.

Marché des changes

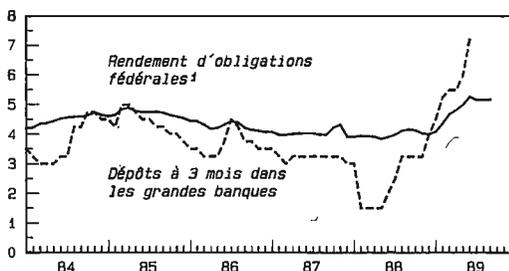
Les pressions à la baisse que le franc suisse a subies à partir de décembre 1988 se sont atténuées vers la fin du mois de mai. Entre les mois de mai et d'août, le franc s'est repris un peu. Il s'est raffermi de 5,9% face à la livre sterling et entre 2,2% et 3,7% vis-à-vis des monnaies du SME. Le marché des changes a ainsi réagi à

Graphique 15: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt



¹ 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

l'introduction, le 26 mai 1989, du taux lombard flottant par la Banque nationale.

Pendant les mois de mai à août, le dollar a atteint en moyenne fr. 1,68 (mai à août 1988: fr. 1,50), le yen japonais, fr. 1,19 pour 100 unités (fr. 1,15), et le mark allemand, 87 centimes (83 centimes). En l'espace d'une année, le franc a donc fléchi de 12,4% face au dollar, de 4,1% vis-à-vis du mark allemand et de 3,4% par rapport au yen japonais.

Entre les mois de mai et d'août, les banques centrales sont intervenues sur les marchés des changes dans une mesure un peu plus forte que durant les quatre mois précédents. Dans le cadre d'opérations concertées, la Banque nationale a cédé 150 millions de dollars, au total, au cours des mois de juin à août.

En termes réels également, donc après correction des variations des prix à la consommation, le cours du franc a reculé nettement en l'espace d'une année. En effet, il s'est déprécié de 17,9% par rapport au dollar, de 10,3% vis-à-vis de la lire italienne et de 5,3% face au mark allemand. Pondéré par le commerce extérieur, le franc a baissé au deuxième trimestre de 8,6%, en termes réels, par rapport à l'année précédente.

Marché des capitaux

Les rendements des obligations, qui avaient augmenté continuellement durant les cinq premiers mois de l'année, se sont repliés légèrement en juin, puis stabilisés en juillet. Calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, le rendement moyen des emprunts fédéraux a passé de 5,36% à 5,12% en juin pour atteindre 5,18% en juillet. La structure inverse des taux n'a pas subi de changements; toutefois, l'écart entre les taux s'est réduit un peu après l'échéance semestrielle. La hausse des taux des nouvelles obligations de caisse s'est interrompue vers le milieu de l'année. Au début du mois de juillet, les grandes banques offraient généralement 5,5% pour les durées allant de 2 à 5 ans et 5,25% pour celles de 6 à 8 ans.

Au début de mois de juillet, les banques cantonales ont relevé à 6,23%, en moyenne, les taux des nouvelles hypothèques. Ce niveau dépassait ainsi de 1,24 point celui du mois de janvier et de 0,78 point celui du mois d'avril. Le taux des anciennes hypothèques, qui s'inscrivait à 5% au début de l'année, atteignait 5,53% en juillet.

Au deuxième trimestre, les émissions d'actions et d'obligations ont totalisé 15,7 milliards de francs, contre 12,9 milliards au trimestre correspondant de 1988. Les débiteurs suisses y ont une nouvelle fois contribué pour plus d'un tiers.

Comme les remboursements se sont élevés à 2,2 milliards de francs, le montant net prélevé sur le marché des capitaux par des débiteurs suisses a atteint 3,7 milliards de francs, contre 2,7 milliards une année auparavant.

Exportations de capitaux

Les autorisations que la Banque nationale a délivrées au deuxième trimestre pour exporter des capitaux (emprunts et crédits) ont porté sur une somme de 12,5 milliards de francs. Elles étaient donc nettement supérieures à celles des deux trimestres précédents. Par rapport au deuxième trimestre de 1988, elles ont progressé de 4,4%. Les emprunts ont augmenté de près de 13%, alors que les crédits reculaient de 17%.

Les rémunérations à long terme, peu attrayantes par rapport aux taux à court terme, et les anticipations en matière de cours de change ont influé, au deuxième trimestre également, sur l'évolution du marché des émissions. C'est pourquoi d'importants transferts ont été enregistrés dans certains secteurs. Par rapport au deuxième trimestre de 1988, le montant des emprunts ordinaires («straight bonds») a baissé de 62%, après avoir déjà diminué de 73% au premier trimestre. En revanche, les émissions d'emprunts assortis de droits de conversion ou d'option, dont l'évolution dépend des tendances sur les marchés étrangers de papiers-valeurs, notamment de la Bourse de Tokyo, ont progressé de 120%, atteignant ainsi un volume record de 7,9 milliards de francs. De ce fait, leur part au montant total des emprunts étrangers a passé de 60% au premier trimestre à 80% au deuxième (1988: 35% en moyenne). Presque tous les emprunts de ce genre (98%) ont été émis par des débiteurs japonais.

La part du Japon au total des exportations de capitaux a passé de 42% au premier trimestre à 62% au deuxième (1988: 30%). Par contre, celle de l'Europe a reculé de 30% à 23% (46%), celle de l'Amérique du Nord, de 9% à 4% (11%) et celle des banques de développement, de 10% à 2% (3%).

Les fluctuations accrues des taux à court terme

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1985	36 969,1	7 748,5	1 940,0	46 657,6
1986	42 961,4	6 768,0	1 259,7	50 989,1
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1988 1 ^{er} trim.	13 538,7	2 905,5	143,2	16 587,4
1988 2 ^e trim.	8 691,0	3 027,5	280,8	11 999,3
1988 3 ^e trim.	10 802,1	2 370,0	179,2	13 351,3
1988 4 ^e trim.	6 997,4	1 614,2	338,2	8 949,8
1989 1 ^{er} trim.	7 291,0	1 775,7	137,0	9 203,7
1989 2 ^e trim.	9 767,2	2 655,9	89,0	12 512,1

¹ Y compris les emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies ainsi que les «notes»; nouvelle ventilation due à la révision des dispositions régissant les exportations de capitaux (voir bulletin trimestriel 2/1986, page 137)

ont rendu de nouveau plus intéressante les options sur taux d'intérêt dans le secteur libellé en francs. La société KLM Royal Dutch Airlines a émis un emprunt à 12 ans, assorti d'une option d'à peine une année permettant d'acquérir des titres à revenu fixe. En outre, la Société de Banque Suisse a émis des options sur intérêt d'une durée d'une année, qui se rapportent à un contrat synthétique avec le taux interbancaire à Londres (LIBOR). Cette opération échappe au droit de timbre, et la possibilité d'arbitrage entre le marché des options et le contrat de base, nécessaire à la formation du prix des options, est garantie. Des options sur des titres à revenu fixe en francs ont déjà été émises à de rares occasions dans le passé.

Bilans bancaires et crédits

Le total des bilans des 71 banques a augmenté de 7,3% de la fin du premier semestre de 1988 à la fin du mois de juin 1989. L'évolution du dollar a accéléré la progression; si le cours de la monnaie américaine était resté inchangé, l'augmentation aurait été de 5,5% seulement.

A l'actif, les placements financiers ont continué de reculer (-18,7%). Les disponibilités, le solde des opérations interbancaires ainsi que les effets de change et papiers monétaires s'établissaient à la fin du deuxième trimestre nettement au-dessous des niveaux observés une année auparavant. Seuls les titres ont enregistré une progression, puisque leur croissance a atteint

10,9%. Comme au premier trimestre, l'expansion des crédits (16,1%) a compensé le recul des placements financiers. Dans les crédits en Suisse, les débiteurs - comptes courants débiteurs, avances et prêts à terme fixe ainsi que prêts à des collectivités publiques - ont augmenté de 18%, et les placements hypothécaires, de 12,8%. En ce qui concerne les crédits de construction, le volume des limites dépassait, à fin mai, de 10,4% le chiffre donné un an auparavant; pour les montants utilisés, la progression était de 7,1%.

Au passif, une évolution identique à celle du premier trimestre a été observée. En raison de la hausse des rémunérations à court terme, le montant des créanciers à vue a reculé de 10,4% entre fin juin 1988 et fin juin 1989, alors que celui des créanciers à terme augmentait de 34%. Les dépôts à terme en francs suisses des résidents se sont accrus même de 62,3%, ce qui constitue une croissance record au stade l'actuel du cycle conjoncturel. En outre, le montant des livrets et carnets de dépôts a fléchi de 7,7%. Ce poste a diminué de 8,4 milliards de francs au cours du seul deuxième trimestre. Quant aux obligations de caisse et aux obligations, elles augmenté de 7,3% entre la fin de juin 1988 et la fin du mois correspondant de 1989.

Dans le domaine des opérations hors bilan, les affaires fiduciaires dépassaient, à la fin du deuxième trimestre, de 48,2% le niveau enregistré un an auparavant. Si le cours du dollar était resté inchangé, leur croissance aurait été de 41,4%.

Die Geldpolitik in einem kleinen Land – Bemerkungen aus schweizerischer Sicht

Referat von Markus Lusser, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank*

«Geldpolitik in einem kleinen Land»: So habe ich mein Referat überschrieben. Ich spreche als Vertreter der schweizerischen Notenbank in Österreich. Mein Blick richtet sich deshalb auf Österreich und auf die Schweiz. Es gibt allerdings einen weiteren Grund für diese Wahl. Österreich und die Schweiz sind geradezu Schulbuchfälle von kleinen Ländern – das eine mit fixen, das andere mit flexiblen Wechselkursen. Ihre Erfahrungen zu vergleichen, muss reizen.

Die Geldpolitik der Oesterreichischen Nationalbank konzentriert sich auf die Stabilisierung des Aussenwerts des Schillings. Diese Hartwährungspolitik verfolgte in einer ersten Phase einen stabilen Wechselkursindex zu Währungen wichtiger Handelspartner. Sie orientiert sich seit 1982 ausschliesslich an der D-Mark. Welches ist das Resultat dieser Politik? Der Schillingkurs der D-Mark ist seit nunmehr sieben Jahren praktisch unverändert.

Die Schweizerische Nationalbank ging einen andern Weg. Sie konzentriert sich, im Gegensatz zu ihrer österreichischen Schwester, auf die Kontrolle der Geldmenge. Die Bestimmung des Wechselkurses überlässt sie weitgehend den Marktkräften.

Das Thema meines Vortrags ist damit abgesteckt. Es richtet sich auf das Wechselkursregime. Ich will dabei nicht lediglich die Unterschiede in der Geldpolitik unserer beiden Länder herausarbeiten. Sie sind den meisten von Ihnen ohnehin vertraut. Ich möchte vielmehr auf zwei Fragen, die uns im Zusammenhang mit dem Wechselkursregime beschäftigen, eingehen.

- Ist der Aspekt der Konjunkturstabilisierung ein bedeutendes Kriterium bei der Wahl zwischen fixen und flexiblen Wechselkursen?
- Welches ist der Zusammenhang zwischen Wechselkursregime und Entwicklung der Inflation?

Der Zusammenhang zwischen Wechselkursregime und Inflation bewog uns in der Schweiz zur Wahl flexibler Wechselkurse. Er erklärt auch, weshalb wir an dieser Wahl festhalten. Ich spreche damit unsere Zurückhaltung gegenüber dem Europäischen Währungssystem (EWS) an. Unsere Einstellung zum EWS wird massgebend von der Frage nach den Grenzen der Inflationkontrolle bestimmt. Es gehört deshalb zum Thema, dass ich mich, im dritten Teil meiner Ausführungen, den möglichen Entwicklungstendenzen des EWS und deren Bedeutung für Länder wie Österreich und die Schweiz zuwende.

1. Wechselkursregime und Stabilisierung der Konjunktur

Viele Ökonomen vertraten in den sechziger Jahren die Ansicht, der Übergang zu flexiblen Wechselkursen werde die Konjunkturschwankungen, nicht zuletzt Konjunkturschwankungen in kleinen Ländern, vermindern. Welche Argumente standen hinter dieser verbreiteten Erwartung?

- Es wurde gesagt, dass ein kleines Land bei fixen Wechselkursen keine geldpolitische Autonomie besitze und das Instrument der Geldpolitik daher nicht zur Konjunkturstabilisierung einzusetzen vermöge.
- Und es wurde behauptet, dass flexible Wechselkurse die Störungen, die von aussen auf eine Wirtschaft einwirken, dämpfen und den Einfluss ausländischer Konjunkturschwankungen auf die Entwicklung der inländischen Wirtschaft abschwächen würden.

* Gehalten in Wien, am 30. Mai 1989 vor dem Forum CA, organisiert durch Creditanstalt-Bankverein

Sind diese Argumente im Lichte der Erfahrungen, die wir während der letzten 16 Jahre mit flexiblen Wechselkursen sammelten, noch entscheidend? Oder anders gefragt: Rechtfertigen sie allein, an flexiblen Wechselkursen festzuhalten?

Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen eröffnete uns grundsätzlich die Möglichkeit, die Geldpolitik zum Zwecke einer Stabilisierung der Konjunktur einzusetzen. Wir mussten jedoch beim Versuch, eine solche Politik aktiv zu verfolgen, drei Dinge lernen:

- Die Wirkungen der Geldpolitik auf die Konjunktur sind vorübergehender Natur.
- Sie sind in ihrer zeitlichen Verzögerung ungewiss.
- Und sie werden um so unbedeutender, je regelmässiger die geldpolitischen Eingriffe erfolgen.

Diese drei Erfahrungen dämpften die Hoffnung, eine aktivere Geldpolitik vermöge unter flexiblen Wechselkursen einen bedeutenden Beitrag zur Verstetigung der Entwicklung der Wirtschaft zu leisten. Als Reaktion setzte sich eine zunehmend weniger ambitiöse Einstellung durch. Ich erblicke heute einen wesentlichen konjunkturpolitischen Vorteil flexibler Wechselkurse darin, dass wir durch ein stetiges Geldmengenwachstum das Ausmass der monetär verursachten Konjunkturschwankungen reduzieren können. Unser Geldmengenwachstum, das sich am langfristigen realen Wachstumspotential der Schweiz orientiert, hat zudem den Effekt eines automatischen Stabilisators. Schwächt sich beispielsweise das schweizerische Wirtschaftswachstum infolge rückläufiger ausländischer Nachfrage ab, so sinkt damit auch die Geldnachfrage. Das Festhalten an unserem längerfristig orientierten geldpolitischen Kurs bedeutet in diesem Falle, dass unsere Geldpolitik leicht expansiv und damit konjunkturstimulierend wirkt. Der sinkenden Geldnachfrage steht nämlich ein unvermindertes Geldangebot gegenüber.

Die Stabilisierungswirkung der flexiblen Wechselkurse gegenüber Störungen aus dem Ausland erwies sich ebenfalls als schwächer, als optimistische Befürworter dieses Regimes erwartet

hatten. Ausländische Konjunktur- und Zinsschwankungen machten der schweizerischen Wirtschaft trotz flexibler Wechselkurse immer wieder zu schaffen. Das gleiche lässt sich bezüglich der beiden Ölpreisschocks sagen. Es ist immerhin denkbar, dass die schweizerische Wirtschaft diese Schocks besser, als sie es unter einem Regime fixer Wechselkurse getan hätte, verkraftete. Ich neige beim heutigen Stand des Wissens jedoch zur Auffassung, dass die Wahl des Wechselkursregimes, oder das Festhalten an einem bestimmten Wechselkursregime, mit Argumenten der Konjunkturstabilisierung allein nicht ausreichend begründet werden kann.

2. Wechselkursregime und Entwicklung der Inflation

Ich wende mich damit der Bedeutung, die das Wechselkursregime für die Entwicklung der Inflation hat, zu. Zur Einleitung meiner Ausführungen will ich versuchen, in einfachen Zügen darzulegen, wie die beiden polaren Wechselkursregimes – wie fixe und wie flexible Wechselkurse – funktionieren.

a) Fixe Wechselkurse versus flexible Wechselkurse – das Funktionieren von zwei polaren Systemen

Wir können uns das Funktionieren des Regimes fester Wechselkurse am einfachsten vorstellen, wenn wir von einem kleinen Land, das seine Währung an diejenige eines grossen Landes bindet, ausgehen. Das bedeutet, dass sich keine Rückwirkungen vom kleinen auf das grosse Land ergeben.

Das Beispiel, das ich im folgenden zur Veranschaulichung fixer Wechselkurse verwende, geht von dieser Annahme aus. Österreich stellt dabei das kleine Land dar. Deutschland steht als grosses Land stellvertretend für den Rest der Welt.

Die Notenbank des kleinen Landes, das seinen Wechselkurs fixieren will, muss bereit sein, so viel Inlandwährung, wie das Publikum wünscht,

zum vorgesehenen Wechselkurs zu kaufen oder zu verkaufen. Das inländische Preisniveau ist damit, jedenfalls wenn die Wechselkursfixierung gelingt, direkt mit dem ausländischen Preisniveau verkoppelt. Diese Verknüpfung ergibt sich durch die Arbitrage. Die Arbitrage sorgt – um beim österreichischen Beispiel zu bleiben – dafür, dass die Schillingpreise international gehandelter Güter nicht über längere Zeit von den in Schilling umgerechneten D-Mark-Preisen abweichen. Lassen Sie mich dies am Handelsgut Kaffee verdeutlichen. Wenn der Schillingpreis von Kaffee signifikant tiefer ist als dessen in Schilling umgerechneter D-Mark-Preis, so wird es rentabel, Kaffee in Österreich zu kaufen, um ihn in Deutschland zu verkaufen. Nun sind die Preise in einem grossen Land mehr oder weniger unabhängig von jenen in einem kleinen Lande. Die beschriebene Arbitrage führt daher zu einem Anstieg des österreichischen auf das Niveau des deutschen Kaffeepreises. Steigen in Deutschland die Preise vieler Güter – nicht nur der Kaffeepreis –, so steigt damit das deutsche und so auch das österreichische Preisniveau.

