
**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjuncture**

**No. 3
September/septembre 1990**

8. Jahrgang/8e année

Inhalt/Table des matières

Übersicht	177
Sommaire	178
Sommario	179
Abstracts	180
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	181
Situation économique et monétaire	209
<hr/>	
Markus Lusser: Die EG auf der Suche nach der monetären Integration – Parallelen zur schweizerischen Währungsgeschichte	239
<hr/>	
Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1989	247
La balance suisse des paiements en 1989	251
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	254
Chronique monétaire	254

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 181–208)

Die Konjunktorentwicklung in den OECD-Ländern verlief auch im zweiten Quartal 1990 unterschiedlich. Während die amerikanische und die britische Wirtschaft nur mässig wuchsen, nahm das Wirtschaftswachstum in den kontinental-europäischen Ländern zwar kräftig, jedoch langsamer zu. Am stärksten waren die Auftriebskräfte in der Bundesrepublik Deutschland. Gemessen an den ersten Indikatoren liessen dagegen die konjunkturellen Impulse in Frankreich und in Italien im zweiten Quartal etwas nach. Die japanische Konjunktur schliesslich wies im ersten Halbjahr 1990 eine robustere Verfassung auf als erwartet worden war.

Die durchschnittliche Jahresteuersatzrate der OECD-Länder ging zwischen März und Mai leicht zurück. Die Geldpolitik der grossen Industrieländer blieb trotzdem im zweiten Quartal im grossen und ganzen restriktiv. Dies gilt besonders für die Bundesrepublik Deutschland. In den Vereinigten Staaten lassen die seit einigen Monaten leicht sinkenden kurzfristigen Zinsen auf eine etwas lockerere Geldpolitik schliessen.

Der starke Aufschwung setzte sich in der Schweiz auch im zweiten Quartal 1990 fort. Das Wirtschaftswachstum stieg gemessen am Bruttoinlandprodukt nur geringfügig schwächer als im ersten Quartal. Der private Konsum expandierte stark. Auch die Ausrüstungsinvestitionen nahmen erneut kräftig zu. Im Bereich der Bauinvestitionen expandierte der gewerblich-industrielle Bau unverändert weiter, einzig im Bereich des Wohnungsbaus schwächte sich das Wachstum deutlich ab. Der Arbeitsmarkt zeigte ein gegenüber den vergangenen Perioden nur wenig verändertes Bild. Die Arbeitslosenquote blieb tief, und die Zahl der Beschäftigten nahm wiederum stark zu.

Die Nationalbank setzte ihren restriktiven geldpolitischen Kurs angesichts der immer noch hohen Teuerung und der stark ausgelasteten Kapazitäten fort. Sie stabilisierte die Giroguthaben bei

rund 3 Mrd. Franken, während die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge auf Jahresbasis hochgerechnet um 5% gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1989) sank.

Die EG auf der Suche nach der monetären Integration – Parallelen zur schweizerischen Währungsgeschichte (S. 239–246)

Das einheitliche Währungsgebiet, das die EG anstrebt, ist grundsätzlich auf zwei Wegen erreichbar: entweder über eine Zentralisierung der Währungen oder über ein System konkurrierender Wechselkurse. Es ist zweifelhaft, ob die EG mit ihrem starken Nord-Süd-Gefälle reif ist, die Währungen zu vereinheitlichen. Eine Konkurrenz der Währungen wäre deshalb zu befürworten. Mit der Idee, zuerst für ein «Kerneuropa» (BRD, Frankreich, Benelux) einen währungspolitischen Stabilitätsblock zu bilden, würde die EG ein Konkurrenzelement einführen. Die Schweiz könnte mit der Verfolgung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik, die Ziele der «Kernzone» aktiv unterstützen und diese vergrössern.

Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1989 (S. 247–250)

Der Überschuss der Ertragsbilanz schwächte sich im Jahre 1989 um eine Milliarde auf 12,2 Mrd. Franken ab; die Ertragsbilanz blieb damit seit 1981 ununterbrochen aktiv. Der Rückgang ist darauf zurückzuführen, dass die schweizerischen Importe von Gütern und Dienstleistungen deutlich stärker stiegen als die Exporte. Der Fehlbetrag der Kapitalverkehrsbilanz sank infolge der starken Zunahme der Kapitalimporte von 21,8 Mrd. Franken im Vorjahr auf 4,3 Mrd. im Jahre 1989. Bei den Kapitalexporten verzeichneten die Kapitalabflüsse in kurzfristige Treuhandanlagen eine markante Zunahme. Die Kapitalimporte wurden massgeblich durch die hohe Mittelaufnahme der Banken im Ausland und durch die Zunahme der Käufe von schweizerischen Aktien und Partizipationsscheinen durch ausländische Anleger bestimmt.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 209–238)

Au deuxième trimestre de 1990, l'évolution de la conjoncture a continué à marquer d'importants écarts entre les pays de l'OCDE. La croissance a été faible aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, mais toujours forte, en dépit d'un ralentissement, dans les pays de l'Europe continentale. Les poussées les plus vives ont été observées en République fédérale d'Allemagne. En France et en Italie, les impulsions conjoncturelles ont un peu faibli, selon les premiers indicateurs disponibles pour le deuxième trimestre. Quant à l'économie japonaise, elle a été au premier semestre beaucoup plus vigoureuse que prévu.

En moyenne des pays de l'OCDE, le taux annuel de renchérissement a diminué légèrement entre mars et mai. Néanmoins, les grands pays industrialisés – en particulier la République fédérale d'Allemagne – ont dans l'ensemble maintenu le cours restrictif de leur politique monétaire. Aux Etats-Unis, le léger repli que les taux d'intérêt à court terme enregistrent depuis quelques mois incite à conclure à un certain assouplissement de la politique monétaire.

En Suisse également, l'essor est resté vigoureux au deuxième trimestre. La croissance du produit intérieur brut n'a été que légèrement inférieure au rythme observé pour le premier trimestre. La consommation privée et les investissements en biens d'équipement ont augmenté fortement. Dans le domaine de la construction, l'expansion a été toujours vive dans le secteur des bâtiments destinés à l'industrie et à l'artisanat, mais a faibli nettement dans celui des logements. Sur le marché du travail, la situation n'a guère varié par rapport aux trimestres précédents. Le taux de chômage est resté inchangé, et l'emploi a progressé sensiblement.

Etant donné le rythme de la hausse des prix et le taux d'utilisation des capacités de production, la Banque nationale a maintenu le cours restrictif de sa politique monétaire. Elle a stabilisé à environ 3 milliards de francs le volume des avoirs en

comptes de virements. La monnaie centrale desaisonnalisée a cependant diminué de 5%, en taux annualisé, par rapport à son niveau de la période de référence (4^e trimestre de 1989).

La CE sur la voie de l'intégration monétaire – Parallèle avec l'histoire monétaire suisse (p. 239–246)

Fondamentalement, deux méthodes peuvent conduire à une zone monétaire homogène dans la CE: la première consiste à créer une monnaie unique et, la seconde, à mettre en place un système de monnaies flottantes qui se concurrencent. Etant donné les gros écarts existant entre le Nord et le Sud au sein de la CE, on peut douter que celle-ci soit prête pour la première méthode. Un système mettant les monnaies en concurrence est par conséquent préférable. La création d'un noyau de stabilité comprenant la RFA, la France et le Benelux introduirait un élément de concurrence. La Suisse, en menant une politique monétaire axée sur la stabilité, pourrait soutenir activement les objectifs de ce noyau et renforcer celui-ci.

La balance suisse des paiements en 1989 (p. 251–254)

La balance des transactions courantes a dégagé un excédent de recettes de 12,2 milliards de francs en 1989, contre 13,2 milliards l'année précédente. Le repli est dû au fait que la croissance des importations de biens et de services a été nettement plus forte que celle des exportations. A la suite d'une augmentation substantielle des importations de capitaux, le solde passif de la balance des capitaux a reculé de 21,8 milliards en 1988 à 4,3 milliards de francs en 1989. Les exportations de capitaux sous forme d'opérations fiduciaires à court terme se sont accrues sensiblement. Du côté des importations de capitaux, les gros recueils de fonds à l'étranger des banques et les importants placements des non-résidents en actions et bons de participation suisses sont les deux faits les plus marquants.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 181–238)

Anche durante il secondo trimestre del 1990 i paesi dell'OCSE registrarono uno sviluppo congiunturale eterogeneo. Mentre negli Stati Uniti ed in Gran Bretagna la crescita economica fu soltanto modesta, nei paesi dell'Europa continentale aumentò assai, seppure più lentamente. Gli impulsi maggiori si ebbero nella Repubblica federale di Germania. In confronto agli indici del primo trimestre, nel secondo la crescita congiunturale fu invece più lenta in Francia ed in Italia. La congiuntura giapponese, infine, si rivelò nel primo semestre del 1990 più resistente del previsto.