Die Inflation ist letztlich auch bei fixen Wechselkursen auf ein übermässiges Geldmengenwachstum zurückzuführen. Es ist jedoch nicht das Geldmengenwachstum im kleinen Lande, das dort die Inflation entfacht. Es ist vielmehr die Geldexpansion in den grossen Ländern, die dort die Preise in die Höhe treibt. Die Geldmenge eines kleinen Landes verändert sich bei fixen Wechselkursen im Gleichschritt mit jener der grossen Länder. Die Notenbank eines kleinen Landes hat, wenn in- und ausländische Vermögenstitel vollkommene Substitute sind und keine Beschränkungen den internationalen Kapitalverkehr hindern, keinen Einfluss auf die Entwicklung der Geldmenge.

Worin unterscheidet sich nun ein Regime flexibler Wechselkurse von dem geschilderten Fixkursssystem? Ich werde mich bei der Schilderung jener geldpolitischen Strategie, die das Niveau des Wechselkurses nicht durch die Notenbank, sondern vom Markte bestimmen lässt, auf das schweizerische Beispiel beschränken. Dabei will ich versuchen, den Zusammenhang zwischen der Politik der Schweizerischen Nationalbank und der Entwicklung der Inflation zu analysieren.

Die schweizerische Geldpolitik ist vom Konzept der stabilen Geldnachfrage und der daraus abgeleiteten Idee der Geldmengenkontrolle geprägt. Wir gehen davon aus, dass die nachgefragte reale, das heisst die in Franken konstanter Kaufkraft ausgedrückte, Geldmenge sich langfristig parallel zum realen Volkseinkommen entwickelt. Die Notenbank kann – sind diese Bedingungen gegeben – durch die Kontrolle des Wachstums der nominellen Geldmenge den langfristigen Pfad des Preisniveaus bestimmen.

Wie können wir uns diesen Zusammenhang zwischen nomineller Geldmenge und Preisniveau intuitiv vorstellen? Wir haben uns zu vergegenwärtigen, dass das Publikum zu einem bestimmten Zeitpunkt einen Teil seiner Mittel in Form von Geld halten will. Die Individuen versuchen dabei, bei gegebenem Vermögen nur einen Teil ihrer Mittel im Anlagemedium Geld zu halten. Diese Anlage bringt nämlich kein Zinseinkommen, sie wird gehalten, weil sie die Abwicklung von Transaktionen erleichtert. Der gewünschte Geldbestand ist um so höher, je höher das Volkseinkommen ist, da bei höherem Volkseinkommen mehr Transaktionen abzuwickeln sind. Zudem ist es für die Individuen ausschlaggebend, wieviel Güter sie mit ihrem Kassabestand kaufen können. Wir können daher davon ausgehen, dass die Individuen die ihnen zur Verfügung stehende Kasse in Einheiten Kaufkraft messen. Oder anders gesagt: Für das Publikum ist die Höhe der deflationierten Kasse ausschlaggebend.

Was passiert nun, wenn die Notenbank die nominelle Geldmenge beispielsweise um zehn Prozent erhöht? Das Publikum wird sich mit Kasse übergeliefert finden. Die reale Geldmenge wird relativ zu den Opportunitätskosten der Geldhaltung, den entgangenen Zinseinkünften, um zehn Prozent zu hoch sein. Wie wird diese Situation bereinigt? Das Publikum wird durch sein Ausgabeverhalten die Güterpreise sukzessive in die Höhe treiben. Die Menge an Gütern in der Volkswirtschaft ist nämlich durch die vorhandene Produktionskapazität gegeben. Das heisst in unserem Falle, dass dem gleichen Angebot an Gütern eine erhöhte Nachfrage gegenübersteht. Mit anderen Worten: Die Verbraucher bieten mit mehr Geld um eine unveränderte Menge Güter. Dieser Güter-Nachfrageüberhang wird gleich gross wie

der Geld-Angebotsüberhang sein. Das Gleichgewicht auf Güter- und Geldmarkt ist erst wieder hergestellt, wenn das Preisniveau um zehn Prozent angestiegen ist. Was bedeutet diese etwas theoretisch anmutende Erklärung? Sie bedeutet im Klartext: Ein inflationärer Druck entsteht, wenn das Geldangebot stärker als die Geldnachfrage steigt. Und hier liegt der Ansatzpunkt unserer schweizerischen Geldpolitik: Schätzen wir die Entwicklung der Geldnachfrage über die Zeit richtig ein, so können wir unser Inflationsziel – und dieses Ziel heisst Preisstabilität – durch eine entsprechend dosierte Ausdehnung der nominalen Geldmenge erreichen.

Eine Notenbank, die wie die Schweizerische Nationalbank eine solche Politik verfolgt, vermag nicht gleichzeitig den Wechselkurs zu anderen Ländern zu fixieren. Sie hat, falls ihre Politik zu einer tieferen Inflationsrate als anderswo führt, damit zu rechnen, dass sich ihre Währung gegenüber ausländischen Währungen aufwertet.

b) Die Wahl zwischen fixen und flexiblen Wechselkursen

Welches der beiden Wechselkursregimes – fixe oder flexible Wechselkurse – eignet sich nun aber in der Praxis dazu, die Inflation auf einem tiefen Stand zu halten? Wenden wir uns zur Beantwortung dieser Frage der österreichischen und der schweizerischen Erfahrung zu. Sie zeigt, dass sich offensichtlich beide Systeme eignen. Die österreichische Teuerung betrug in den achtziger Jahren durchschnittlich 4,0% pro Jahr. Die schweizerische Teuerung lag über die gleiche Periode durchschnittlich bei 3,3%. Wie erklärt sich der Erfolg Österreichs? Die österreichische Geldpolitik baut darauf, dass mit der D-Mark die Währung eines Landes, das in besonderem Masse einer nicht-inflationären Geldpolitik verpflichtet ist, stabilisiert wird. Und was steht hinter dem Erfolg der Schweiz? Die schweizerische Geldpolitik beruht darauf, dass das Wachstum der Geldmenge dosiert wird. Und wir haben es offenbar im Schnitt recht gut verstanden, das Geldangebot den Bedürfnissen unserer wachsenden Wirtschaft anzupassen.

Österreich fiel es politisch wahrscheinlich einfa-

cher, ein System der D-Mark-Fixierung zu verfolgen. Tiefe Inflation und niedrige Wachstumsraten der Geldmenge erschienen gewissermassen als Nebenprodukte einer Politik, die sich angesichts der engen wirtschaftlichen Beziehungen zwischen Österreich und Deutschland als für die Konkurrenzfähigkeit der inländischen Wirtschaft vorteilhaft begründen liess. Die Schweizer wiederum machten es ihrer Nationalbank relativ einfach. Sie akzeptierten rasch, dass tiefe Inflationsraten durch ein niedriges Geldmengenwachstum erreichbar sind.

Was veranlasste die Schweizerische Nationalbank, der Politik der Geldmengenkontrolle den Vorzug zu geben? Zwei Gründe waren für uns ausschlaggebend:

- Der erste Grund liegt in den historischen Erfahrungen, die wir, vor allen in den sechziger Jahren, mit einem Fixkurssystem machten.
- Der zweite Grund fliesst aus unserer Einschätzung der künftigen Entwicklung im Ausland.

Lassen Sie mich diese beiden Überlegungen vertiefen. Die Entwicklung der sechziger Jahre bot uns eine eindrückliche Bestätigung der ökonomischen Gesetzmässigkeit, die will, dass die Preisniveaus der Länder, die sich an einem Regime fixer Wechselkurse beteiligen, miteinander verknüpft werden. Die USA gingen Mitte der sechziger Jahre zu einer expansiven Geldpolitik über. Dies löste einen Anstieg der amerikanischen Inflation aus. Es führte gleichzeitig aber auch in Ländern, die – wie die Schweiz – über das System von Bretton Woods mit den USA verbunden waren, zu steigender Inflation. Als offenbar wurde, dass das Federal-Reserve-System mehr Dollars in Umlauf gesetzt hatte, als aufgrund der amerikanischen Goldreserven und der Dollarparität von 35 \$ pro Unze Gold zulässig war, brach das Fixparitätensystem von Bretton Wood zusammen. Die amerikanische Regierung hob das Recht ausländischer Notenbanken, beim Federal-Reserve-System Dollars in Gold umzutauschen, im Jahre 1971 auf.

Die Schweizerische Nationalbank fixierte zwar noch anderthalb Jahre lang einen neuen, tieferen Kurs des Frankens zum Dollar. Wir machten aber rasch die Erfahrung, dass es unmöglich ist,

gleichzeitig das Geldmengenwachstum zu bremsen und den Dollarkurs zu fixieren. Diese Politik führt zu Aufwertungsspekulationen. Eine Notenbank muss solchen Spekulationen früher oder später nachgeben, wenn sie dem Geldmengenwachstum nicht freien Lauf lassen will. In den Jahren 1972/1973 wurde klar, dass die amerikanische Geldpolitik keine baldige Wende an der Inflationsfront vollziehen würde. In der Schweiz bestand dagegen ein breiter politischer Konsens für eine Politik der Inflationsbekämpfung.

Eine ähnliche Entwicklung wie in der Schweiz bildete sich auch in der Bundesrepublik Deutschland heraus. Die Fixierung des Frankenkurses der D-Mark wäre deshalb eine denkbare Alternative gewesen. Die Schweizerische Nationalbank wollte jedoch volle Autonomie gewinnen. Sie kehrte dem System fixer Wechselkurse definitiv den Rücken. Die Frage, ob Zweifel an der Durchsetzung der Antiinflationpolitik in der Bundesrepublik diesen Entscheid mitbestimmten, hat nur noch historische Bedeutung. Es lohnt sich nicht, ihr nachzugehen. Rückblickend lässt sich dagegen feststellen, dass die deutsche Geldpolitik in der Inflationskontrolle erfolgreich – weit erfolgreicher, als viele erwartet hatten – war. Die Deutsche Bundesbank widerstand Druckversuchen aus dem In- und Ausland. Sie liess sich weder durch hohe Arbeitslosenzahlen in der Bundesrepublik noch durch Zwänge, die aus dem EWS rührten, von ihrem Ziel, die Inflationsrate tief zu halten, abbringen.

Müsste die Fixierung der D-Mark mit diesen positiven, in langen Jahren bestätigten Erfahrungen nicht auch für die Schweiz zu einer bedenkenswerten politischen Option werden? Setzen wir den wahrscheinlichen Fall, dass die Deutsche Bundesbank ihre Stabilisierungspolitik auch in Zukunft mit Erfolg weiterführt! Welche Überlegungen sprechen dann noch für ein Festhalten der Schweizerischen Nationalbank an flexiblen Wechselkursen? Ich sehe vor allem zwei Gründe:

- Das Inflationsziel der Schweizerischen Nationalbank strebt gegen null Prozent. Die Bundesrepublik Deutschland verzeichnet seit Bestehen des EWS durchschnittlich drei Prozent Inflation. Es ist denkbar, dass diese drei Pro-

zent die Untergrenze dessen, was in der Reduktion der Inflation «europäisch» machbar ist, darstellen. Die Schweizerische Nationalbank kann – sollte diese Annahme zutreffen – ihr Inflationsziel nur mit einer autonomen Geldpolitik und mit flexiblen Wechselkursen erreichen.

- Eine Fixierung des D-Mark-Kurses könnte der Schweiz die gewünschte Inflationsrate zudem auch dann nicht garantieren, wenn die deutsche Inflationsrate gegen null Prozent gesenkt würde. Ein fixer Wechselkurs verknüpft nur die Preisentwicklung der international gehandelten Güter direkt. Die Preise schweizerischer Güter, die nicht international gehandelt werden – Mietzinsen für Wohnungen sind ein Beispiel –, können sich von jenen der entsprechenden deutschen Güter entfernen. Das schweizerische und das deutsche Preisniveau werden sich in der Folge auseinanderbewegen. Das heisst, die Schwankungen der relativen Preise der Güter zweier Länder führen bei fixen Wechselkursen zu Abweichungen der beiden Inflationsraten. Eine Notenbank kann mit einer autonomen Geldmengenpolitik und mit flexiblen Wechselkursen solche Abweichungen dagegen verhindern. Die Veränderung der relativen Preise zwischen in- und ausländischen Gütern vollzieht sich unter diesem Regime über Anpassungen der Wechselkurse.

3. Ist ein Währungsverbund eine attraktive Alternative? – Einige Überlegungen zum Europäischen Währungssystem (EWS)

Es gibt neben den bisher diskutierten, polaren Regimes fixer oder flexibler Wechselkurse währungspolitische Strategien, die Merkmale beider Regimes aufweisen. Das Europäische Währungssystem (EWS) ist die für unsere Länder wohl wichtigste dieser Alternativen. Das EWS, das seine Tätigkeit 1979 aufnahm, umfasst die meisten Mitglieder der Europäischen Gemeinschaft (EG). Diese breite Mitgliedschaft – sie erstreckt sich allerdings nicht für alle Beteiligte auf das System der Stabilisierung der Wechselkurse – deutet auf das politische Ziel des EWS hin. Das EWS ist das Fundament für einen späteren Ausbau der EG zu einer europäischen

Wirtschafts- und Währungsunion. Hinter dieser Union zeichnet sich die politische Vision eines europäischen Zentralbanksystems und einer einheitlichen EG-Währung ab.

Das Währungskonzept des EWS kennt für jedes Land ein Band, innerhalb dessen der Wechselkurs gehalten werden muss. Die Wechselkurswerte sind in Einheiten, ECUs, der europäischen Währungseinheit, definiert. Die Notenbank eines Landes, dessen Währung stark vom Mittelwert des Wechselkursbandes abweicht, muss gemäss den Spielregeln des EWS intervenieren, um die Währungsrelationen auf den vereinbarten Niveaus zu stabilisieren. Die wichtigste Massnahme, die die Notenbanken zur Verteidigung der vereinbarten Währungsrelationen ergreifen können, ist die Änderung des in ihren Ländern bestehenden Zinsniveaus. Eine solche Zinsveränderung entscheidet über die Attraktivität, die eine Währung auf die Anleger ausübt. Die Notenbank beeinflusst damit die relative Knappheit ihrer eigenen im Vergleich zu anderen Währungen. Mit Zinsveränderungen gehen typischerweise auch Veränderungen der Geldmengen einher.

Ich will dies an einem Beispiel verdeutlichen. Wertet sich die D-Mark gegenüber anderen Währungen auf, so lässt dies auf eine Verknappung schliessen. Die Deutsche Bundesbank kann auf diese Verknappung reagieren, indem sie dem Markt Geld zu tieferen Zinssätzen anbietet. Was hat dies zur Folge? Der Bedarf an deutschen Währungseinheiten ist wieder reichlicher gedeckt. Die Verzinsung von D-Mark-Anlagen sinkt. Diese beiden Faktoren werden dazu führen, dass der ECU-Preis der D-Mark sinkt.

Was vermögen die EWS-Länder zu tun, um die Wechselkurse innerhalb des EWS-Systems möglichst stabil zu halten? Sie müssen ihre Geldpolitik und ihre Fiskalpolitik dem Ziel der Stabilisierung der Wechselkurse zu einem grossen Teil unterordnen. Das bedeutet konkret, dass alle am System beteiligten Länder eine Politik, die zu ungefähr gleichen Inflationsraten führt, zu verfolgen haben. Die Wachstumsraten der Geldmengen der einzelnen EWS-Länder dürften – um es auf eine einfache Faustregel zu bringen – nur in dem Masse, in dem sich die

Wachstumsraten der realen Volkseinkommen unterscheiden, voneinander abweichen.

Diese Faustregel ist leichter zu formulieren als zu befolgen. Es ist vor allem die Fiskalpolitik, die Probleme schafft. Ländern, die grosse Budgetdefizite aufweisen und nicht über genügend hohe Steuereinnahmen verfügen, stehen nur zwei Finanzierungsmöglichkeiten offen. Sie verschulden sich entweder beim privaten Publikum durch die Ausgabe von Staatsanleihen, oder sie veranlassen ihre Notenbank, die nötigen Mittel in Form neu geschaffenen Geldes zur Verfügung zu stellen. Ein Land, das den zweiten Weg wählt, wird es schwierig oder gar unmöglich finden, sein Geldmengenwachstum den Erfordernissen der Stabilisierung des Wechselkurses anzupassen.

Die geldpolitischen Imponderabilien drohen den Weg zur Stabilisierung der Wechselkurse aber ebenso sehr wie die Fiskalpolitik zu erschweren. Zwei Hindernisse treten im EWS besonders häufig auf:

- Unterschiedliche Vorstellungen in bezug auf die Inflationsrate, die die einzelnen EWS-Länder als tolerierbar erachten, bilden das erste Hindernis. Der Konflikt im EWS ist immanent, wenn die Bundesrepublik Stabilität des Preisniveaus anstrebt und andere EWS-Länder ein davon abweichendes Inflationsziel verfolgen. Die Gefahr einer solchen Abweichung lässt sich nicht vernachlässigen. Einige EWS-Länder befürchten höhere Arbeitslosenzahlen, falls sie ihre Inflationsraten weiter senken. Die deutsche Arbeitslosenrate, die seit langem auf hohem Niveau verharrt, ist nicht geeignet, solche Befürchtungen zu zerstreuen. Es wäre daher zu begrüssen, wenn die Bundesrepublik ihren Arbeitsmarkt liberalisieren und die Wachstumsdynamik durch Deregulierungen entfesseln würde. Gelänge es ihr damit, die Arbeitslosigkeit in Deutschland zu verringern, so vermöchte sie die Zweifler unter ihren EWS-Partnern am nachhaltigsten davon zu überzeugen, dass eine Senkung der Inflation die Arbeitnehmer nicht benachteiligt.
- Die Vielzahl von unterschiedlichen monetären Kontrollmechanismen in den EWS-Ländern bildet das zweite geldpolitische Hindernis. Die geldpolitische Behörde eines Landes, die

schwergewichtig eine Politik der Zinsstabilisierung betreibt und auf die Entwicklung der Geldmenge wenig Rücksicht nimmt, tut sich erfahrungsgemäss schwer, wenn sie eine bestimmte Inflationsrate erreichen oder stabilisieren soll. Dies vermag in einem Währungsverbund wie dem EWS beträchtliche Konflikte zu stiften. Diese Konflikte sind um so gewichtiger, je grösser die Länder, die der Stabilisierung der Zinsen den Vorrang vor der laufenden Kontrolle der Geldmenge geben, sind. Eine Politik, die auf die Stabilisierung der nationalen Zinssätze auf gleichem Niveau zielt, verspricht zwar Erfolg, wenn die Stabilisierung der Wechselkurse das einzige Ziel des EWS darstellte. Das Preisniveau im Währungsverbund hätte dann aber, das ist das Problem jeder Zinsstabilisierung, keinen monetären Anker mehr. Was würde dies bedeuten? Es würde heissen, dass die Inflationsrate, mit der die Wirtschaft im EWS zu leben hätte, weder steuer- noch voraussehbar wäre.