Il tasso medio annuo di rincaro dei paesi dell'OCSE calò leggermente da marzo a maggio. Nonostante questo, durante il secondo trimestre la politica monetaria dei grandi paesi industrializzati restò in tutto e per tutto restrittiva. Questo vale soprattutto per la Repubblica federale di Germania. Negli Stati Uniti i tassi d'interesse a breve termine in leggero calo da alcuni mesi lasciano presumere un certo allentamento della politica monetaria.

La forte ripresa congiunturale si protrasse in Svizzera anche nel secondo trimestre del 1990. Riferita al prodotto interno lordo, la crescita economica risultò solo leggermente inferiore a quella del primo. Il consumo privato registrò una forte espansione. Anche gli investimenti d'equipaggiamento aumentarono di nuovo notevolmente. Per quanto riguarda gli investimenti nel settore delle costruzioni, continuò costante la crescita dell'edilizia industriale e commerciale; soltanto l'aumento delle costruzioni d'abitazione s'affievolì nettamente. Il mercato del lavoro si presentò pressoché invariato rispetto ai periodi precedenti. Il tasso di disoccupazione rimase basso ed il numero delle persone occupate crebbe nuovamente assai.

Visto che sussisteva un forte rincaro ed il grado di sfruttamento delle capacità produttive restava alto, la Banca nazionale mantenne il corso restrit-

tivo della sua politica monetaria. Gli averi in conto giro furono stabilizzati a circa 3 miliardi di franchi, mentre la base monetaria epurata degli effetti stagionali, in termini annualizzati, diminuì del 5% rispetto al periodo di riferimento (4° trimestre del 1989).

Le CE alla ricerca dell'integrazione monetaria – paralleli con la storia monetaria svizzera (p. 239–246)

Due sono essenzialmente i modi di costituire la zona monetaria unica a cui mirano le CE: una centralizzazione delle monete o un sistema di tassi di cambio concorrenti. È dubbio se le CE, con le forti divergenze economiche che sussistono tra il nord ed il sud, siano già in grado d'unificare le loro valute. Sarrebbe perciò auspicabile la concorrenza tra le monete. Con l'idea di costituire dapprima un blocco monetario stabile nel «nucleo» dell'Europa (RFG, Francia, Benelux), le CE introdurrebbero un elemento di concorrenza. Seguendo una politica monetaria tesa alla stabilità, la Svizzera potrebbe collaborare attivamente al raggiungimento delle mete di tale «zona-nucleo», ampliandone le dimensioni.

Evoluzione della bilancia svizzera dei pagamenti nel 1989 (p. 247–254)

L'eccedente della bilancia corrente, in attivo dal 1981 senza interruzione, diminuì nel 1989 d'un miliardo, scendendo a 12,2 miliardi di franchi. Tale calo è dovuto al fatto che le importazioni in Svizzera di beni e servizi aumentarono nettamente di più che non le esportazioni. Il disavanzo della bilancia dei movimenti di capitale diminuì, in seguito alla forte crescita delle importazioni di capitale, da 21,8 miliardi di franchi nell'anno precedente a 4,3 miliardi nel 1989. Per quanto concerne le esportazioni di capitale, aumentarono notevolmente i deflussi verso investimenti fiduciari a breve termine. Le importazioni di capitale furono determinate principalmente dal forte ricorso delle banche a mezzi esteri e dall'aumento degli acquisti d'azioni e di buoni di partecipazione svizzeri da parte d'investitori esteri.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 181–238)

The OECD countries continued to exhibit varying degrees of economic development in the second quarter of 1990. While the US and Britain witnessed no more than moderate growth, the countries of Continental Europe benefited from vigorous, albeit slower, economic expansion. The strongest stimulating forces were active in West Germany. Measured by the first indicators, the economic stimuli in France and Italy, on the other hand, weakened somewhat in the second quarter. The Japanese economy, finally, proved to be more robust than expected in the first half of 1990.

The average annual inflation rate in the OECD countries eased slightly between March and May. Nevertheless, the monetary policies of the major industrialised countries remained restrictive on the whole in the second quarter. This holds true notably for West Germany. In the United States, short-term interest rates, which have tended to decline for some months, point to a rather more relaxed monetary policy.

In Switzerland, the strong upswing continued in the second quarter of 1990. Measured by gross domestic product, the economy grew at only a slightly lesser pace than in the first quarter. Private consumption expanded markedly and equipment investment, too, again increased vigorously. As before, the construction sector was characterised by rising investments in commercial and industrial building ventures; only residential construction showed a significant slowdown in growth. The labour market presented itself much the same as in the previous periods. The jobless rate remained low, and the number of employed persons again rose perceptibly.

In view of the persistently high level of inflation and strong capacity utilisation the Swiss National Bank adhered to its restrictive monetary policy. Sight deposits were stabilised at around Sfr 3 billion while the seasonally adjusted monetary base

fell by 5% (annualised calculation) from the base period (4th quarter of 1989).

The EC in pursuit monetary integration – parallels in Swiss monetary history (pp. 239–246)

In principle, the integrated currency area envisaged by the EC may be achieved in two ways: either by means of a standard currency or through a system of competitive exchange rates. It is doubtful whether the EC, with its steep gradient between North and South, is actually advanced enough to standardise the currencies. Preference should therefore be given to competitive currencies. The idea of first establishing a monetary stability bloc for the «core of Europe» (West Germany, France, Benelux countries) would enable the EC to introduce a competitive element. By pursuing a stability-oriented monetary policy, Switzerland could actively support the «core zone» and thus help to extend it.

The development of Switzerland's balance of payments in 1989 (pp. 247–254)

In 1989 the current account surplus receded by Sfr 1 billion to Sfr 12.2 billion; the current account has thus exhibited a surplus uninterruptedly since 1981. The decline is due to the much sharper rise in Swiss imports of goods and services than in exports. The capital account deficit contracted – due to appreciably higher capital imports – from Sfr 21.8 billion in 1988 to Sfr 4.3 billion in 1989. In the capital exports sector, the outflow of capital into short-term fiduciary investments picked up markedly. Capital imports were accounted for primarily by large-scale borrowing by banks abroad and by the increased acquisition of Swiss shares and participation certificates by foreign investors.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 7. September 1990*

A. Überblick über die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland und in der Schweiz

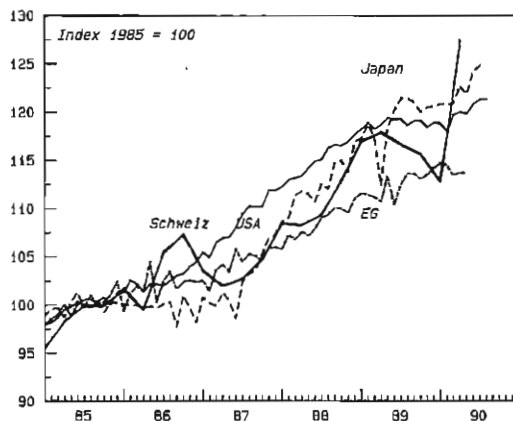
1. Ausland

Konjunkturentwicklung

In den OECD-Ländern hielt das günstige Konjunkturklima auch im zweiten Quartal 1990 an. Allerdings bestanden zwischen den grossen Industrieländern weiterhin beträchtliche Wachstumsunterschiede. Während die amerikanische und die britische Wirtschaft nur mässig wuchsen, setzte sich der Konjunkturaufschwung in den kontinentaleuropäischen Ländern fort. Am stärksten waren die Auftriebskräfte in der Bundesrepublik Deutschland. Nach dem Wachstumsschub im ersten Quartal nahmen erneut alle Nachfragekomponenten – vor allem aber der private Konsum und die Wohnbauinvestitionen – kräftig zu. Gemäss ersten Indikatoren liessen dagegen die konjunkturellen Impulse in Frankreich und in Italien im zweiten Quartal etwas nach. Während in Frankreich insbesondere die Bautätigkeit an Schwung verlor, schwächte sich in Italien die Exportnachfrage ab. Die japanische Konjunktur schliesslich wies eine robustere Verfassung auf, als nach der markanten Wachstumsverlangsamung Ende 1989 und den Turbulenzen am Aktienmarkt Anfang 1990 erwartet worden war. Nachdem im ersten Quartal vor allem die Exporte überaus kräftig gestiegen waren, belebte sich im zweiten Quartal auch die Binnennachfrage, insbesondere der private Konsum.