Die geschilderten Probleme setzen dem Erfolg des EWS Grenzen. Das EWS hat zwar – dies ist unbestritten – die Variabilität der Wechselkurse der Währungen der am System beteiligten Länder vermindert. Anpassungen der Paritäten blieben aber zumindest bis 1987 recht häufig. Die Paritätsanpassungen sind das Resultat unterschiedlicher wirtschaftspolitischer Interessen. Diese Divergenzen finden in den unterschiedlichen Inflationsraten – dem für die Entwicklung der Wechselkurse zentralen Punkt – ihren Ausdruck. Die normalen Wechselkursschwankungen, die Schwankungen zwischen den Interventionspunkten, sind ebenfalls nicht ohne Bedeutung. Das EWS vermochte wegen der Paritätsänderungen und der nach wie vor bestehenden Schwankungen den wesentlichen Vorteil fixer Wechselkurse, den Wegfall der Kosten der Kursicherung, nicht voll zu realisieren. Die Exporteure erhalten nur bei fixen Wechselkursen die Garantie, dass die Höhe ihrer ausländischen Erlöse vom Zeitpunkt, zu dem sie anfallen, unabhängig bleibt.

Wenden wir uns nun der Frage nach der Bedeutung, die das EWS auf Länder wie Österreich oder die Schweiz hat, zu. Wie könnte sich das Verhältnis unserer beiden Länder zum EWS ent-

wickeln? Österreich und die Schweiz sind nicht Mitglieder des EWS. Dies erklärt sich zunächst rein historisch. Beide gehören auch nicht der EG an. Diese Feststellung weist auf eine Grundsatzfrage hin. Wird das EWS auch in Zukunft mit der EG deckungsgleich bleiben? Die Antwort ist ungewiss. Eines lässt sich aber absehen. Für Österreich, das die EG-Mitgliedschaft anstrebt, liegt ein Beitritt zum EWS näher als für die Schweiz. Und er wird auch einfacher zu realisieren sein. Die Frage nach den künftigen Entwicklungen des EWS bleibt sich dagegen für beide Länder gleich. Wie wird sie die grundsätzlichen währungspolitischen Entscheide in Österreich und in der Schweiz beeinflussen? Der Versuch, diese Frage zu beantworten, zwingt mich, zwei mögliche Szenarien zu bedenken:

- Das erste, eher pessimistische Szenario geht von der Vorstellung aus, dass der gegenwärtig im EWS bestehende Konsens, der Stabilisierung des Preisniveaus Priorität einzuräumen, zerbricht. Was wären die Auswirkungen des damit verbundenen, erneuten Auseinanderdriftens der nationalen Wirtschaftspolitiken? Die Paritätsänderungen im EWS würden sich wieder häufen. Die Bandbreiten für die Wechselkurse müssten möglicherweise ausgeweitet werden. Ein Neumitglied könnte seine Politik zwar auf jene Länder – oder auf jenes Land –, die ähnliche wirtschaftspolitische Präferenzen haben, ausrichten. Österreich würde wahrscheinlich – sollte es unter diesem pessimistischen Szenario zum Beschluss gelangen, in das EWS einzutreten – den Wechselkurs weiterhin zur D-Mark stabilisieren. Mögliche Nachteile könnten sich dadurch ergeben, dass die Oesterreichische Nationalbank auch für den Fall, dass andere Währungen sich relativ zur D-Mark auf- oder abwerteten, zu Interventionen verpflichtet wäre.
- Die Schweiz vermöchte sich unter diesem ersten Szenario kaum zu einem Mitmachen beim EWS zu entscheiden. Die deutsche Geldpolitik wäre – sollten die Inflationsraten im Verbund der EWS-Länder allgemein steigen – sicher nicht in der Lage, eine konsequentere Stabilitätspolitik als bisher zu verfolgen. Eine Fixierung der D-Mark, zu der wir uns aus den dargelegten Gründen schon unter den gegen-

wärtigen Verhältnissen nicht entscheiden konnten, wäre in diesem Falle erst recht kein Gewinn.

- Das eher optimistische, zweite Szenario orientiert sich an der Vision jener europäischen Politiker, die davon ausgehen, dass sich die wirtschaftspolitischen Vorstellungen der EWS-Länder zunehmend annähern. Diese bessere Abstimmung der Wirtschaftspolitiken soll in einem ersten Schritt dazu führen, dass die Inflationsraten der EWS-Länder gegen null Prozent absinken. Diese Hoffnung ist eine Vision, aber doch keine Utopie. Sie wird vom Verlauf, den die Inflation in den EWS-Ländern über die letzten Jahre nahm, gestützt. Die Häufigkeit der Paritätsänderungen nahm als Folge dieses Prozesses ab. Diese Entwicklung könnte mit der Zeit den Eindruck, die Vorteile der Integration überwiegen deren Nachteile, festigen und einen weiteren Schritt auslösen: den Übergang zu einer einheitlichen EG-Währung. Die Versorgung der EG-Wirtschaft mit einer solchen Währung müsste von einer europäischen Notenbank geregelt werden. Sie könnte ähnlich wie das amerikanische Federal-Reserve-System organisiert sein.

Die Verwirklichung der Vision der «Vereinigten Staaten von Europa» mit einer gemeinsamen europäischen Währung hätte auch für jene europäischen Länder, die der EG nicht angehören, weitreichende Folgen. Ein solch grosser Wirtschaftsraum mit einheitlicher Währung und mit Kaufkraftstabilität würde vor allem auf die umliegenden Länder einen Anreiz, ihre Währungen fest an die europäische Währung zu knüpfen, ausüben. Dieses optimistische währungspolitische Konzept wäre – sollte es Wirklichkeit werden – nicht allein für Österreich eine Verlockung. Es könnte auch die Schweiz veranlassen, ihr Verhältnis zur EG und zum EWS neu zu überdenken.

Dürfen wir uns schon heute darauf verlassen, dass das EWS sich in diese Richtung entwickeln wird? Ich bezweifle es. Aber selbst wenn die Integration in näherer Zukunft zu einer einheitlichen EG-Währung und zu einer europäischen Notenbank führen sollte, hätte ein solches System noch für einige Zeit mit Problemen zu kämpfen. Das amerikanische Fe-

deral-Reserve-System, in dem viele ein Vorbild für die künftige europäische Notenbank sehen, bietet dafür guten Anschauungsunterricht. Die Geschichte der amerikanischen Notenbank ist reich an Episoden, in denen Koalitionen, die der Zinsstabilisierung den Vorrang über die Stabilität des Preisniveaus einräumten, obenausschwangen.

4. Fazit

Die Fixierung der Wechselkurse ist unter dem Eindruck der Entwicklung der achtziger Jahre wieder zu einer auf Interesse stossenden geldpolitischen Option geworden. Die tiefen Inflationsraten in der Bundesrepublik Deutschland haben eine währungspolitische Strategie der D-Mark-Fixierung auch für europäische Staaten, die der EG nicht angehören, attraktiv gemacht.

Österreich ist mit dieser Politik gut gefahren. Die Schweiz ist einem anderen Weg gefolgt. Und sie wird ihren Weg weitergehen. Die Stabilität des Preisniveaus ist für die Schweiz ein Gut von höchster Bedeutung. Wir können und wollen unsere Inflationsrate deshalb nicht vom Ausland bestimmen lassen. Die Geschichte hat uns nachhaltig gelehrt, dass wir unter fixen Wechselkursen keinen Einfluss auf das Inflationsgeschehen haben. Wir werden die Entwicklung der Europäischen Gemeinschaft in Richtung eines gemeinsamen Währungsraums aber aufmerksam verfolgen. Sollte diese Entwicklung über die Jahre durch anhaltenden Erfolg in der Stabilisierung der Kaufkraft gekrönt sein, so würde die Idee der Wechselkursfixierung wahrscheinlich auch in der Schweiz auf breiteres Interesse stossen.

In der Zwischenzeit halten wir uns an die alte Kriegerweisheit, dass die Ertüchtigung an den Waffen gerade in Friedenszeiten notwendig ist. Es mag in Zeiten allgemein tiefer Inflationsraten als mühsam erscheinen, sich mit der Geldnachfrage oder mit der Technik der Geldmengenkontrolle herumzuschlagen. Wir tun es, weil wir nicht überzeugt sind, dass die letzte Schlacht gegen die Inflation bereits geschlagen ist.

La place financière suisse: son inéluctable vocation mondiale

Jean Zwahlen, Membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse*

1. Introduction

La décennie qui s'achève a été marquée par de profondes mutations dans de nombreuses branches de l'économie et par l'apparition de nouveaux étalons de mesure. Le secteur financier a été particulièrement touché par le souffle, tempétueux par moments, de ces évolutions.

Aujourd'hui, je me bornerai à brosser un tableau du secteur bancaire et, plus spécialement, de la place financière suisse. Après un survol historique qui me permettra de rappeler des faits lointains mais aussi d'autres, plus proches de nous, je m'attacherai à décrire le cadre et les perspectives de notre place financière pour les années nonante en ayant à l'esprit sa dimension internationale.

2. Aperçu historique

La place financière suisse est assez récente. A Genève, la plus ancienne place financière ou, plus précisément bancaire, de notre pays, les premiers banquiers privés ont eu pignon sur rue vers 1700. A Bâle, les premiers agents de change sont apparus au début du Moyen-Age. Il a fallu toutefois attendre le 19^e siècle pour que ces «banquiers» abandonnent le commerce des marchandises pour se spécialiser dans les opérations bancaires. La place financière de Zurich a connu des débuts encore plus modestes.

Dès leur origine, nos places bancaires ont acquis une dimension internationale. Ainsi, au début du 18^e siècle, Genève était, avec Amsterdam, le principal bailleur de fonds de la France pendant la guerre de succession d'Espagne. Au cours des siècles suivants, les exportations de capitaux ont constitué le principal pilier de l'activité

des banquiers suisses. La puissance financière de la Suisse provenait avant tout du fait que l'Etat et le secteur privé dégageaient presque continuellement des excédents d'épargne.

Si les exportations de capitaux reposent sur une tradition plusieurs fois séculaire, les affaires passives avec l'étranger ne se sont vraiment développées qu'au cours de ce siècle. Ce développement est lié directement au rôle de la Suisse pendant les guerres et les crises qui ont secoué l'Europe. Grâce à sa tradition libérale, son haut degré de stabilité sociale, politique et économique, mais aussi grâce à la diligence et à la discrétion de ses banquiers, la Suisse est devenue un pays refuge pour les capitaux. Nos banquiers ont toujours plus servi d'intermédiaires entre l'épargne étrangère et la demande étrangère de crédit.

Dans cet environnement historique favorable, notre place financière a acquis une importance internationale croissante. Elle l'a fait sans béquilles étatiques, de type «off-shore» par exemple. Bien au contraire, dans les années septante, il a même fallu restreindre par des mesures monétaires draconiennes l'extension des opérations financières avec l'étranger et accrédi-ter l'idée que l'implantation de banques et sociétés financières étrangères en Suisse était un enrichissement.

Grâce à nos excédents permanents d'épargne et à l'attrait que la Suisse exerce sur les capitaux étrangers, la part des opérations avec l'étranger au total des bilans a fortement augmenté. En moyenne, cette part atteint aujourd'hui près de 40% à l'actif des bilans et environ 30% au passif. Et cela, malgré la forte retenue que nos banques ont marquée, ces dernières années, dans l'octroi de crédits aux pays en proie à des difficultés.

Parallèlement à l'expansion des opérations figurant au bilan, les activités hors bilan ont pris un essor exceptionnel. A la faveur de l'extension

* Exposé présenté devant l'Assemblée générale de l'Association des banques étrangères en Suisse, le 4 juillet 1989 à Berne

des opérations sur les marchés monétaires et financiers, toute une série de nouveaux instruments et techniques se sont développés sur notre place financière. En outre, de nombreux établissements ont acquis, grâce aux affaires fiduciaires, d'importantes parts de marché supplémentaires.

3. Le secteur financier, moteur des ajustements structurels

Un trait marquant des mutations structurelles en cours est la percée du secteur des services au détriment du secteur secondaire. En Suisse, la part du tertiaire à l'ensemble des emplois a passé d'environ 50% en 1975 à 55% actuellement. Le secteur financier a beaucoup contribué à cette accélération. De 3,5% en 1975, sa part est passée à près de 6% aujourd'hui. Les établissements soumis à la loi sur les banques occupent plus de 120 000 employés, soit 50 000 de plus qu'en 1975. L'emploi a enregistré une progression comparable dans les autres branches financières, en particulier les compagnies d'assurances.

Des calculs récents de la Banque nationale sur la valeur ajoutée par branches montrent, qu'en 1985, les banques et les compagnies d'assurances ont contribué à raison de 10% environ au produit intérieur brut. Dix ans auparavant, leur contribution s'inscrivait à quelque 6%. Deux facteurs – l'emploi et la productivité du travail – expliquent cette progression substantielle. Depuis 1975, je l'ai déjà signalé, l'emploi s'est accru dans le secteur financier à un rythme supérieur à la moyenne. Quant à la productivité du travail – valeur ajoutée, en termes réels, par heure de travail –, elle a augmenté dans les banques et compagnies d'assurances de 4,5% par an en moyenne, soit à un rythme atteignant le double de celui de l'industrie. Selon nos calculs, le secteur financier est, depuis 1975, largement en tête du secteur tertiaire pour ce qui est du gain de productivité du travail.

La frontière entre le secteur secondaire et le secteur tertiaire s'estompe de plus en plus. Ce phénomène de tertiarisation de l'industrie s'étend également aux services bancaires et finan-

ciers. Des entreprises ont créé leurs propres services pour gérer leurs liquidités et leurs crédits, prendre en charge les opérations sur devises et sur titres, et même offrir la gamme d'activités d'une véritable banque interne. Ainsi, nombre d'opérations échappent toujours plus aux intermédiaires financiers traditionnels.

4. Les dimensions des relations internationales

L'émergence d'un centre financier mondial est encore une utopie. Cela n'empêche pas les grands centres financiers de se rapprocher les uns des autres et de s'interpénétrer toujours davantage.

Ainsi, les grands établissements financiers sont présents sur toutes les places importantes. La gestion de positions courtes et longues bénéficie des transferts d'un fuseau horaire à l'autre; le monopole des fuseaux horaires est battu en brèche, les heures d'ouverture des bureaux et des bourses sur un continent se chevauchant avec celles de la concurrence sur un autre continent. Dans le domaine du commerce des titres par exemple, des projets en ce sens ont été lancés à New York.

La globalisation des marchés financiers a aussi été stimulée par les nouveaux besoins de la clientèle. Les investisseurs institutionnels ont le vent en poupe. Ils drainent une part croissante de l'épargne. Leurs exigences accrues induisent les banques à innover. Par contraste, les atouts qu'appréciait surtout la clientèle privée – discrétion et contact personnel – perdent de leur importance relative.

La création du marché communautaire pour les services financiers est une des facettes de la globalisation. On en connaît les principales modalités.

L'émergence d'un tel marché pour les pays de la Communauté est prometteuse. Elle fera sans doute date dans l'histoire financière européenne. L'ouverture des frontières nationales aux opérations et établissements financiers, conjointement avec une large harmonisation de la surveillance

bancaire, pourrait servir de modèle pour d'autres développements dans le tertiaire. Evidemment, pour parvenir à une place financière intégrée, il y a encore des tests importants à passer; l'un d'entre eux est la libération intégrale des mouvements de capitaux prévue pour le 1er juillet 1990.

5. Les conséquences de l'internationalisation des marchés financiers

L'internationalisation des marchés financiers a de nombreuses conséquences aussi bien pour les banques, prises individuellement et globalement, que pour l'ensemble de l'économie. Le champ d'activité des banques s'élargit, la palette des services financiers s'enrichit. Des établissements financiers opérant à l'échelle internationale cherchent à développer des formes de coopération stratégique et à constituer de vastes conglomérats. On peut offrir de nouveaux instruments financiers, recourir à de nouvelles techniques, étendre les services de gestion et de conseil et s'attacher de nouveaux clients. Cela signifie de nouvelles chances, mais aussi de nouveaux risques.

En effet, avec le recours accru aux nouveaux instruments financiers, les risques de dérapage augmentent. La vive concurrence conduit les établissements financiers à minimiser trop souvent les risques liés à ces instruments. Les dérapages qui peuvent en résulter peuvent dépasser aussi bien l'établissement financier impliqué que le système financier lui-même. Je pense notamment à l'endettement croissant des entreprises américaines, qui a été stimulé par la possibilité d'acquérir des entreprises à n'importe quel prix, les acquéreurs pouvant réunir, à l'aide de «junk bonds» et de crédits bancaires, des fonds en quantité apparemment illimitée.

L'extension des relations avec l'étranger et les mutations structurelles sur les marchés financiers ont conduit les autorités à rechercher l'harmonisation des systèmes nationaux de surveillance des banques et des marchés de titres. Des progrès ont été accomplis en matière de surveillance bancaire. Dans un domaine important, celui des fonds propres, on est allé encore plus loin. Sous l'égide de la Banque des règlements

internationaux, les pays du Groupe des Dix ont adopté, voici un an, des normes minimales pour les fonds propres des banques opérant à l'échelle internationale. L'application de telles normes va rapprocher les conditions dans lesquelles opèrent ces banques. Dans d'autres secteurs également, des efforts sont en cours en vue de coordonner ou d'harmoniser les règlements ou les systèmes nationaux. Je pense notamment aux directives de la BRI pour empêcher le transit d'argent sale par le système bancaire.

Onzième membre du Groupe des Dix, la Suisse dispose déjà de nombreuses règles qui sont compatibles avec les normes internationales. C'est le cas en particulier en matière de fonds propres, d'établissement de banques étrangères et de mouvements de capitaux, où nous avons depuis longtemps des pratiques correspondant aux standards internationaux et à ce que prévoit la Communauté européenne.

Il nous faudra toutefois apporter des adaptations dans d'autres domaines. Je pense en particulier au marché des papiers-valeurs et à nos bourses. Les règles qui les régissent ont des lacunes de forme et de fond. Sur le plan formel, c'est le principe de la surveillance cantonale qui pose problème. La dispersion des réglementations et organes de tutelle qui en résulte n'est plus adaptée. La place financière suisse a besoin, dans le domaine de la surveillance également, d'une «corporate identity». Le fédéralisme qui règne encore en matière de bourse ne facilite pas la mise en pratique de cette exigence.

Quant au fond, je me bornerai à évoquer trois problèmes. Le premier est le manque de transparence. Il faudrait:

- privilégier le principe: un titre, un marché, un prix;
- rendre les opérations boursières plus facilement vérifiables;
- renforcer l'application des normes pénales en matière d'opérations d'initiés;
- et assurer la transparence des règles du jeu en matière de prise de participations importantes et de reprise de sociétés.

Le deuxième problème a trait à l'information du

public. Les sociétés cotées en bourse devraient être soumises à des exigences proches de celles de Bruxelles. Elles seraient ainsi amenées à dévoiler leurs réserves latentes, ce qui, à terme, serait payant. En effet, le public obtiendrait des informations de première main sur la situation des sociétés cotées et le cours de leurs actions collerait mieux à la réalité, d'où un moindre danger de sous-estimation et une réduction des candidats aux OPA.

Le troisième problème concerne l'accès à nos bourses. Il faudrait éviter de discriminer les investisseurs et titres étrangers. Actuellement, je le rappelle, les titres suisses et étrangers ne sont pas soumis à la même procédure d'admission. La Banque nationale a plusieurs fois critiqué la pratique de l'instance suisse d'admission, sans l'accord de laquelle aucun titre étranger n'est admis aux bourses suisses. La BNS s'est finalement retirée de cette instance. Une autre discrimination, plus grave encore, provient des pratiques en matière d'actions nominatives liées; ce problème n'est, lui aussi, pas encore résolu.

La plupart de ces problèmes sont en discussion depuis assez longtemps et l'on peut faire état de certains progrès. Ainsi, depuis peu, une statistique indique les résultats des transactions des actions les plus importantes. Les positions semblent aussi évoluer à propos des actions nominatives liées, l'exclusion des étrangers s'assouplissant.

L'automatisation des bourses est une autre évolution positive. Le Soffex n'est pas seulement notre première bourse nationale, mais il est aussi notre première bourse électronique. Spécialisé dans les options et les «futures», il est maintenant bien accepté par le marché. Avec l'introduction prévue d'une bourse électronique suisse, les jours du fédéralisme boursier sont comptés.

La Banque nationale se félicite de ces évolutions. Il ne faudrait cependant pas que l'on tarde trop à aboutir à des résultats tangibles vu la rapidité avec laquelle se développent les places financières des pays de la Communauté européenne. Faute de réagir avec célérité à cette dynamique, nos solutions particulières pourraient se retourner contre nous.

L'Etat n'a pas à influencer les structures des marchés financiers et les conditions de concurrence. Il doit se borner à définir les conditions-cadre et à assurer une surveillance efficace avec un minimum de bureaucratie. Au sein de ce cadre général, les forces du marché devraient pouvoir jouir d'une grande latitude. Cela vaut aussi pour l'autorégulation. Dans un tel système, il appartient aux acteurs eux-mêmes de ne pas entraver le libre jeu de la concurrence. Certaines recommandations de la Commission des cartels viennent opportunément nous rappeler cette règle du jeu.

Vous attendez certainement mon opinion sur le projet d'extension de la surveillance bancaire à certaines catégories de sociétés financières. Directement concernés, vous l'avez rejeté. La Banque nationale, vous le savez, y a été favorable d'entrée de cause. Pourquoi?

Parce que ce projet actualise la notion de «banque». Il est anormal et déphasé de voir l'intermédiation financière, qui est par essence une activité bancaire, échapper au champ de la surveillance bancaire. Vu le rôle croissant des opérations hors bilan, il est temps de dégager la notion «banque» de sa gangue historique pour la façonner à la réalité d'aujourd'hui. C'est ainsi que l'on satisfera aux exigences des marchés du crédit et des capitaux en matière de surveillance et de compétitivité. Je suis persuadé que la Commission fédérale des banques saura étendre avec suffisamment de souplesse la loi sur les banques aux sociétés financières. La Banque nationale, qui a libéralisé les dispositions régissant les exportations de capitaux, n'aurait aucun intérêt à ce que cette concurrence soit à nouveau étouffée par une application rigide de cette loi.

6. Les perspectives de la place financière suisse pour les années 1990

Que tirer de ces réflexions pour le rôle de la place financière suisse dans les années 1990?

1. Les temps où la place financière suisse était systématiquement citée parmi les grands centres financiers du monde sont aujourd'hui révo-

lus. D'autres offrent désormais certains des avantages traditionnels qui ont fait la prospérité de notre place financière. Nous avons même été parfois dépassés en matière de pragmatisme, de souplesse et de faculté d'adaptation.

2. La mobilité des opérations financières s'est accrue avec l'homogénéité croissante des conditions d'implantation. Les places qui ne parviennent pas à s'adapter perdent peu à peu des parts de marché. En Suisse, le droit de timbre entrave notre compétitivité sur les marchés internationaux des papiers-valeurs. Les allégements proposés vont donc dans la bonne direction. Je doute cependant de la sagesse de la solution préconisée par la Confédération. En effet, l'imposition des fonds fiduciaires pourrait bien avoir un effet de boomerang.

3. Avec le développement des opérations bancaires en gros, les places financières internationales et, a fortiori, européennes, s'intégreront davantage, sans pour autant modifier la tendance à dénouer les grosses opérations sur un nombre restreint de places. En outre, la demande d'instruments financiers conçus pour minimiser les risques et mieux les répartir augmentera.

4. La concurrence internationale se fera toujours plus sentir sur la place financière suisse, y compris dans ses niches traditionnelles – la gestion de fortune par exemple. Les banques qui n'arriveront plus à soutenir la comparaison internationale en matière de conseils, de gestion des risques et d'optimisation des rendements sont condamnées au déclin.

5. La place financière suisse peut voir venir avec confiance le futur marché financier de la Communauté européenne. En effet, l'adoption par la Commission des principes de banque universelle et de réciprocité permettra aux banques suisses de tirer parti de la nouvelle dynamique européenne et de se mesurer aux groupes bancaires communautaires actuellement en gestation. Les craintes de voir la Communauté européenne devenir une forteresse sont manifestement excessives. Toutefois, quelle que puisse être l'évolution communautaire, il n'est pas indifférent que les banques étrangères sachent que

la Suisse poursuivra sa tradition libérale centenaire. Cette assurance est un facteur supplémentaire pour les inciter à rester en Suisse.

6. La tendance des grandes assurances et entreprises industrielles à faire des opérations financières sans l'intermédiaire des banques ira croissant, du moins tant qu'elles pourront ainsi réduire leurs coûts. Cette constatation générale, qui est une nouvelle source de concurrence pour les banques, vaut aussi pour la Suisse.

7. La pression accrue de la concurrence fera sauter certains verrous cartellaires. La lutte sur les prix et les commissions s'avivera. Pour maintenir leurs recettes, nos établissements financiers devront apprendre à mieux gérer les risques.

8. Tous les participants n'entrent pas dans le nouvel univers financier avec les mêmes chances. Les mieux placés sont ceux qui sauront se hausser au niveau des nouvelles données de la concurrence internationale. Cela ne signifie pas qu'il faille adopter chaque innovation ou être actif sur chaque marché. Souvent, il suffira d'avoir le contact avec les principales places financières pour être à même de tirer avantage des nouvelles opportunités. Même les banques orientées essentiellement sur le marché intérieur pourront tirer leur épingle du jeu.

9. L'internationalisation des marchés financiers et les progrès techniques engendrent des synergies. Il en résulte des surcapacités qui entraînent des ajustements structurels. De telles adaptations sont déjà en cours dans les grands centres financiers. La souplesse dont ces centres font preuve dans l'adaptation de leur offre – à la hausse comme à la baisse – est impressionnante. Pour les autres places financières, il en découle une concurrence plus vive. Nous ne devons pas prendre à la légère l'intention de la bourse de Londres d'attirer à elle le commerce d'actions des sociétés ayant une envergure européenne.

10. Il n'est pas avéré que nous connaîtrons à l'avenir le rythme d'expansion des années 1980: nous entrons plutôt dans une phase de consolidation internationale. Pour la Suisse, cette con-

solidation pourrait se traduire par un recul si les adaptations en matière de commerce des titres, de concurrence bancaire, de surveillance de la place financière et de fiscalité ne sont pas introduites rapidement. Etant donné l'importance du secteur financier au sein de notre économie, je ne doute pas que les autorités, organisations et agents économiques concernés feront preuve du fameux pragmatisme suisse.

de la place financière suisse en maintenant un environnement monétaire solide et une grande stabilité des prix. Grâce à son autonomie politique et économique, elle pourra, à l'avenir également, poursuivre cet objectif avec toute la détermination nécessaire.

7. Conclusions

Les banques étrangères ont contribué et contribuent toujours très activement à l'internationalisation croissante des opérations bancaires et financières en Suisse. On le constate notamment à leur présence accrue qui contraste avec la stagnation du nombre des établissements suisses.

Les bilans montrent l'importance des relations que les établissements étrangers entretiennent avec des non-résidents. A fin 1988, près de 75% des actifs étaient des créances sur des débiteurs étrangers et plus de 50% des passifs étaient des engagements envers l'étranger. Quant aux affaires fiduciaires, qui représentent en Suisse près de 225 milliards de francs, elles passent pour plus de 100 milliards par les établissements étrangers. Cela n'est pas étonnant vu que les opérations fiduciaires s'effectuent essentiellement avec l'étranger. Il faut enfin mentionner le rôle important des établissements étrangers sur le marché des emprunts étrangers.

La place financière suisse conserve bien des atouts et des potentialités. J'en ai mentionné quelques-uns. Il me semble que les banques étrangères sont bien placées pour en tirer parti, que ce soit dans leurs domaines d'activité traditionnels, voire dans de nouveaux créneaux. Elles disposent de deux atouts particuliers: Le premier tient à leur capacité de jauger la place financière suisse sans préjugé historique. Le second est leur bonne connaissance des marchés étrangers et, en particulier, de leur marché d'origine. Rien ne s'oppose à ce que vous jouiez avec succès ces deux atouts au cours des années nonante.

La Banque nationale contribuera à la prospérité

Der schweizerische Notenumlauf 1962–1988:

Eine ökonomische Untersuchung aufgrund des Cointegrations- und Fehler-Korrektur-Ansatzes

Franz Ettlín*

Seit 1975 befolgt die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine Geldmengenpolitik unter Bekanntgabe von jährlichen Geldmengenzielen. Diese Strategie wurde nur im Laufe des Jahres 1978 sowie für 1979 aufgrund einer ausserordentlich starken realen Aufwertung des Schweizer Frankens unterbrochen. Zuerst diente das Geldaggregat M_1 als monetäres Zwischenziel. Von 1980 an wurde M_1 in dieser Funktion von der Notenbankgeldmenge abgelöst. Der Anteil der Banknoten an diesen zwei Geldaggregaten ist bedeutend: Im Jahre 1980 (Mitte 1989) betrug er bei M_1 rund 36% (30%) und bei der Notenbankgeldmenge 77% (88%).

Die SNB kann den Notenumlauf – im Gegensatz zu ihren Giromitteln – nicht direkt steuern. Seine Grösse und Zusammensetzung werden hauptsächlich von der Nachfrage der Nichtbanken bestimmt. Die Kenntnis der quantitativen Bestimmungsfaktoren der Nachfrage nach Banknoten ist deshalb für die Festlegung und Ausführung des jeweiligen jährlichen Geldmengenziels der SNB von grosser Bedeutung. Wird das Wachstum des Notenumlaufs im kommenden Jahr von der SNB beispielsweise um nur einen Prozentpunkt unterschätzt, müssten als Kompensation die Giro Guthaben der Banken bei der SNB durchschnittlich um über 7 Prozentpunkte unter den projektierten Pfad sinken, damit das Wachstumsziel für die Notenbankgeldmenge dennoch erreicht werden könnte. Würde die entsprechende Korrektur erst in der zweiten Hälfte des Kalenderjahres ausgeführt, dann ergäbe sich für diesen kurzen Zeitraum ein Anpassungsbedarf bei den Girokonten von rund –15%.

Geldpolitische Anpassungen dieser Grössenordnung geben bei einer stabilen Nachfragefunktion der Banken nach Giro Guthaben bei der SNB Anlass zu grossen Zinsauschlägen am Geld-

markt, was u. a. zu wesentlichen Wechselkursänderungen führen kann. Bei negativer Zinsabhängigkeit des Notenumlaufs könnte allerdings der Kompensationsbedarf beim Giroangebot der SNB für unvorhergesehene Schwankungen des Notenumlaufs kleiner sein, wenn der relevante Zinssatz rasch auf Zinsänderungen am Geldmarkt reagiert und der Notenumlauf seinerseits rasch auf Veränderungen des relevanten Zinssatzes anspricht. Das sind in erster Linie Bedingungen, die nur aufgrund empirischer Analyse festzustellen sind.¹

Die geldpolitische Aufgabe der Nationalbank ist in der Vergangenheit durch unvorhergesehene Schwankungen des Notenumlaufs in der Tat wesentlich erschwert worden. Obwohl das geldpolitische Konzept der Nationalbank zuverlässige und stabile Geldnachfragefunktionen voraussetzt, weisen frühere empirische Nachfragemodelle für den schweizerischen Notenumlauf erhebliche Unsicherheiten bezüglich Aussage und Stabilität der geschätzten Beziehungen auf. Da diese Untersuchungen im grossen und ganzen international üblichen empirischen Ansätzen folgten, stellt sich die Frage nach der Ursache ihrer wesentlich geringeren Aussagekraft für schweizerische Verhältnisse.

In einer im Jahre 1987 präsentierten Studie [Ettlín (1987)] wurde die Hypothese aufgestellt, dass der schweizerische Notenumlauf in den siebziger und frühen achtziger Jahren massgebend

¹ Die empirischen Resultate von *Rich und Béguélin* (1985) zeigen eine signifikante negative Zinssatzabhängigkeit nur in einer von sieben präsentierten Regressionen für den schweizerischen Notenumlauf. Diese Schätzgleichung gilt für das Teilintervall 1973Q2–1981Q1 und enthält als relevanten Zinssatz die langfristige Bundesobligationenrendite. Die Autoren äussern Ungewissheit darüber, ob die Nachfrage nach Banknoten auf Zinsänderungen systematisch anspricht.

In bezug auf die Spezifikationen von *Alexander Galli* (1980), *Herbert Selterle* (1980), *Ulrich Kohli* (1984) und *Rich und Béguélin* (1985) siehe die Bemerkungen in Fussnote 12.

* Ressort Volkswirtschaftliche Studien Schweizerische Nationalbank, Zürich

von gesetzlichen Bestimmungen und Verordnungen zur Abwehr von Geldern beeinflusst war. Im Vergleich zu früher waren die Abwehrmassnahmen in den Jahren 1972–80 wesentlich umfassender und strenger. Insbesondere die Vorschriften zur Erhebung einer Kommissionsbelastung (Negativzins) auf den zusätzlichen Einlagen von Devisenausländern bei inländischen Banken wirkten zusammen mit einem Verzinsungsverbot prohibitiv. Die Kommissionsbelastung betrug im Minimum 2% und im Maximum 10% pro Quartal. Da für Devisenausländer zugleich ein Anlageverbot in Wertschriften und Immobilien in Kraft war, blieb jenen unter ihnen, die ihre Vermögenswerte in Schweizer Franken erhöhen wollten, vor allem die Möglichkeit der Hortung von schweizerischen Banknoten.² In der genannten Studie wurde im Zeitraum 1972–80 eine kumulative Banknotenhortung im Umfang von beinahe 10% des gesamten Banknotenumlaufs geschätzt.

Nach der gänzlichen Abschaffung der Bestimmungen zur Abwehr von ausländischen Geldern im Jahre 1980 folgte gemäss jener Schätzung eine entsprechende Enthortung. Dieser Abbau scheint erst um die Mitte der achtziger Jahre abgeschlossen worden zu sein.³ Damit lässt sich u. a. plausibel erklären, weshalb die Nationalbank zu Beginn der achtziger Jahre die jährliche Zunahme des Notenumlaufs stark überschätzt hatte. Die Enthortung dürfte massgebend dazu beigetragen haben, dass die Annahmen für die Zielvorgabe für das jährliche Wachstum der (bereinigten) Notenbankgeldmenge 1980 und 1981 um 4,6 bzw. 4,5 Prozentpunkte unterschritten wurden. Allgemein kann gefolgert werden, dass der Restriktionsgrad der schweizerischen Geldpolitik in den siebziger Jahren wesentlich stärker und in den frühen achtziger Jahren wesentlich schwächer war, als aufgrund der tatsächlichen Entwicklung der Geldmengenaggregate M_0 und M_1 anzunehmen wäre.

In der vorliegenden Untersuchung wird nicht nur vorwärts und rückwärts eine Aufdatierung der Studie von Ettlín (1987) vorgenommen, sondern u. a. zur genaueren Überprüfung der Hortungs- und Enthortungshypothese der Notenumlauf zuerst in grosse Abschnitte von 500 und 1000 Franken sowie in kleine Abschnitte von 10 bis

100 Franken aufgeteilt. Die Spezifikation der Schätzgleichung für die gesamte Banknotennachfrage gründet auf den separaten Ergebnissen für die grossen und kleinen Abschnitte.

Die aktuelle wie bereits die vorangegangene Studie des schweizerischen Notenumlaufs basiert auf den relativ neuen ökonometrischen Entwicklungen der Fehler-Korrektur-Spezifikation und der statistischen Theorie von integrierten und cointegrierten Zeitreihen.⁴ Viele makroökonomische Zeitreihen sind in Niveauform bezüglich ihres Mittelwertes (und teilweise auch bezüglich ihrer Varianz) nichtstationär. Typischerweise lassen sie sich als $I(1)$ -Prozesse identifizieren, d. h. sie haben den Integrationsgrad 1. Der Integrationsgrad gibt an, wie oft eine Zeitreihe differenziert werden muss, bis sie stationär wird. $I(1)$ -Reihen sind somit nach einmaliger und $I(2)$ -Reihen analog nach zweimaliger Differenzenbildung stationär oder $I(0)$. In $I(1)$ -Variablen hinterlässt jede stochastische Störung einen dauerhaften Effekt, was zu einem stochastischen Trend führt. Bei der Applikation der traditionellen Form der Ökonometrie auf Niveaureihen (z. B. zur Quantifizierung der Bestimmungsfaktoren eines bestimmten Geldmengenaggregates) bleibt die Nichtstationarität von Variablen unbeachtet, obwohl die angewandten statistischen Standardmethoden auf stationäre Prozesse zugeschnitten sind. Die Folge davon sind unzuverlässige statistische Ergebnisse einschliesslich der Gefahr von Scheinkorrelationen. Im Gegensatz zur traditionellen Ökonometrie werden in der klassischen Zeitreihenanalyse durch Differenzenbildung vorerst stationäre Reihen geschaffen und

² Vermögende Leute in politisch instabilen Ländern haben in der Vergangenheit eine gewisse Vorliebe für schweizerische Bankkonten gezeigt. Dabei spielten weder die Ertragsaussichten noch die Kapitalerhaltung eine primäre Rolle. Zweck einer solchen Kontenhaltung war vor allem der einer Absicherung für den Fall einer für den Inhaber ungünstigen politischen Entwicklung im eigenen Lande.