Dank der guten Konjunkturlage nahm die Zahl der Arbeitslosen in der Europäischen Gemeinschaft zwischen Februar und April erneut ab. Im Mai betrug die durchschnittliche Arbeitslosenquote der EG-Länder 8,4%, gegenüber 9,0% vor

Grafik 1: Industrielle Produktion



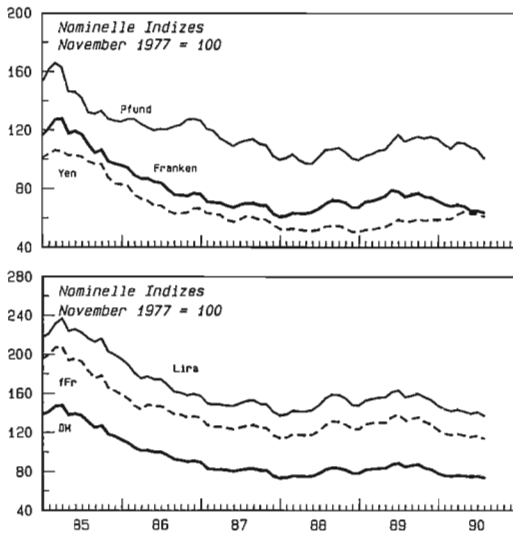
Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

Jahresfrist. Einem deutlichen Rückgang in der Bundesrepublik Deutschland stand dabei eine leicht höhere Arbeitslosigkeit in Grossbritannien gegenüber. In den Vereinigten Staaten und in Japan blieben die Arbeitslosenquoten unverändert; auf dem japanischen Arbeitsmarkt verschärfte sich dabei der Mangel an Arbeitskräften.

Die durchschnittliche Jahresteuersatzrate der OECD-Länder ging zwischen März und Mai von 6,5% auf 6,0% zurück. In allen grossen Industrieländern mit Ausnahme von Grossbritannien sanken die Teuerungsraten leicht. Teuerungsdämpfend waren im zweiten Quartal erneut die tieferen Erdölpreise. In Europa wirkte sich zusätzlich die Höherbewertung der europäischen Währungen gegenüber dem amerikanischen Dollar positiv aus. In Italien wurden diese Effekte zusätzlich durch den Kursanstieg der Lira gegenüber den europäischen Währungen verstärkt. Die Teuerungsaussichten im OECD-Raum haben sich jedoch nach der jüngsten Entwicklung auf dem Erdölmarkt wieder verschlechtert. Nachdem die Erdölpreise bereits Ende Juli infolge der neuen Preis- und Mengenabsprachen in der OPEC deut-

* Der Bericht wurde Mitte August abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Mai, Juni und Juli 1990 bekannt wurden.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



lich angezogen hatten, führte die Besetzung Kuwaits durch den Irak zu weiteren, markanten Preissteigerungen.

Die OECD rechnet in ihrer Wirtschaftsprognose für das laufende und das nächste Jahr damit, dass sich der Konjunkturaufschwung im OECD-Raum fortsetzen und sich die Teuerung stabilisieren wird. Angesichts der wirtschaftlichen Umgestaltung Osteuropas revidierte die OECD insbesondere ihre Wachstumsprognose für die Bundesrepublik Deutschland nach oben. Nach Japan dürfte damit die Bundesrepublik Deutschland in den kommenden anderthalb Jahren das stärkste Wachstum aufweisen, während die amerikanische und die britische Wirtschaft weiterhin nur wenig Dynamik zeigen werden. Da die OECD ihren Bericht Ende Juni publiziert hat, sind die Golfkrise und ihre Auswirkungen, z. B. der resultierende Ölpreisschub, jedoch noch nicht berücksichtigt. Die OECD-Prognosen basieren dabei auf der Annahme, dass der Erdölpreis im ersten Halbjahr 1990 17 Dollar beträgt und danach real konstant bleibt. Eine namhafte dauerhafte Erhöhung des Erdölpreises würde nicht nur höhere Teuerungsraten, sondern auch ein schwächeres reales Wachstum bedeuten.