³ Vor dem Hintergrund von strengen Kapitalausfuhrbeschränkungen sowie Aus- und Einreiserestriktionen und der Kontrolle der Internationalen Kommunikationen in gewissen Ländern erscheint eine solche zum Teil langsame Reaktion keineswegs als unrealistisch.

⁴ Für eine Übersicht der neuen Entwicklungen bezüglich des Fehler-Korrektur-Ansatzes und der Cointegration von nichtstationären Zeitreihen siehe die Beiträge in der Spezialnummer des *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 48, 3, 1986.

erst nachher die von der Theorie stationärer Zeitreihen abgeleiteten Methoden angewendet. Der Nachteil dieser Vorgehensweise besteht darin, dass relevante Informationen über allfällige längerfristige Gleichgewichtsbeziehungen zwischen den Niveauwerten der Modellvariablen verlorengehen.

Der Fehler-Korrektur-Ansatz, mit dem seit Ende der siebziger Jahre immer mehr interessante empirische Ergebnisse erzielt werden, ermöglicht unter gewissen Umständen, die Vorteile der beiden erwähnten Schätzstrategien ohne deren Nachteile zu vereinen. Dabei werden die Modellvariablen typischerweise in der Form sowohl von ersten Differenzen als auch (zeitlich verzögerten) Niveauwerten verwendet. Die seit wenigen Jahren durch Granger und Engle⁵ in Gang gebrachte Entwicklung der Theorie cointegrierter Zeitreihen gibt dem Fehler-Korrektur-Ansatz eine solidere statistische Fundierung. Von praktischer Bedeutung ist vor allem das Vorhandensein oder Nichtvorhandensein von Cointegration bei einem Vektor von $I(1)$ -Variablen. Wenn ein solcher Vektor eine $I(0)$ -Beziehung bildet, liegt Cointegration vor, und es existiert ein gültiges Fehler-Korrektur-Modell der differenzierten $I(1)$ -Variablen. In einem solchen Modell dürfen die langfristigen Gleichgewichtsbeziehungen zwischen an und für sich nichtstationären Niveauzeitreihen zusammen mit der kurzfristigen Dynamik anhand differenzierter stationärer Zeitreihen geschätzt werden.

Es werden folgende Bezeichnungen und Daten verwendet:

LN	logarithmierter Wert (mit Basis e) des Umlaufs von schweizerischen Banknoten; real, zu Konsumentenpreisen von 1970; Periodenmittel.
LNG	logarithmierter Wert des Umlaufs von grossen Noten (Abschnitte von 500 und 1000 Franken); real, zu Konsumentenpreisen von 1970; Periodenmittel.
LNK	logarithmierter Wert des Umlaufs von kleinen Noten (Abschnitte von 10 bis 100 Fran-

LK	logarithmierter Wert der privaten Konsumausgaben; real, zu Preisen von 1970.
L \bar{K}	Gleitendes Acht-Quartals-Mittel von LK.
LZS	logarithmierter Wert des Zinsatzes von Spareinlagen bei den Kantonalbanken; Periodenmittel.
T	Zeittrend für den gesamten Schätzzeitraum.
T70–75	Zeittrend für das Intervall 1970Q1–1975Q4.
T72–80	Zeittrend für das Intervall 1972Q3–1980Q2, als strenge administrative Massnahmen zur Abwehr von ausländischen Geldern in Kraft waren.
T80–85	Abbau des Zeittrends T72–80 zwischen 1980Q3 und 1985Q3 um 1,5 pro Quartal.
T72–85.	Kombination von T72–80 und T80–85
DST	Konstruierte Variable mit dem Wert 1 im vierten Quartal eines geraden Kalenderjahres und im ersten Quartal eines ungeraden Kalenderjahres. Es sind die Quartale, die beidseitig des Stichtages für die zweijährige Steuerdeklaration liegen. In den übrigen Quartalen hat diese Variable den Wert 0.
D72–80	Konstruierte Variable für den Zeitraum 1972Q3–1980Q2, als strenge administrative Massnahmen zur Abwehr von ausländischen Geldern in Kraft waren. Im Anfangs- und Schlussquartal dieses Intervalls hat die Variable den Wert 0,5 und vom zweiten bis zum zweitletzten Quartal den Wert 1. Vor- und nachher gilt der Wert 0.
SD14	Saisonvariable mit dem Wert 1

⁵ Siehe Engle and Granger (1987).

	im ersten und -1 im vierten Quartal; sonst gleich 0.
SD24	Saisonvariable mit dem Wert 1 im zweiten und -1 im vierten Quartal; sonst gleich 0.
SD34	Saisonvariable mit dem Wert 1 im dritten und -1 im vierten Quartal; sonst gleich 0.
SD13	Saisonvariable mit dem Wert 1 im ersten und -1 im dritten Quartal, sonst gleich 0.
TSD13	Zeittrend T multipliziert mit SD13.
$\varepsilon_{NG}, \varepsilon_{NK}, \varepsilon_N$	Residuen der Niveauschätzungsgleichung für den Umlauf von grossen, kleinen bzw. allen Noten.

Spezifikation und Ergebnisse des Schätzmodells für die grossen Noten

Die Schätzgleichung für die grossen Notenabschnitte von 500 und 1000 Franken gründet auf der folgenden Spezifikation auf Niveaubasis:

$$\text{LNG} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{L}\bar{K} - \alpha_2 \text{LZS} \\ + \alpha_3 \text{DST} + \alpha_4 \text{D72-80} \\ + \alpha_5 \text{T72-85} + \alpha_6 \text{SD34} + \varepsilon_{NG}$$

Die abhängige Variable ist mit dem Konsumentenpreisindex deflationiert, d. h. der reale Notenumlauf wird erklärt. Die Gleichung impliziert, dass der reale Notenumlauf vom Niveau der Konsumentenpreise unabhängig ist. Dies bedeutet, in Übereinstimmung mit traditioneller geldtheoretischer Argumentation, dass der nominelle Notenumlauf, unter anderweitig gegebenen Umständen, um 1% steigt, wenn der Index der Konsumentenpreise um 1% zunimmt. Als erklärende Variablen dienen gemäss Geldnachfragetheorie in erster Linie Indikatoren des realen Transaktionsvolumens und der Opportunitätskosten.

Banknoten werden hauptsächlich für Transaktionszwecke bei den privaten Konsumausgaben verwendet. Es wird hier angenommen, dass die reale Notennachfrage sich nicht Quartal für Quartal an die kurzfristigen Veränderungen der realen Konsumausgaben anpasst. Statt dessen wird postuliert, dass die Konsumenten und die

Unternehmer, die mit den Konsumenten handeln, den Bestand an Banknoten aufgrund der mittelfristigen Trendentwicklung des realen Konsums – gemessen als einfaches gleitendes Zwei-Jahres-Mittel – bestimmen. Da bei Haltung von Banknoten an sich kein Zins anfällt, resultieren daraus Opportunitätskosten in Form von entgangenem nominellem Zinsertrag. Als Opportunitätskostensatz dient der Zinssatz auf Spareinlagen, der, empirisch betrachtet, sowohl den Drei-Monats-Satz für Kundenfestgelder der Grossbanken als auch die Rendite langfristiger Bundesobligationen in diesem Zusammenhang klar dominiert.

In Ettlín und Fluri (1986) wurde anhand eines speziellen Saisonbereinigungsverfahrens gezeigt, dass das Saisonschwankungsmuster des schweizerischen Notenumlaufs einem Zwei-Jahres-Rhythmus folgt. Diese unübliche Periodizität ist zeitlich mit dem alle zwei Jahre wiederkehrenden Stichtag für die Einkommens- und Vermögenssteuer koordiniert. Der Bund und die meisten Kantone haben bisher nur jedes zweite Jahr eine Steuererklärung gefordert, wofür der letzte Tag eines geraden Kalenderjahres für die zu deklarierenden Vermögenswerte als Stichtag gilt. Der Notenumlauf steigt regelmässig vor diesem Stichtag an und nimmt anschliessend wieder ab. Im vierten Quartal eines geraden Kalenderjahres, der Hortungsphase, und im anschliessenden ersten Quartal eines ungeraden Kalenderjahres, der Enthortungsphase, ist deshalb der durchschnittliche Notenumlauf höher, als aufgrund der übrigen Bestimmungsfaktoren anzunehmen wäre. Dieser Effekt wird mittels der Variablen DST erfasst, die in den entsprechenden Quartalen den Wert 1 und in den übrigen Quartalen den Wert 0 aufweist. Dabei wird angenommen, dass die Auf- und Abbauphasen innerhalb der betroffenen Quartale symmetrisch verlaufen.

Für die Beurteilung der Plausibilität der Hypothese der Notenhortung in den Jahren 1972–80, die von den Abwehrmassnahmen gegen ausländische Gelder betroffen waren, gibt es ausser wenigen, der Nationalbank bekannten Tatsachen keine direkte Evidenz. Die Hypothese wird deshalb mittels der schematisch konstruierten Hilfsvariablen D72–80 sowie T72–80 und T80–85 in die empirische Studie miteinbezogen. Mit der

Variablen D72–80 wird zwischen dem dritten Quartal 1972 und dem zweiten Quartal 1980 ein eventueller positiver Niveaueffekt beim Notenumlauf gemessen. Vor- und Nachher wird dieser Effekt als Null angenommen. Mit der Variablen T72–80 wird zusätzlich für denselben Zeitraum ein eventueller, als konstant angenommener, vierteljährlicher Zuwachs der Notenhaltung erfasst. Mit der Variablen T80–85 wird im Zeitraum 1980Q3–1985Q3 eine entsprechende Enthaltung geschätzt; dabei wird angenommen, dass das Tempo der Enthaltung 50% grösser war als dasjenige der vorangegangenen kumulativen Haltung. Diese spezielle Asymmetrie des Reaktionsmusters ist aufgrund der empirischen Ergebnisse unter anderem einem gegenüber der Hortungsphase perfekt symmetrischen Verlauf der Enthaltungsphase vorzuziehen.⁶ Es darf angenommen werden, dass eine Notenhaltung von oder zugunsten von Devisenausländern fast ausschliesslich die Kategorie der grossen Abschnitte von 500 und 1000 Franken betroffen hat.

Die Schätzungen mittels Quartalsdaten wurden in erster Linie für den Zeitraum 1962–88 durchgeführt. Es standen zwar für alle Variablen Grunddaten bereits ab 1960 zur Verfügung, doch wegen des als Regressor eingesetzten gleitenden Acht-Quartals-Mittels des realen Konsums konnte erst ab 1962 geschätzt werden.

Die Studie folgt dem von Engle und Granger (1987) empfohlenen zweistufigen Schätzverfahren bei Fehler-Korrektur-Modellen. Zuerst wird eine Niveaugleichung des Notenumlaufs geschätzt. Diese Beziehung wird hinsichtlich Cointegration untersucht. Dabei ist trotz der Nichtstationarität der Niveaureihen für den Notenumlauf, Konsum und Zinssatz – alle drei sind $I(1)$ – eine stationäre langfristige Beziehung festzustellen. In der nächsten Stufe des Schätzverfahrens werden die auf der ersten Stufe verbliebenen Residuen – um eine Periode verzögert – als zusätzlicher Regressor in einer zweiten Schätzgleichung verwendet, welche die ersten Differenzen des logarithmierten Notenumlaufs erklärt.

Tabelle 1 fasst die Resultate der grossen Abschnitte zusammen. Die jeweils unter den geschätzten Koeffizienten in Klammern aufgeführ-

Tabelle 1: Schätzergebnisse für die grossen Notenabschnitte

	Erste Stufe: Niveau- schätzung	Zweite Stufe: Differenzen- schätzung
Gleichung	(1)	(2)
Erklärte Variable	LNG	Δ LNG
Erklärende Variablen (In Niveau- bzw. Differenzenform):		
LK	1,0539 (116,6)	1,0431 (7,9)
LZS	-0,1021 (11,8)	-0,0869 (3,5)
DST	0,0163 (4,5)	0,0154 (6,5)
D72–80	0,0679 (17,2)	0,0519 (4,5)
T72–85	0,0045 (21,2)	0,0042 (3,3)
SD34	-0,0186 (8,4)	-0,0181 (18,9)
Konstante	-2,2068 (26,9)	—
ϵ_{NG-1}	—	-0,3362 (4,4)
R ²	0,9963	0,8778
F (6,101) bzw. F (6,100)	4740,84	127,93
Durbin-Watson-Statistik	0,6933	1,7304
Std. Fehler der Regression	0,0147	0,0109
Schätzintervall	1962Q1–1988Q4	1962Q2–1988Q4

ten Zahlen sind die absoluten Werte der t-Statistik.

Die Ergebnisse der Niveaugleichung sind als erste Stufe des befolgten Schätzverfahrens sehr befriedigend. Die Durbin-Watson-Statistik beträgt zwar nur 0,69. Dies kann jedoch bereits als Indiz für Cointegration beurteilt werden.⁷ Wird die Gleichung (1) ohne die für eine Cointegra-

⁶ In Ettlín (1987) wurde die Schätzung aufgrund der Annahme eines symmetrischen Verlaufs des Hortungs- und Enthaltungstrends ausgeführt.

⁷ Diese Feststellung kann wie folgt präziser formuliert werden. Die Durbin-Watson-Statistik übersteigt für das Signifikanzniveau 1% (5%) den kritischen Wert von 0,481 (0,367), der anhand von Monte-Carlo-Studien für den Dreivariablen-Fall ermittelt wurde; siehe *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* (1986), S. 233. Aufgrund dieses Ergebnisses kann die Nullhypothese verworfen werden, dass diese Variablen keinen cointegrierten Vektor darstellen. Dabei wird hier unterstellt, dass die Saison- und Hortungsvariablen zusammen mit dem Notenumlauf die Variable «saison- und hortungsbereinigter Notenumlauf» bilden. Die übrigen zwei nichtstationären $I(1)$ -Reihen sind der Sparzinssatz und das gleitende Acht-Quartals-Mittel des Konsums.

tionsregression entbehrliehen Saisonvariablen geschätzt, so ergibt sich sogar eine Durbin-Watson-Statistik von 1,64. Anhand der Residuen dieser Gleichung kann ein weiterer, von Engle und Yoo⁸ umschriebener Cointegrationstest ausgeführt werden. Für das Signifikanzniveau von 1% (5%) beträgt bei Regressionen mit fünf Variablen und 100 Beobachtungen der kritische Wert dieser speziellen t-Verteilung 4,98 (4,36). Der geschätzte t-Wert von 8,65 bestätigt die alternative Hypothese der Cointegration sehr deutlich.

Auf dieser Grundlage der Stationarität ist die Interpretation der geschätzten Koeffizienten der Gleichung (1) in Tabelle 1 sinnvoll. Zur Beurteilung der Signifikanz der Koeffizienten einer solchen Niveaugleichung sind etwas strengere kritische Werte als diejenigen der konventionellen t-Verteilung anzuwenden. Trotzdem können alle Koeffizienten als signifikant beurteilt werden.

Der Koeffizient der Transaktionsvariablen $L\bar{K}$ beträgt 1,05 (t-Wert 116,6). Dies bedeutet, dass der Umlauf von grossen Noten um rund 1% zunimmt, wenn das gleitende Acht-Quartals-Mittel des realen privaten Konsums um 1% steigt. Der Koeffizient des logarithmierten Zinssatzes für Spareinlagen zeigt eine Sparzinselastizität der grossen Notenabschnitte von $-0,10$ (t-Wert 11,8) an. Aufgrund einer Erhöhung des Zinssatzes von beispielsweise 3,0 auf 3,3%, was einem proportionellen Anstieg von 10% gleichkommt, geht der Umlauf von grossen Noten um $-0,10 \times 10\%$, d. h. um 1% zurück.

Der Koeffizient von 0,0163 (t-Wert 4,5) der Variablen DST zeigt an, dass im Zusammenhang mit dem Stichtag für die jedes zweite Jahr anfallende Steuerdeklaration die grossen Notenabschnitte im vorangehenden und im nachfolgenden Quartal um 1,63% zunehmen. Sowohl die diesbezügliche Hortung als auch die Enthortung ist schon früher in den Monatsdaten des Notenumlaufs mittels eines speziellen Saisonbereinigungsverfahrens quantifiziert worden.⁹ Der hier geschätzte Effekt bezieht sich auf den Durchschnitt dieser Entwicklung in den beiden relevanten Quartalen.

Von besonders grossem Interesse dürften die Ergebnisse bezüglich der Hypothese der Banknotenhortung in den Jahren 1972–80 und der

anschliessenden Enthortung sein. Gemäss der ökonometrischen Evidenz gab es vom dritten Quartal 1972 an eine sehr kräftige kumulative Ausdehnung des Umlaufs von grossen Abschnitten, die nicht auf die Entwicklung der Transaktions- und Zinsvariablen zurückgeführt werden kann. Dagegen stimmt dieses zusätzliche Notenwachstum zeitlich mit dem Intervall überein, in welchem die erwähnten strengen Massnahmen zur Abwehr von ausländischen Geldern in Kraft waren. Der Koeffizient von 0,0679 (t-Wert 17,2) der Variablen $D72-80$ impliziert eine diesbezügliche Niveauerhöhung des Umlaufs von grossen Noten um 7% vom vierten Quartal des Jahres 1972 bis zum ersten Quartal des Jahres 1980. In dem diesem Intervall vorangehenden bzw. nachfolgenden Quartal beträgt der entsprechende Effekt gemäss a priori Spezifikation die Hälfte. Der Koeffizient von 0,0045 (t-Wert 21,2) der Variablen $T72-85$ zeigt an, dass im selben Zeitraum zusätzlich eine kumulative Ausdehnung der grossen Abschnitte um 0,45% pro Quartal erfolgte. Für das erste Quartal 1980 resultierte aufgrund der erwähnten beiden Schätzwerte ein berechneter Höchststand an gehorteten Banknoten von etwa 2,8 Mrd. Franken oder 23% des totalen Umlaufs von grossen Abschnitten. Rund ein Drittel davon wurde gemäss Schätzgleichung (1) bereits im zweiten und dritten Quartal 1980 enthortet. Der Rest wurde kontinuierlich bis zum dritten Quartal 1985 abgebaut. Dabei wurde, wie früher erwähnt, eine im Vergleich zur Hortungsphase um 50% höhere Anpassungsgeschwindigkeit vorausgesetzt.