Wirtschaftspolitik

Die Geldpolitik der grossen Industrieländer blieb im zweiten Quartal im grossen und ganzen restriktiv. Dies gilt besonders für die Bundesrepublik Deutschland: Die kurzfristigen Zinssätze verharrten auf dem hohen Stand des ersten Quartals, und das Wachstum der Zielgrösse M_3 verlangsamte sich weiter. Während auch die britischen Währungsbehörden an ihrer Hochzinspolitik festhielten und die französischen Zinssätze auf dem Stand des Vorquartals blieben, deutet der leichte Rückgang der kurzfristigen Zinssätze in Italien auf eine Lockerung des geldpolitischen Kurses hin. Die italienischen Währungsbehörden liessen den Zinsrückgang nicht zuletzt infolge der ausgeprägten Aufwertungstendenz der Lira zu. Auch in den Vereinigten Staaten lassen die seit einigen Monaten leicht sinkenden kurzfristigen Zinsen – insbesondere die Herabsetzung des vom Federal Reserve direkt gesteuerten Tagesgeldsatzes Ende Juli – auf eine etwas lockerere Geldpolitik schliessen. Die amerikanischen Währungsbehörden bekräftigten jedoch, dass der Inflationsbekämpfung trotz der Abkühlung des konjunkturellen Klimas unverändert Priorität zukomme. In Japan wurde die seit Anfang des Jahres straffere Geldpolitik beibehalten, so dass die kurzfristigen Zinssätze unverändert hoch blieben. Die Geldmenge wuchs in Japan jedoch weiterhin deutlich stärker als erwartet.

Nachdem die langfristigen Zinssätze in fast allen grossen europäischen Industrieländern und in Japan zu Beginn des Jahres kräftig gestiegen waren, stabilisierten sie sich im zweiten Quartal. In Frankreich und in Grossbritannien gingen sie sogar etwas zurück, während die deutschen und die japanischen Sätze auf dem am Ende des ersten Quartals erreichten hohen Niveau verharrten.

Das Budgetdefizit der Vereinigten Staaten wird im Fiskaljahr 1990, das im September zu Ende geht, mit über 200 Mrd. Dollar höher ausfallen, als ursprünglich budgetiert worden war. Für das kommende Fiskaljahr muss mit einem weiteren Anstieg des Defizites gerechnet werden. Dies ist selbst dann nicht zu vermeiden, wenn sich Regierung und Parlament auf eine substantielle Kürzung der Ausgaben bzw. Erhöhung der Steuern

einigen können oder der automatische Kürzungsmechanismus des Gramm-Rudman-Hollings-Gesetzes in Kraft tritt. Denn einerseits ist als Folge des schwächeren Konjunkturwachstums mit geringeren Steuereinnahmen zu rechnen als erwartet, während andererseits die Sanierung des amerikanischen Sparkassensystems zu beträchtlichen Mehrausgaben führen wird. Nachdem die amerikanischen Haushaltsfehlbeträge in den Jahren 1986 bis 1989 deutlich zurückgegangen waren, dürfte das Defizit im Fiskaljahr 1991 zum zweiten Mal hintereinander wieder steigen.

Angesichts der bevorstehenden Vereinigung der beiden deutschen Staaten zog die bundesdeutsche Regierung den von ihr bereits verabschiedeten Haushaltsentwurf für 1991 wieder zurück. Dafür soll jetzt so rasch wie möglich ein gesamtdeutsches Budget vorbereitet werden.

Devisenmarkt

In den vier Monaten von Mai bis August geriet der amerikanische Dollar gegenüber den Währungen der wichtigsten Industrieländer deutlich unter Druck. Das unerwartet schwache Wirtschaftswachstum und die Anzeichen zunehmender Arbeitslosigkeit führten zu diesen Kursverschiebungen. Der Dollar wertete sich gegenüber dem britischen Pfund um 16,7%, gegenüber den EWS-Währungen um 7,1 bis 8,7%, gegenüber dem Franken um 14,6% und gegenüber dem japanischen Yen um 10,4% ab. Nachdem die täglichen Kursschwankungen des Dollars im Jahre 1989 stark zugenommen hatten, stabilisierten sie sich gegenüber den Währungen der wichtigsten Industrieländer im ersten Halbjahr. Sie lagen für die Monate Mai bis August auf Jahresbasis hochgerechnet zwischen 8 und 11%.