Schliesslich deutet der Koeffizient von $-0,0186$ (t-Wert 8,4) der Variablen $SD34$ an, dass vom dritten zum vierten Quartal des Kalenderjahres eine saisonale Umverteilung stattfindet, die rund 1,9% des Umlaufs von grossen Noten entspricht.

Die bisherige Diskussion der Schätzergebnisse bezog sich auf den aus Gleichung (1) bestehenden ersten Teil des gewählten zweistufigen Verfahrens. Diese Niveaugleichung, die sogenannte Cointegrationsregression, enthält die langfristige Information zur Entwicklung der grossen Abschnitte. Zudem liefert sie durch ihre unerklärten

⁸ Siehe Engle und Yoo (1987), Tabelle 3.

⁹ Ettlín und Fluri (1987).

Residuen die Fehler-Korrektur-Variable, die in verzögerter Form als zusätzliche erklärende Variable ε_{NG-1} in der nächsten Stufe, der Gleichung (2), verwendet wird.

Gleichung (2) in Tabelle 1 bezieht sich auf die kurzfristige Dynamik der Umlaufentwicklung von grossen Noten. Die erklärte Variable ist die erste Differenz des logarithmierten Notenumlaufs, welche approximativ der vierteljährlichen Veränderungsrate entspricht. Als erklärende Variablen dienen primär die ersten Differenzen der Erklärungsvariablen der Gleichung (1).

Die geschätzten Koeffizienten in der Gleichung (2) weichen nur wenig von den entsprechenden Koeffizienten in Gleichung (1) ab. Die Koeffizienten der Transaktionsvariablen sind praktisch identisch: 1,0599 bzw. 1,0431. Dies bedeutet, dass die grossen Notenabschnitte ohne zeitliche Verzögerung auf Veränderungen der Transaktionsvariablen $L\bar{K}$ reagieren. Dieses gleitende Acht-Quartals-Mittel des logarithmierten Konsums scheint die Entwicklung des unbekanntes Volumens des Banknotenzahlungsverkehrs sehr zufriedenstellend zu approximieren. Eine überwiegend unverzögerte Reaktion ist auch in bezug auf den Sparzinssatz festzustellen. Der in Gleichung (2) geschätzte Koeffizient von $-0,0869$ (t-Wert 3,5) weicht nur etwa ein Siebtel von dem entsprechenden Koeffizienten von $-0,1021$ in Gleichung (1) ab. Der Unterschied ist gemäss den üblichen Testkriterien nicht signifikant. Andererseits könnte jedoch aufgrund der Differenz zwischen den beiden Punktschätzungen des Zinssatzkoeffizienten sowie der Grösse von $-0,3362$ des Koeffizienten der Fehler-Korrektur-Variablen in Gleichung (2) bei Sparzinsänderungen eine (allerdings nicht signifikante) durchschnittliche Verzögerung von 0,4 Quartal oder rund einem Monat berechnet werden.

Die Koeffizienten der ersten Differenzen der Saisonvariablen SD34 und der kumulativen Hortungs- und Enthortungsvariablen T72–85 liegen ebenfalls sehr nahe bei den entsprechenden Punktschätzungen in Gleichung (1). Nur in bezug auf die Hortungsvariable D72–80 ist ein etwas grösserer Unterschied zwischen Gleichung (1) und (2) festzustellen. Der Koeffizient beträgt 0,0519 gegenüber 0,0679 in Gleichung (1). Die

Differenz ist gemäss den üblichen Testkriterien auch in diesem Fall nicht signifikant. Der etwas grössere Koeffizient der Gleichung (1) dürfte zuverlässiger geschätzt sein, auch wenn die systematische Unterschätzung der Standardfehler in einer solchen Cointegrationsregression berücksichtigt wird. Es handelt sich in diesem Fall um die durchschnittliche Niveaureaktion über 32 Quartale, während der entsprechende Koeffizient in Gleichung (2) eigentlich nur auf je zwei arbiträr aufgeteilten Quartalsveränderungen von 0,5 bzw. $-0,5$ beruht.

Zusätzlich zu den primären Erklärungsvariablen in Differenzenform enthält Gleichung (2) noch die Fehler-Korrektur-Variable ε_{NG-1} . Deren Koeffizient beträgt $-0,3362$. Dies bedeutet, dass ein Drittel der in der Vorperiode gemäss Gleichung (1) verbliebenen Abweichung vom langfristigen Gleichgewicht korrigiert wird. Die Grössenordnung dieses Koeffizienten ist vernünftig, und der absolute Wert der t-Statistik beträgt 4,4. Die Durbin-Watson-Statistik von 1,73 zeigt an, dass in den Residuen dieser Gleichung keine wesentliche Autokorrelation erster Ordnung vorhanden ist.

Gemäss dem freiheitsgradkorrigierten Determinationskoeffizienten von 0,8778 erklärt die Schätzggleichung rund $\frac{7}{8}$ der Varianz der ersten Differenzen des (logarithmierten) Umlaufs der grossen Noten. Der Standardfehler der Schätzggleichung beträgt 0,0109, was 1,09% entspricht. Pro Kalenderjahr ergibt sich daraus ein durchschnittlicher Standardfehler, der wesentlich unter einem Prozentpunkt liegen dürfte.

Ergebnisse für die kleineren Notenabschnitte

Bei der Spezifikation des in Tabelle 2 zusammengefassten Schätzmodells für die kleineren Notenabschnitte bis und mit 100 Franken wurde angenommen, dass dieselben Transaktions- und Opportunitätskostenvariablen wie bei den grossen Abschnitten Geltung haben. In Gleichung (3), der Cointegrationsregression, wird eine stark signifikante Transaktionselastizität von 1,1712 bezüglich $L\bar{K}$ geschätzt. Die Zinselastizität beträgt $-0,0590$ und ist ebenfalls klar signifikant,

Tabelle 2: Schätzergebnisse für die kleineren Notenabschnitte

	Erste Stufe: Niveau- schätzung	Zweite Stufe: Differenzen- schätzung
Gleichung	(3)	(4)
Erklärte Variable:	LNK	Δ LNK
Erklärende Variable (in Niveau- bzw. Differenzenform):		
L \bar{K}	1,1717 (36,3)	1,0563 (5,7)
LZS	-0,0593 (7,9)	-0,0451 (2,3)
T	-0,0050 (37,5)	-0,0049 (3,3)
T70-75	-0,0137 (42,6)	-0,0142 (6,5)
SD14	-0,0178 (6,2)	-0,0162 (11,6)
SD24	-0,0034 (1,5)	-0,0046 (4,7)
SD34	0,0119 (4,1)	0,0103 (7,3)
TSD13	0,0002 (3,7)	0,0002 (6,9)
Konstante	-3,0037 (10,2)	—
ϵ_{NK-1}	—	-0,2963 (3,9)
R ²	0,9896	0,7342
F (8,99) bzw. F (8,98)	1277,7	37,6
Durbin-Watson-Statistik	0,6253	2,0557
Std. Fehler der Regression	0,0125	0,0091
Schätzintervall	1962Q1-1988Q4	1962Q2-1988Q4

auch wenn richtigerweise als kritische Werte ein strengerer Massstab als derjenige der konventionellen t-Verteilung angewendet wird. Die für die kleineren Noten geschätzte Zinselastizität liegt unter derjenigen der grossen Noten. Die Transaktionselastizität ist dagegen etwas höher als bei den grossen Noten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass der Umlauf der kleineren Noten schneller zugenommen hat als derjenige der grossen Noten, da ein stark signifikanter negativer Zeittrend von -0,0060 pro Quartal des Wachstum der kleineren Abschnitte um 2,4% pro Jahr gebremst hat. Dieser Rückgang bei den kleinen Noten widerspiegelt eine kontinuierliche langfristige Veränderung der Zahlungsgewohnheiten. Dazu kommt ein zusätzlicher, noch rascherer Rückgang in den Jahren 1970-75, als die Banken mit der sehr erfolgreichen Einführung der Salär- oder Gehaltskonten und den damit offerierten

Dienstleistungen die Zahlungsgewohnheiten stark und nachhaltig beeinflussten. Ausserdem wurde 1969 die Swiss-Cheque-Karte eingeführt. Der geschätzte Koeffizient von T70-75 ist -0,0137 mit einem t-Wert von 42,2. Im erwähnten Zeitraum entspricht dies jährlich einem Rückgang der Nachfrage nach kleineren Noten um 5,63%.

Solche Trendfaktoren aufgrund von Veränderungen der Zahlungsgewohnheiten wurden bei den grossen Noten nicht festgestellt. Bei den kleineren Noten fehlen andererseits die bei den grossen Noten geschätzten signifikanten Hortungs- und Enthortungsperioden. Ein Fiskaleffekt ist zwar auch bei den kleinen Noten festzustellen. Da er jedoch wesentlich weniger ausgeprägt und zudem nicht signifikant ist, blieb er in den Schätzgleichungen (3) und (4) unberücksichtigt. Ausser den konstanten Saisonfaktoren SD14, SD24 und SD34 wird für die kleinen Noten mit dem Faktor TSD13 ein längerfristig änderndes Saisonmuster angezeigt. Der Koeffizient von 0,0002 bedeutet, dass die saisonale Nachfrage nach kleinen Noten im ersten Quartal auf Kosten des dritten Quartals zunehmend stärker geworden ist.

Mit einem Wert von 0,6253 zeigt die Durbin-Watson-Statistik der Niveaugleichung in Tabelle (2) starke Autokorrelation ersten Grades der Residuen an. Wie bei der entsprechenden Niveaugleichung für die grossen Noten handelt es sich hierbei um eine Cointegrationsregression ohne Berücksichtigung der kurzfristigen dynamischen Reaktionen. Die verbleibende Autokorrelation ist nicht, wie sonst üblich, als nachteilig zu beurteilen. Die Grösse des ausgewiesenen Durbin-Watson-Wertes zeigt bereits Cointegration an.¹⁰ Wie schon für Gleichung (1) wurde für Gleichung (3) eine alternative Regression ohne die auf erster Stufe entbehrlichen Saisonvariablen ausgeführt. Sowohl die Durbin-Watson-Statistik von 1,06 wie der von den Residuen abgeleitete Engle-Yoo-t-Wert von 5,71 lassen auch hier deutlich auf Cointegration schliessen.

Die in die Gleichung eingehenden Variablen bilden somit gemeinsam einen stationären stocha-

¹⁰ Die Argumentation ist analog zu den Erläuterungen in Fussnote 7.

stischen Prozess, obwohl die Zeitreihen LNK, $\bar{L}\bar{K}$ und LZS individuell betrachtet nicht stationär, sondern $I(1)$ sind. Das \bar{R}^2 der Gleichung (3) ist 0,9896. Der bezüglich der Präzision aussagekräftigere Standardfehler der Regression beträgt 0,0125, was 1,26% des Umlaufs von kleinen Noten entspricht.

Gleichung (4) ist die Fehler-Korrektur-Regression für die kleinen Abschnitte. Die erklärte Variable ist ΔLNK , die erste Differenz des logarithmierten realen Wertes der kleinen Noten. Die geschätzten Koeffizienten der erklärenden Variablen unterscheiden sich gemäss den in Klammern aufgeführten t-Werten nicht signifikant von den entsprechenden Schätzwerten der in Tabelle 2 an erster Stelle aufgeführten Niveaugleichung (3). Der Koeffizient von $\varepsilon_{\text{NK}-1}$ beträgt $-0,2963$ und hat einen signifikanten t-Wert von 3,9. Dies bedeutet, dass 30% einer Abweichung des Umlaufs von kleinen Noten von der in der Niveaugleichung (3) geschätzten längerfristigen Gleichgewichtsbeziehung bereits im folgenden Quartal korrigiert werden.

Die Durbin-Watson-Statistik der Schätzgleichung (4) liegt mit 2,0557 praktisch beim Idealwert von 2,0. Der korrigierte Determinationskoeffizient für diese Differenzgleichung mit Fehler-Korrektur-Spezifikation lautet auf 0,7342, und der Standardfehler der Regression beträgt 0,0091 oder 0,91% des Umlaufs von kleinen Noten.

Ergebnisse für den gesamten Notenumlauf

Für die Planung und Analyse der Geldpolitik der SNB spielen die separaten Umlaufentwicklungen von grossen und kleineren Noten – im Gegensatz zur starken Bedeutung des Gesamtnotenumlaufs – an sich keine Rolle. Der primäre Beweggrund zu der erfolgten Aufteilung bei der empirischen Analyse des Notenumlaufs in der vorliegenden Studie war die Erwartung, auf diese Weise ein qualitativ besseres Analyse- und Prognosemodell für den gesamten Notenumlauf entwickeln zu können.

Durch das nachträgliche Zusammenlegen der

Tabelle 3: Schätzergebnisse für den gesamten Notenumlauf

	Erste Stufe: Niveau- schätzung	Zweite Stufe: Differenzen- schätzung
Gleichung	(5)	(6)
Erklärte Variable:	LN	ΔLN
Erklärende Variablen (In Niveau- bzw. Differenzenform):		
L \bar{K}	1,0659 (24,9)	1,0198 (6,6)
LZS	-0,0975 (10,2)	-0,0972 (5,5)
DST	0,0099 (3,6)	0,0059 (2,8)
D72-80	0,0268 (3,3)	0,0195 (2,5)
T72-80	0,0025 (8,3)	0,0027 (2,8)
T80-85	0,0025 (9,7)	0,0030 (3,0)
T	-0,0028 (8,0)	-0,0025 (1,9)
T70-75	-0,0065 (11,6)	-0,0067 (3,4)
SD14	-0,0072 (3,1)	-0,0062 (4,9)
SD24	-0,0037 (2,1)	-0,0046 (4,8)
SD34	-0,0030 (1,3)	-0,0043 (3,3)
TSD13	0,0001 (3,3)	0,0001 (5,1)
Konstante	-1,4404 (3,7)	—
$\varepsilon_{\text{N}-1}$	—	-0,3647 (4,5)
\bar{R}^2	0,9847	0,8588
F (11,96) bzw. F (11,95)	547,8	54,7
Durbin-Watson-Statistik	0,7754	1,8308
Std. Fehler der Regression	0,0100	0,0075
Schätzintervall	1962Q1-1988Q4	1962Q2-1988Q4

Modelle für die grossen und kleinen Noten in ein gemeinsames Modell für den gesamten Notenumlauf kann ein übersichtlicheres und bequemes empirisches Analyse- und Prognoseinstrument für die Geldpolitik geschaffen werden. In Tabelle 3 sind die entsprechenden Ergebnisse für den gesamten Notenumlauf zusammengefasst. Die Spezifikation des Modells umfasst die Erklärungsvariablen sowohl der grossen Noten gemäss Tabelle 1 als auch der kleinen Noten gemäss Tabelle 2. Ausserdem ist die Variable T72-85 des Modells in Tabelle 1 im Modell der Tabelle 3 zur klareren Beurteilung in die Hor-

tungsphase T72–80 und die Enthortungsphase T80–85 zerlegt worden.

Die Niveaugleichung (5) für den gesamten Notenumlauf wurde für den Zeitraum 1962Q1–1988Q4, d. h. 108 Quartale, geschätzt. Die Durbin-Watson-Statistik beträgt 0,7754, was genügend hoch ist, dass auf Cointegration geschlossen werden kann.¹¹

Der Standardfehler der Cointegrationsregression ist 0,0100 oder 1,0%, was auf Stufe 1 einer sehr guten Präzision entspricht. Die geschätzten Koeffizienten für den gesamten Notenumlauf stimmen mit einem gewogenen Durchschnitt der entsprechenden Koeffizienten in Tabelle 1 und 2 gut überein. Dies bedeutet, dass jene Erklärungsvariablen, die nur in der Spezifikation der grossen (kleinen), aber nicht der kleinen (grossen) Noten vertreten waren, bei den kleinen (grossen) Noten in der Tat keine wesentliche Rolle spielen. Da die Variablen Notenumlauf, Transaktionsvolumen und Zinssatz in logarithmischer Form spezifiziert sind, repräsentieren die Koeffizienten von LK und LZS konstante Elastizitäten. Die langfristige Elastizität des Notenumlaufs in bezug auf die Transaktionsvariable beträgt 1,0659 (t-Wert 24,9). Die Abweichung vom Wert 1 ist statistisch nicht signifikant. Die langfristige Elastizität in bezug auf den Zinssatz auf Spareinlagen liegt bei -0,0975 (t-Wert 7,9). Dies bedeutet beispielsweise, dass unter anderweitig gegebenen Umständen der Notenumlauf bei einem Sparzinssatz von 4% um 2,8% tiefer ist als bei einem Sparzinssatz von 3%.

Die dem Stichtag für die zweijährigen Steuerdeklarationen vorangehende Notenhaltung im Laufe des vierten Quartals eines geraden Kalenderjahres und die entsprechende Enthortung im Laufe des folgenden Quartals erhöht den durchschnittlichen Notenumlauf gemäss dem Koeffizienten von DST um je 0,0099 (t-Wert 3,6) oder 1%. Der bei den grossen Notenabschnitten festgestellte Fiskaleffekt bestätigt sich in den Regressionsergebnissen für den gesamten Umlauf.

Die mit den strengen Abwehrmassnahmen gegen ausländische Gelder in Verbindung gebrachte Hortung durch oder für Devisenausländer manifestiert sich in der Cointegrationsglei-

chung mit stark signifikanten Schätzkoeffizienten. Der anhand der Variablen D72–80 geschätzte Niveaueffekt beträgt 0,0268 (t-Wert 3,3) oder 2,7% des totalen Notenumlaufs während des Zeitraums viertes Quartal 1972 bis erstes Quartal 1980. Auf die beiden Aussenquartale des Hortungsintervalls, das dritte Quartal 1972 und das zweite Quartal 1980, entfällt gemäss a priori Spezifikation der Variablen D70–80 ein halb so grosser Effekt. Zusammen mit dem zusätzlichen kumulativen Hortungseffekt, der mit Hilfe der Variablen T72–80 auf 0,0025 (t-Wert 8,3) oder 0,25% pro Quartal geschätzt wird, ergibt sich im ersten Quartal 1980 ein Höchststand an gehorteten Banknoten von rund 2,2 Mrd. Franken oder 11% des gesamten Notenumlaufs. Dieses Resultat bestätigt weitgehend das diesbezügliche Ergebnis von knapp 10%⁶ in der Studie von Ettlín (1987). Die anschliessende kumulative Enthortung wird in Tabelle 3 anhand der Variablen T80–85 separat geschätzt. Der Koeffizient 0,0025 (t-Wert 9,7) der Variablen T80–85 entspricht genau demjenigen von T72–80. Somit wird ein vollständiger Abbau der Hortung impliziert. Da die Variable T80–85 in Schritten von 1,5 bis auf Null zurückgeht, ergibt sich im erwähnten Zeitraum pro Quartal eine Reduktion von $1,5 \times 0,0025$ oder 0,00375, was pro Jahr $-1,5\%$ des gesamten Notenumlaufs ausmacht.

Die geschätzten Wirkungen der Steuerveranlagungstermine und der Abwehrmassnahmen gegen ausländische Gelder betreffen die grossen Abschnitte im gesamten Notenumlauf. Die Zeitrendeffekte im gesamten Notenumlauf repräsentieren langfristige Veränderungen der Zahlungsgewohnheiten, die gemäss den Tabellen 1 und 2 offensichtlich nur den Umlauf der kleineren Abschnitte signifikant beeinflusst haben. Für den gesamten Notenumlauf resultiert daraus ein konstanter Zeittrend von -0,0028 (t-Wert 8,0), was -1,1% pro Jahr entspricht. Die ebenfalls bei den kleinen Noten festgestellte stark beschleunigte Veränderung der Zahlungsgewohnheiten – die mit der Einführung der Salär- oder Gehaltskonten sowie der Swiss-Cheque-Karte durch die Banken in Verbindung gebracht wurde – zeigt

¹¹ Die Argumentation ist auch in diesem Fall analog zu den Erläuterungen in Fussnote 7.

sich in der Regression für den gesamten Notenumlauf mit einem Koeffizienten der Variablen T70–75 von $-0,0065$ (t -Wert 11,6). Der entsprechende Rückgang des gesamten Notenumlaufs erreichte nach sechs Jahren rund 17%.

Die Koeffizienten der Saisonfaktoren SD14, SD24, SD34 und TSD13 schliesslich messen die normalen jahreszeitlichen Schwankungen des Notenumlaufs, nachdem die übrigen Erklärungsvariablen kein jährliches Saisonmuster aufweisen. Speziell zu beachten ist dabei die langfristige Veränderung der Saisonschwankungen zwischen dem ersten und dritten Quartal, die anhand der Variablen TSD13 geschätzt wird. Der kumulative Effekt von 1962 bis 1988 beträgt $+1,3\%$ des Notenumlaufs für das erste Quartal und $-1,3\%$ für das dritte Quartal.

Analog zu den in den Tabellen 1 und 2 aufgeführten Resultaten ergibt gemäss Tabelle 3 die auf zweiter Stufe geschätzte Differenzgleichung (6) für den gesamten Notenumlauf sehr ähnliche Koeffizienten wie die auf erster Stufe geschätzte Niveaugleichung (5). Weder bezüglich der Transaktionsvariablen $L\bar{K}$ noch der Opportunitätskostenvariablen LZS gibt es Anzeichen für eine verzögerte Reaktion des gesamten Notenumlaufs. Die Fehler-Korrektur-Variablen ε_{N-1} hat einen Koeffizienten von $-0,3647$ (t -Wert 4,5). Dies bedeutet, dass 36% einer im Vorquartal realisierten Abweichung von der als erste Stufe geschätzten längerfristigen Gleichgewichtsbeziehung umgehend korrigiert werden. Die geschätzten Grössen des Koeffizienten der Fehler-Korrektur-Variablen und des entsprechenden t -Wertes sind ein weiteres Indiz für Cointegration der Variablen der Niveaugleichung (5).

Nachdem die geschätzten systematischen Reaktionen sowohl in Tabelle 3 als auch in den Tabellen 1 und 2 auf kurze und lange Sicht praktisch übereinstimmen, ist beim Notenumlauf kaum mit systematisch verzögerten Wirkungen auf Veränderungen der Transaktions- und Zinsvariablen zu rechnen. Bei den üblichen Formulierungen von Geldnachfragefunktionen, welche die erklärte Variable in verzögerter Form als erklärende Variable einschliessen, sind dagegen die entsprechenden systematischen Verzögerungen normalerweise sehr ausgeprägt. Für die

se Formulierungen mit langsamer systematischer Anpassung gibt es jedoch aus heutiger Sicht keine solide ökonomische Begründung. Die meisten bisherigen Schätzungen von Nachfragefunktionen für die verschiedenen Geldaggregate im In- und Ausland haben aber dieses fragwürdige Verfahren angewendet. Insbesondere Goodfriend (1985) hat in einem bemerkenswerten Papier diesen Zustand kritisiert, allerdings ohne empirische Alternativen zu präsentieren. Nach seiner Argumentation liegt der eigentliche Grund für die scheinbare empirische Überlegenheit der Partialanpassungshypothese nicht in langsamen Reaktionen, sondern in Messfehlern bezüglich der verwendeten Transaktionsvariablen. Die in der hier vorliegenden Studie entwickelten empirischen Modelle hingegen dürften die von Goodfriend vermissten wichtigen Eigenschaften weitgehend aufweisen. Zu diesem Erfolg hat u. a. die Verwendung eines gleitenden

¹² Zum Vergleich mit den vorgestellten Modellergebnissen für den Gesamtnotenumlauf wurden auch die entsprechenden Modellspezifikationen von Galli (1980), Seiterle (1980), Kohli (1984) sowie von Rich und Béguelin (1985) überprüft. Dies geschah aufgrund von Quartalsschätzungen mit Daten bis und mit 1988. Für das reale Partialanpassungsmodell von Kohli war das Ergebnis, im Gegensatz zu den Resultaten für den Zeitraum bis zu den frühen achtziger Jahren, unbefriedigend. Dies betrifft vor allem die durchaus mangelnde Plausibilität und Stabilität der mittels des laufenden realen Bruttosozialprodukts geschätzten Transaktionselastizität. Die nominellen Partialanpassungsmodelle von Galli und Seiterle ergaben anhand des laufenden nominellen Konsums und des Sparzinssatzes weiterhin plausible und ziemlich stabile langfristige Transaktions- und Zinselastizitäten, jedoch kurzfristig mit erheblichen Wirkungsverzögerungen, die weniger plausibel sind. Mit der Spezifikation von Rich und Béguelin, die von der Partialanpassungshypothese keinen Gebrauch machten, wurden dagegen anhand des laufenden nominellen Bruttosozialprodukts und der Rendite langfristiger Bundesobligationen unplausible und instabile Elastizitäten geschätzt.

Als weiterer Vergleich wurden mit den aufdatierten Quartsreihen auch Cointegrationsversionen der erwähnten früheren Studien geschätzt. Dabei wurden aufgrund der langfristigen nominellen Modellspezifikationen von Galli, Seiterle sowie von Rich und Béguelin plausible und ziemlich stabile Koeffizienten erreicht. Die Standardfehler sind jedoch rund vier bis fünf Mal so hoch wie in Gleichung (5), wo insbesondere die Hortung von grossen Banknoten in den siebziger Jahren berücksichtigt ist. Die Durbin-Watson-Statistik deutet bei den Versionen von Galli und Seiterle Cointegration an. Die entsprechenden Fehler-Korrektur-Modelle sind jedoch mehr oder weniger unbefriedigend.

Acht-Quartals-Mittels für die Transaktionsvariable massgebend beigetragen.

Abschliessend soll noch auf die vergleichsweise sehr gute Präzision der Schätzgleichung (6) hingewiesen werden. Der Standardfehler der Regression beträgt 0,0075, was 0,75% des Notenumlaufs im ausgedehnten Zeitintervall 1962Q2–1988Q4 entspricht. Zudem erscheinen insbesondere die für die Geldpolitik wichtigen Schätzkoeffizienten der Transaktions- und Zinselastizitäten als ungewöhnlich zuverlässig und stabil.¹² Quartalsprognosen für 1989 aufgrund des in Tabelle 3 aufgeführten Modells haben den vorerst sehr hohen und anschliessend stark rückläufigen Zuwachs des schweizerischen Notenumlaufs erfreulich genau angezeigt.

Literaturverzeichnis

- Engle, R. F. and Granger, C. W. J. (1987), «Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing», *Econometrica*, Vol. 55
- Engle, R. F. and Yoo, B. S. (1987), «Forecasting and Testing in Co-Integrated Systems», *Journal of Econometrics*, 35
- Ettlin, F. (1987), «The Demand for Bank Notes in Switzerland: An Error-Correction Approach», *Paper Presented at the Oekonometiker-Tagung 1987*, Institut für Angewandte Wirtschaftsforschung, Universität Basel, 23. 10. 1987
- Ettlin, F. und Fluri, R. (1986), «Der Einfluss der Steuerveranlagung auf den Notenumlauf – Identifikation und Quantifizierung», *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, Nr. 3
- Galli, A. (1980), «Die Nachfrage nach Bargeld in der Schweiz», *Beilage zum Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank*, Heft Nr. 3
- Hendry, D. F., editor (1986), *Econometric Modelling with Cointegrated Variables*, Special Issue, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 48, Nr. 3, 1986
- Kohli, U. (1984), «La demande de monnaie en Suisse réexaminée», *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, Nr. 4
- Rich, G. and Béguelin, J.-P. (1985) «Swiss Monetary Policy in the 1970s and 1980s», *Monetary Policy and Monetary Regimes*, Center for Research in Government Policy and Business, Graduate School of Management, University of Rochester
- Seiterle, H. (1980), «The Demand for Bank Notes of Different Denominations in Switzerland», *Paper prepared for the BPC Statistics Committee Meeting in Rome*, March 26–28, 1980

Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1988

Die Zahlungsbilanz besteht im wesentlichen aus der Ertragsbilanz und der Kapitalverkehrsbilanz. Der Überschuss der *Ertragsbilanz* fiel im Jahre 1988 mit 12,3 Mrd. Franken höher aus als im Vorjahr (11,3 Mrd. Franken) und erreichte damit wieder das Niveau der Jahre 1985 und 1986. Die in der *Kapitalverkehrsbilanz* ausgewiesenen Kapitalexporte übertrafen die Kapitalimporte um 20 Mrd. Franken (Vorjahr: 14 Mrd. Franken).

Ertragsbilanz

Die anhaltend gute konjunkturelle Entwicklung im In- und Ausland im Jahre 1988 führte zu einer weiteren und deutlichen Erhöhung der Einnahmen und Ausgaben im *Warenverkehr* um fast 10% (vgl. Tabelle 1). Daraus resultierte ein Saldo von -9,0 Mrd. Franken (Vorjahr: -8,5 Mrd. Fran-

ken). Die Entwicklung der Position «Warenverkehr» wird vom sogenannten «Spezialhandel», den eigentlichen Warenexporten und -importen, dominiert. Am ausgeprägtesten nahmen im Jahre 1988 die Ausfuhren nach Japan (+23,7%) und Kanada (+18,6%) zu. Auch die Nachfrage aus dem EG-Raum entwickelte sich überdurchschnittlich. Die Güterimporte aus Japan stiegen mit +19,4% ebenfalls überdurchschnittlich. Hohe Zuwachsraten verzeichneten auch die Einfuhren aus den USA (+14,2%) und den EFTA-Staaten (+11,2%).

Bei den *Dienstleistungen*, die vor allem von der Entwicklung des Fremdenverkehrs geprägt werden, stiegen die Einnahmen mit 1,1% deutlich weniger als die Ausgaben mit 10,6%. Dementsprechend fiel der Saldo bei Einnahmen von 21,1 und Ausgaben von 11,4 Mrd. Franken mit

Tabelle 1: Ertragsbilanz

Komponenten	1988				Saldo Mrd. Fr.	1987	1986	1985
	Einnahmen Mrd. Fr.	% ¹	Ausgaben Mrd. Fr.	% ¹		Saldo Mrd. Fr.	Saldo Mrd. Fr.	Saldo Mrd. Fr.
A. Warenverkehr	76,5	9,9	85,4	9,3	- 9,0	- 8,5	- 7,4	- 8,7
1. Spezialhandel	74,1	9,8	82,4	9,6	- 8,3	- 7,7	- 6,5	- 8,1
2. Übriger Warenverkehr	1,3	12,9	2,4	1,6	- 1,1	- 1,3	- 1,3	- 1,2
3. Elektrische Energie	1,1	13,2	0,6	4,8	0,5	0,4	0,5	0,6
B. Dienstleistungen	21,1	1,1	11,4	10,6	9,8	10,6	10,1	9,7
4. Fremdenverkehr	10,3	3,1	8,8	12,3	1,6	2,2	2,5	2,8
5. Privatversicherungen	1,0	30,8	0,0	—	1,0	0,8	0,7	0,6
6. Transithandelsgeschäfte	0,7	- 8,6	—	—	0,7	0,8	0,5	0,7
7. Gütertransporte	0,7	- 0,8	0,1	- 4,1	0,6	0,6	0,7	0,8
8. Post- und Fernmeldeverkehr	0,6	- 7,3	0,7	0,5	- 0,1	0,0	- 0,1	- 0,1
9. Sonstige Dienstleistungen	7,9	- 2,5	1,9	6,9	6,0	6,3	5,8	4,9
C. Faktoreinkommen	30,9	10,3	16,9	1,9	14,0	11,4	11,6	13,4
10. Arbeitseinkommen	1,0	4,0	6,0	14,8	- 5,0	- 4,3	- 3,7	- 3,2
11. Kapitalerträge	29,9	10,6	10,9	- 4,0	19,0	15,7	15,3	16,6
Aussenbeitrag zum BSP (A+B+C)	128,5	8,4	113,7	8,3	14,8	13,5	14,3	14,4
D. Unentgeltliche Übertragungen	3,0	5,5	5,5	7,7	- 2,5	- 2,2	- 2,0	- 2,0
12. Private	0,4	0,0	2,9	7,1	- 2,5	- 2,3	- 2,2	- 2,1
13. Sozialversicherungen	0,8	13,9	1,6	8,0	- 0,7	- 0,7	- 0,7	- 0,6
14. Staat	1,8	3,3	1,0	9,1	0,8	0,8	0,9	0,7
Ertragsbilanz (A+B+C+D)	131,5	8,4	119,2	8,3	12,3	11,3	12,3	12,4

¹ Veränderung gegenüber dem Vorjahr

9,8 Mrd. Franken etwas geringer aus als im Vorjahr (10,6 Mrd. Franken). Beim Fremdenverkehr setzte sich die in den letzten Jahren beobachtete Entwicklung fort. Die Nachfrage nach schweizerischen Leistungen nahm wertmässig nur um 3,1% zu, während die inländischen Ausgaben für Reisen ins Ausland – vor allem nach entfernten Zielorten – um 12,3% höher ausfielen als im Vorjahr.

Die Einnahmenentwicklung bei den *Faktoreinkommen* (+10,3%) widerspiegelt die auf 29,9 Mrd. Franken angestiegenen Kapitalerträge aus dem Ausland. Bei den Ausgaben erhöhte sich zwar die Position «Arbeitseinkommen» deutlich (+14,8%), hingegen waren die Kapitalerträge mit 10,9 Mrd. Franken um 4% niedriger als im Vorjahr. Damit stieg der Saldo der Faktoreinkom-

men von 11,4 Mrd. Franken im Jahre 1987 auf 14 Mrd. Franken im Jahre 1988.

Die *Unentgeltlichen Übertragungen* nahmen auf der Einnahmenseite um 5,5% und auf der Ausgabenseite um 7,7% zu. In der Ertragsbilanz als Ganzem erhöhten sich die Einnahmen um 8,5% auf 131,7 Mrd. Franken und die Ausgaben um 8,3% auf 119,2 Mrd. Franken im Gleichschritt, so dass ein *Ertragsbilanzsaldo* von 12,5 Mrd. Franken resultierte (1987: 11,3 Mrd. Franken).