Auch im Vorjahresvergleich verlor der amerikanische Dollar an Wert. Er büsste gegenüber den Währungen des EWS (-14,3 bis -16,2%), dem britischen Pfund (-11,2%) und dem Schweizer Franken (-17,8%) an Terrain ein, während er sich gegenüber dem japanischen Yen um 7,0% aufwertete.

Auf handelsgewichteter Basis lag der Kurs des Dollars im zweiten Quartal nominal um 0,2% und

real ebenfalls um 0,2% tiefer als vor Jahresfrist. Demgegenüber sank der handelsgewichtete nominale und reale Kurs des Yen (-13,9%, -16,2%). Die D-Mark (5,5%, 2,8%) und der Schweizer Franken (7,4%, 7,1%) lagen über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Innerhalb des Europäischen Währungssystems traten in den vier Monaten von Mai bis August keine nennenswerten Spannungen auf. Am 17. Juni beschloss die belgische Regierung, die Schwankungen des belgischen Frankens gegenüber der D-Mark in sehr engen Grenzen zu halten. Dieser Schritt wurde damit begründet, dass Belgien eine der dynamischsten Volkswirtschaften der EG habe und der Leistungsausweis praktisch aller wichtiger makroökonomischer Indikatoren besser als jener des Gemeinschaftsdurchschnitts sei. Die Bindung an die stärkste Währung der EG, die D-Mark, werde die Aussichten für die Senkung der Inflationsrate, der Zinssätze und des staatlichen Schuldendienstes weiter verbessern.

Am 1. Juli trat die erste Stufe zur Schaffung einer europäischen Wirtschafts- und Währungsunion in Kraft. Während dieser Phase soll erstens ein einheitlicher EG-Finanzraum mit freiem Kapital- und Dienstleistungsverkehr geschaffen werden. Zweitens wird angestrebt, dass alle EG-Währungen dem Europäischen Wechselkursmechanismus beitreten. Drittens sollten die Hindernisse für den privaten Gebrauch des Ecu aufgehoben werden, und viertens wurde der Auftrag des Komitees der Notenbankgouverneure erweitert. Das Komitee kann Empfehlungen zur Geldpolitik und zu den Politiken, die die Geld- und Währungslage der Gemeinschaft betreffen, abgeben. Die Beitrittsempfehlung des Europäischen Rates, gezielte britische Indiskretionen sowie eine Rede des deutschen Bundesbankpräsidenten im Juli in London nährten Spekulationen über einen bevorstehenden Beitritt des Pfundes zum EWS. Dies und die nach wie vor hohen Zinsen führten zu einer deutlich höheren Notierung des Pfundes an den Devisenmärkten. Im Laufe der Monate Mai bis August wertete sich das Pfund beispielsweise gegenüber der D-Mark um 8,0% auf.

Internationale Verschuldungsprobleme

Die jüngste Entwicklung auf dem Erdölmarkt dürfte nicht ohne bedeutende Auswirkungen auf die hoch verschuldeten Entwicklungs- und Schwellenländer Lateinamerikas bleiben. Während höhere Erdölpreise die finanzielle Lage wichtiger erdölexportierender Schuldnerländer wie Mexiko und Venezuela beträchtlich zu verbessern vermögen, verschärfen sie die wirtschaftlichen Probleme in den grossen erdölimportierenden Schuldnerländern wie Argentinien und Brasilien. Argentinien befindet sich seit einigen Monaten in einer tiefen Rezession, und auch die brasilianische Wirtschaft wächst weiterhin nur langsam.

Ein Preisschub auf dem Erdölmarkt würde aber auch die erdölimportierenden osteuropäischen Staaten hart treffen. Dies um so mehr, als der Energieverbrauch pro Produktionseinheit in den osteuropäischen Industrien deutlich höher ist als derjenige der westlichen Industrien. Betroffen sind insbesondere die gegenüber dem Westen hochverschuldeten Länder Polen und Ungarn. Dagegen profitiert die Sowjetunion als bedeutender Erdölexporteur von höheren Erdölpreisen beträchtlich. Denn sie schränkt die subventionierten Erdöllieferungen an Ostblockstaaten zugunsten von Lieferungen gegen Devisen und zu Marktpreisen ein.

Im Juni gewährten die USA und – über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) – die anderen Mitglieder der Zehnergruppe und Österreich an Ungarn einen Überbrückungskredit in Höhe von 280 Mio. Dollar. Die Schweizerische Nationalbank leistete eine Substitutionszusage an die BIZ von insgesamt 5 Mio. Dollar; diese wird wie üblich von Bund garantiert.