Kapitalverkehrsbilanz

Im Jahre 1988 wurden mit 39,9 Mrd. Franken 16% weniger *schweizerische Anlagen im Ausland* getätigt als im Vorjahr (Tabelle 2). Die Di-

Tabelle 2: Zahlungsbilanz¹ in Mrd. Franken

	1983	1984	1985	1986	1987 r	1988 p
I. Ertragsbilanz						
Warenverkehr (Saldo)	- 7,9	- 9,0	- 8,7	- 7,4	- 8,5	- 9,0
Dienstleistungen (Saldo)	7,8	8,4	9,7	10,1	10,6	9,8
Faktoreinkommen (Saldo)	10,1	12,8	13,4	11,6	11,4	14,0
Unentgeltliche Übertragungen (Saldo)	- 1,9	- 2,0	- 2,0	- 2,0	- 2,2	- 2,5
Saldo der Ertragsbilanz	8,1	10,3	12,4	12,3	11,3	12,3
II. Kapitalverkehr (ohne Nationalbank)						
1. Schweizerische Anlagen im Ausland	-16,5	-22,9	-52,3	-40,4	-47,3	-39,9
Direktinvestitionen	- 1,0	- 2,7	-11,2	- 2,6	- 1,9	-10,7
Portfolioinvestitionen	-12,1	-10,9	-16,1	-13,6	- 9,5	-18,0
Kapitalexport der Geschäftsbanken	- 3,6	- 4,1	-18,1	-19,5	-25,6	- 0,4
Übriger langfristiger Kapitalexport	0,0	0,5	- 2,0	- 0,8	- 2,1	- 2,9
Übriger kurzfristiger Kapitalexport	0,3	- 5,8	- 4,9	- 3,9	- 8,2	- 7,9
2. Ausländische Anlagen in der Schweiz	4,3	9,3	34,4	34,8	35,2	20,2
Direktinvestitionen	0,6	1,2	2,6	3,2	3,0	0,0
Portfolioinvestitionen	3,7	4,2	13,3	16,1	6,9	8,9
Kapitalimport der Geschäftsbanken	- 0,4	0,6	12,2	9,3	20,0	4,9
Übriger langfristiger Kapitalimport	0,7	0,1	1,3	3,3	1,0	0,0
Übriger kurzfristiger Kapitalimport	- 0,3	3,1	5,0	2,8	4,2	6,4
3. Saldo des Edelmetallverkehrs	- 5,5	4,2	2,5	- 4,0	- 1,9	- 0,3
Saldo des Kapitalverkehrs (ohne Nationalbank)	-17,7	- 9,5	-15,4	- 9,6	-14,0	-20,0
III. Veränderung des Nettoauslandstatus der Nationalbank	- 1,8	- 6,2	0,8	1,8	- 1,1	1,5
IV. Gegenbuchung zu den Wertveränderungen auf dem Nettoauslandstatus der Nationalbank	1,0	2,7	- 3,6	- 3,7	- 3,5	2,0
V. Saldo der nicht erfassten Transaktionen und statistischen Fehler	10,4	2,8	5,9	- 0,8	7,4	4,2

¹ Ein Minuszeichen bedeutet bei den Saldo der Ertragsbilanz einen Überschuss der Importe über die Exporte, beim Kapitalverkehr einen Kapitalexport. Beim Auslandstatus der Nationalbank bedeutet das Minuszeichen eine Zunahme der Guthaben

r revidiert

p provisorisch

rektionen (+463%) und die Portfolioinvestitionen (+89%) nahmen zwar rasant zu, doch verminderte sich gleichzeitig der Kapitalexport der Banken von 25,6 Mrd. Franken im Jahre 1987 auf 0,4 Mrd. Franken im Jahre 1988. Die hohen Direktinvestitionen schweizerischer Unternehmen im Betrage von 10,7 Mrd. Franken im Jahre 1988 erfolgten zu mehr als zwei Dritteln in Ländern der Europäischen Gemeinschaft und der Rest fast ausschliesslich in Finanzzentren von Entwicklungsländern.

Die *ausländischen Anlagen in der Schweiz* gingen ebenfalls zurück. Sie fielen 1988 mit 20,2 Mrd. Franken um 15 Mrd. Franken geringer aus als im Vorjahr. Dieser Rückgang ist vornehmlich auf die Geschäftsbanken zurückzuführen, die nicht nur ihre Kapitalexporte, sondern auch ihre -importe verringerten. Diese Entwicklung erklärt sich aus einer deutlichen Schrumpfung des Interbankengeschäfts. Änderungen von staatlichen Vorschriften in den Vereinigten Staaten (Steuer-gesetzgebung) bewirkten einen Abbau von Direktinvestitionen amerikanischer Unternehmungen

in der Schweiz. Gleichzeitig erhöhten japanische und europäische Gesellschaften ihre Investitionen, so dass der Bestand ausländischer Direktinvestitionen in der Schweiz unverändert blieb. Der *Saldo des Kapitalverkehrs* (ohne Nationalbank) stieg entsprechend von 14 Mrd. Franken im Jahre 1987 auf 20 Mrd. Franken im Jahre 1988.

Die verminderte Liquiditätsnachfrage der Banken sowie die restriktivere Geldpolitik der Nationalbank führten zu einer Reduktion ihres Devisenbestandes um 1,3 Mrd. Franken. Damit leistete die Nationalbank einen Beitrag an die Finanzierung des Fehlbetrages der Kapitalverkehrsbilanz. Insgesamt belief sich die Position *«Veränderung des Nettoauslandstatus der Nationalbank»* auf 1,5 Mrd. Franken.

Ein ausführlicher Bericht über die schweizerische Zahlungsbilanz im Jahre 1988 wird Ende September als Beilage zum Monatsbericht der Nationalbank erscheinen.

La balance suisse des paiements en 1988

La balance des paiements a deux principales composantes, la balance des transactions courantes (ou balance des revenus) et la balance des mouvements de capitaux. La balance des *transactions courantes* a dégagé un excédent de recettes de 12,3 milliards de francs en 1988, contre 11,3 milliards l'année précédente. Son solde a ainsi atteint de nouveau le niveau des années 1985 et 1986. Quant à la balance des *mouvements de capitaux*, elle s'est soldée par un excédent d'exportations de 20 milliards de francs, contre 14 milliards en 1987.

Balance des transactions courantes

Dans le *trafic de marchandises*, les recettes et les dépenses se sont accrues de près de 10%

(voir tableau 1), la conjoncture économique étant restée bonne en Suisse comme à l'étranger; le solde passif traditionnel du trafic de marchandises a passé par conséquent de 8,5 milliards en 1987 à 9 milliards de francs l'année suivante. Ce poste est formé essentiellement du «commerce spécial», c'est-à-dire des exportations et des importations de marchandises. Des taux de croissance particulièrement élevés ont été enregistrés pour les exportations vers le Japon (23,7%) et vers le Canada (18,6%). La demande provenant des pays de la CE a elle aussi progressé à un rythme supérieur à la moyenne. Du côté des importations, on peut noter une forte expansion des achats de marchandises au Japon (19,4%). En outre, les livraisons des Etats-Unis ont augmenté de 14,2%, et celles des pays de l'AELE, de 11,2%.

Tableau 1: Balance des transactions courantes (en milliards de francs)

Composantes	1988				1987		1986	1985
	Recettes	en % ¹	Dépenses	en % ¹	Solde	Solde	Solde	Solde
A. Trafic de marchandises	76,5	9,9	85,4	9,3	- 9,0	- 8,5	- 7,4	- 8,7
1. Commerce spécial	74,1	9,8	82,4	9,6	- 8,3	- 7,7	- 6,5	- 8,1
2. Autres postes	1,3	12,9	2,4	1,6	- 1,1	- 1,3	- 1,3	- 1,2
3. Energie électrique	1,1	13,2	0,6	4,8	0,5	0,4	0,5	0,6
B. Services	21,1	1,1	11,4	10,6	9,8	10,6	10,1	9,7
4. Tourisme	10,3	3,1	8,8	12,3	1,6	2,2	2,5	2,8
5. Assurances privées	1,0	30,8	0,0	—	1,0	0,8	0,7	0,6
6. Opérations de commerce en transit	0,7	- 8,6	—	—	0,7	0,8	0,5	0,7
7. Transport de marchandises	0,7	- 0,8	0,1	- 4,1	0,6	0,6	0,7	0,8
8. Postes et télécommunications	0,6	- 7,3	0,7	0,5	- 0,1	0,0	- 0,1	- 0,1
9. Autres services	7,9	- 2,5	1,9	6,9	6,0	6,3	5,8	4,9
C. Revenus de facteurs	30,9	10,3	16,9	1,9	14,0	11,4	11,6	13,4
10. Revenus du travail	1,0	4,0	6,0	14,8	- 5,0	- 4,3	- 3,7	- 3,2
11. Revenus de capitaux	29,9	10,6	10,9	- 4,0	19,0	15,7	15,3	16,6
Contribution de l'extérieur au PNB (A+B+C)	128,5	8,4	113,7	8,3	14,8	13,5	14,3	14,4
D. Transferts sans contrepartie	3,0	5,5	5,5	7,7	- 2,5	- 2,2	- 2,0	- 2,0
12. Transferts privés	0,4	0,0	2,9	7,1	- 2,5	- 2,3	- 2,2	- 2,1
13. Assurances sociales	0,8	13,9	1,6	8,0	- 0,7	- 0,7	- 0,7	- 0,6
14. Transferts de l'Etat	1,8	3,3	1,0	9,1	0,8	0,8	0,9	0,7
Total (A+B+C+D)	131,5	8,4	119,2	8,3	12,3	11,3	12,3	12,4

¹ Variation par rapport à l'année précédente

Dans les *services*, les recettes ont progressé de 1,1% pour atteindre 21,1 milliards de francs, alors que les dépenses se sont accrues de 10,6%, passant à 11,4 milliards. L'excédent de recettes s'est inscrit par conséquent à 9,8 milliards de francs, contre 10,6 milliards en 1987. Les tendances observées ces dernières années dans le domaine du tourisme – ce poste joue un rôle dominant dans l'évolution des services – ont continué en 1988; la demande de l'étranger a augmenté, en valeur, de 3,1% seulement, alors que les dépenses des résidents pour des voyages à l'étranger ont enregistré une hausse

de 12,3%, hausse qui est due notamment au nombre croissant des voyages de longues distances.

Les recettes au titre des *revenus de facteurs* ont progressé de 10,3%. Leur expansion s'explique principalement par la forte croissance du produit des capitaux placés à l'étranger, produit qui a atteint 29,9 milliards de francs en 1988. Du côté des dépenses, les revenus du travail ont augmenté de 14,8%, mais les revenus de capitaux ont diminué de 4% pour s'inscrire à 10,9 milliards de francs. Aussi le solde actif des revenus de

Tableau 2: La balance suisse des paiements, de 1983 à 1988

Aperçu	En milliards de francs ¹					
	1983	1984	1985	1986	1987 ^r	1988 ^p
I. Transactions courantes						
Trafic de marchandises (solde)	- 7,9	- 9,0	- 8,7	- 7,4	- 8,5	- 9,0
Services (solde)	7,8	8,4	9,7	10,1	10,6	9,8
Revenus de facteurs (solde)	10,1	12,8	13,4	11,6	11,4	14,0
Transferts sans contrepartie (solde)	- 1,9	- 2,0	- 2,0	- 2,0	- 2,2	- 2,5
Solde des transactions courantes	8,1	10,3	12,4	12,3	11,3	12,3
II. Mouvements de capitaux (sans la Banque nationale)						
1. Placements suisses à l'étranger						
Investissements directs	- 1,0	- 2,7	- 11,2	- 2,6	- 1,9	- 10,7
Investissements de portefeuille	- 12,1	- 10,9	- 16,1	- 13,6	- 9,5	- 18,0
Exportations de capitaux						
des banques commerciales	- 3,6	- 4,1	- 18,1	- 19,5	- 25,6	- 0,4
Autres exportations de capitaux à long terme	0,0	0,5	- 2,0	- 0,8	- 2,1	- 2,9
Autres exportations de capitaux à court terme	0,3	- 5,8	- 4,9	- 3,9	- 8,2	- 7,9
2. Placements étrangers en Suisse						
Investissements directs	0,6	1,2	2,6	3,2	3,0	0,0
Investissements de portefeuille	3,7	4,2	13,3	16,1	6,9	8,9
Importations de capitaux						
des banques commerciales	- 0,4	0,6	12,2	9,3	20,0	4,9
Autres importations de capitaux à long terme	0,7	0,1	1,3	3,3	1,0	0,0
Autres importations de capitaux à court terme	- 0,3	3,1	5,0	2,8	4,2	6,4
3. Solde des transactions sur métaux précieux						
Solde des mouvements de capitaux (sans la Banque nationale)	- 17,7	- 9,5	- 15,4	- 9,6	- 14,0	- 20,0
III. Variation de la position extérieure nette de la Banque nationale						
	- 1,8	- 6,2	0,8	1,8	- 1,1	1,5
IV. Compensation pour les ajustements de valeur sur la position extérieure nette de la Banque nationale						
	1,0	2,7	- 3,6	- 3,7	- 3,5	2,0
V. Erreurs et omissions						
	10,4	2,8	5,9	- 0,8	7,4	4,2

¹ Le signe moins (-) signifie un excédent des importations sur les exportations, dans les transactions courantes, et une exportation de capitaux, dans les mouvements de capitaux. Pour la position extérieure de la Banque nationale, il signifie une augmentation des avoirs.

^r = chiffre révisé

^p = chiffre provisoire

facteurs a-t-il passé de 11,4 milliards en 1987 à 14 milliards de francs l'année suivante.

Les *transferts sans contrepartie* ont augmenté de 5,5% du côté des recettes et de 7,7% du côté des dépenses.

Si l'on prend l'ensemble des postes de la *balance des transactions courantes*, les recettes se sont accrues de 8,4% pour atteindre 131,5 milliards, et les dépenses ont passé à 119,2 milliards de francs, soit 8,3% de plus qu'en 1987. L'excédent de recettes s'est inscrit par conséquent à 12,3 milliards de francs, contre 11,3 milliards l'année précédente.

Balance des mouvements de capitaux

En 1988, les *résidents ont exporté des capitaux* pour 39,9 milliards de francs, soit pour un montant inférieur de 16% à celui de l'année précédente (voir tableau 2). Les investissements directs se sont accrues de 463%, et les investissements de portefeuille, de 89%. Toutefois, les exportations de capitaux des banques, qui avaient atteint 25,6 milliards en 1987, ont diminué à 0,4 milliard de francs en 1988. Les forts investissements directs que les entreprises suisses ont effectués à l'étranger en 1988 – 10,7 milliards de francs – sont allés pour plus de deux tiers dans les pays de la Communauté européenne. Le solde a été investi essentiellement dans des centres financiers de pays en développement.

Les *importations de capitaux* ont elles aussi fléchi par rapport à l'année précédente. Elles se sont chiffrées à 20,2 milliards de francs, soit à 15 milliards de moins qu'en 1987. Leur recul est dû principalement aux banques commerciales qui, du fait notamment de la nette diminution des opérations interbancaires, ont réduit aussi bien leurs importations que leurs exportations de capitaux. Des adaptations de la législation fiscale aux Etats-Unis ont incité les entreprises américaines à réduire le volume de leurs investissements directs en Suisse. Des sociétés japonaises et européennes ont toutefois effectués de nouveaux investissements, de sorte que le volume des investissements directs étrangers en

Suisse est resté inchangé. Au total, les *mouvements de capitaux* (sans la Banque nationale) se sont soldés par des exportations nettes de 20 milliards de francs, contre 14 milliards en 1987.

A la suite de la diminution de la demande de liquidités des banques et du resserrement de la politique monétaire suisse, les réserves de devises ont fléchi de 1,3 milliard de francs. La Banque nationale a ainsi contribué au financement du solde passif de la balance des mouvements de capitaux. Le poste «*Variation de la position extérieure nette de la Banque nationale*» s'est inscrit au total à 1,5 milliard de francs.

Un commentaire détaillé de la balance suisse des paiements en 1988 paraîtra, à fin septembre, en annexe au Bulletin mensuel de la Banque nationale suisse.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Erhöhung des Diskontsatzes

Die Schweizerische Nationalbank erhöhte nach Rücksprache mit dem Bankausschuss am 30. Juni 1989 den Diskontsatz um einen Prozentpunkt auf 5½%.

Kündigung der Vereinbarung über die Finanzierung von Pflichtlagern

Die Nationalbank kündigte am 29. Juni 1989 die mit dem Bund bestehende Vereinbarung über die Finanzierung von Pflichtlagern auf den 31. Dezember 1989.

Kurz zuvor hatte auch die Bankiervereinigung den entsprechenden Schritt getan. Vor dem Beginn des letzten Weltkrieges hatte sich die Nationalbank in einer Vereinbarung bereit erklärt, Pflichtlagerkredite durch Übernahme von Wechseln der Pflichtlagerhalter zu gewähren. Die Vereinbarung wurde mehrmals erneuert. Die Pflichtlagerwechsel wurden nach Massgabe der Geschäftsbedingungen der Nationalbank diskontiert, rediskontiert oder in Pension genommen. Die Pensionierung von Pflichtlagerwechseln war erst seit 1974 möglich und wurde zu Beginn der achtziger Jahre stark beansprucht. Die Pflichtlagerwechsel, die sich im Besitz der Banken befanden, konnten am Monatsende jeweils für die Dauer von fünf Tagen zu Originalkonditionen in Pension gegeben werden. Das Bedürfnis der Banken, ihre Giro Guthaben am Ultimo durch Pensionierung von Pflichtlagerwechseln zu erhöhen, sank indessen wegen der neuen, am 1. Januar 1988 in Kraft getretenen Vorschriften über die Liquidität der Banken. Die Möglichkeit, Pflichtlagerwechsel bei der Notenbank am Ultimo in grossem Umfang zu pensionieren, erschwerte zudem der Nationalbank die Liquiditätssteuerung. Die Nationalbank setzte deshalb die Zusage der Pensionierung am 10. Juli 1989 ausser Kraft. Während einer Übergangsphase ist die Nationalbank bereit, die Hälfte der von den Banken entgegengenommenen dreimonatigen Pflichtlagerwechsel während der Restlaufzeit von 60 Tagen zum offiziellen Diskontsatz zu rediskontieren.

Relèvement du taux de l'escompte

Après avoir consulté le Comité de banque, la Banque nationale a porté son taux de l'escompte de 4½% à 5½% à compter du 30 juin 1989.

Dénonciation de la convention relative au financement des stocks obligatoires

Le 29 juin 1989, la Banque nationale a dénoncé, au 31 décembre 1989, la convention passée avec la Confédération au sujet du financement des stocks obligatoires. L'Association suisse des banquiers avait pris une décision analogue peu auparavant.

Peu avant l'éclatement de la dernière guerre mondiale, la Banque nationale avait accepté, dans une convention, de participer au financement des stocks obligatoires en reprenant des effets des détenteurs de tels stocks. La convention a été renouvelée à plusieurs reprises. Dans les limites des conditions de la Banque nationale, les effets de stocks obligatoires ont été escomptés, réescomptés et pris en pension. Possible depuis 1974, la mise en pension d'effets de stocks obligatoires a été fortement utilisée à partir du début des années quatre-vingt. A chaque fin de mois, les banques ont pu mettre en pension à l'institut émission, aux conditions originales et pendant une durée de cinq jours, les effets de stocks obligatoires qu'elles détenaient. Pour les banques, le besoin de mettre en pension ces effets a diminué depuis l'entrée en vigueur, le 1er janvier 1988, des nouvelles dispositions sur les liquidités bancaires. En outre, la possibilité de mettre en pension, aux échéances mensuelles, un volume élevé d'effets de stocks obligatoires a rendu plus difficile la gestion des liquidités par la Banque nationale. Aussi celle-ci a-t-elle supprimé cette possibilité à compter du 10 juillet 1989. Pendant une phase transitoire, la Banque nationale est toutefois disposée à accepter au réescompte, au taux officiel de l'escompte et pendant les 60 derniers jours des papiers, la moitié des effets de stocks obligatoires à trois mois que les banques détiennent.