2. Schweiz

Die Hochkonjunktur setzte sich in der Schweiz auch im zweiten Quartal 1990 fort. Das Wirtschaftswachstum schwächte sich, gemessen am Bruttoinlandprodukt, zwar leicht ab. Die reale Jahreszuwachsrate betrug 3,0% gegenüber 3,2% im ersten Quartal. Alle Nachfragekomponenten, ausser den Bauinvestitionen und den Gü-

terexporten, expandierten kräftig. Die Bauinvestitionen nahmen infolge der geringeren Wohnbautätigkeit deutlich langsamer zu, und die Güterausfuhren stiegen im zweiten Quartal etwas weniger stark als im ersten Quartal. Im Juli nahmen sie dagegen wieder kräftig zu. Die Teuerung blieb hoch: Der Landesindex der Konsumentenpreise lag um durchschnittlich 4,9% über dem Vorjahreswert (1. Quartal: 5,0%). Während die Teuerung bei Gütern und Dienstleistungen aus dem Ausland von 5,0 im ersten Quartal auf 2,8% zurückging, stieg sie bei den inländischen Gütern und Dienstleistungen von 5,2% auf 5,7%. Im August erhöhte sich die Jahresteuersatzrate auf 6,1%. Der Arbeitsmarkt zeigte ein gegenüber den vergangenen Quartalen nur wenig verändertes Bild. Die Arbeitslosenquote blieb tief; die Zahl der offenen Stellen ging allerdings etwas zurück und lag im Juni erstmals seit 1984 unter ihrem Vorjahreswert.

Einige Indikatoren deuten auf eine allmähliche Konjunkturabschwächung hin: Die gewährten Baukredite wuchsen langsamer und der Auftragseingang in der Industrie schwächte sich ab. Die Industrie beurteilt den Geschäftsverlauf für die nahe Zukunft vorsichtig. Besonders in einzelnen Industriezweigen sind die Auftragsaussichten weniger günstig; vor allem in den baunahen Branchen zeichnet sich ein konjunktureller Rückgang ab. Auch der Geschäftsgang in der Exportindustrie dürfte sich abschwächen. Die Kapazitäten gelten aber in der gesamten Industrie immer noch als zu tief. Die Bautätigkeit wird trotz geringerem Auftragseingang in den nächsten Monaten hoch bleiben, da der Arbeitsvorrat immer noch gross ist. Der Detailhandel rechnet ebenfalls noch mit weiteren Umsatzsteigerungen, obwohl die Konsumenten ihre zukünftige Finanzlage nur geringfügig besser beurteilen.

Die Nationalbank setzte ihren restriktiven geldpolitischen Kurs fort. Sie hielt die Giro Guthaben bei rund 3 Mrd. Franken. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge sank auf Jahresbasis hochgerechnet um 5% gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1989); im ersten Quartal hatte der Rückgang noch 3,5% betragen. Die verstärkte Abnahme im zweiten Quartal ist auf die Entwicklung des Notenumlaufs zurückzuführen: Er sank schneller als im Vorquartal.

Obwohl die Nationalbank ihren restriktiven geldpolitischen Kurs weiterhin verfolgte, stiegen die schweizerischen Geldmarktsätze nach Beginn des zweiten Quartals nicht mehr weiter. Der Tagesgeldsatz verharrte im Durchschnitt bei 8,8%; der Satz für dreimonatige Einlagen am Eurofrankenmarkt sank von 9,3% im ersten Quartal auf rund 9%. Die Zinsdifferenz zugunsten des Schweizer Frankens wurde sowohl gegenüber dem entsprechenden Satz der D-Mark als auch gegenüber dem Dollar kleiner. Am Kapitalmarkt nahm die Durchschnittsrendite der eidgenössischen

Obligationen ab, nachdem sie im April bis auf 6,7% geklettert war. Dagegen erhöhten die Grossbanken im zweiten Quartal ihre Sätze auf den neuemittierten Kassaobligationen.

Der Schweizer Franken wertete sich auch im zweiten Quartal deutlich auf. Der exportgewichtete reale Wechselkurs lag um 7,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Der Kurs des Frankens gewann vor allem gegenüber dem Dollar mit 18,3% an Stärke.

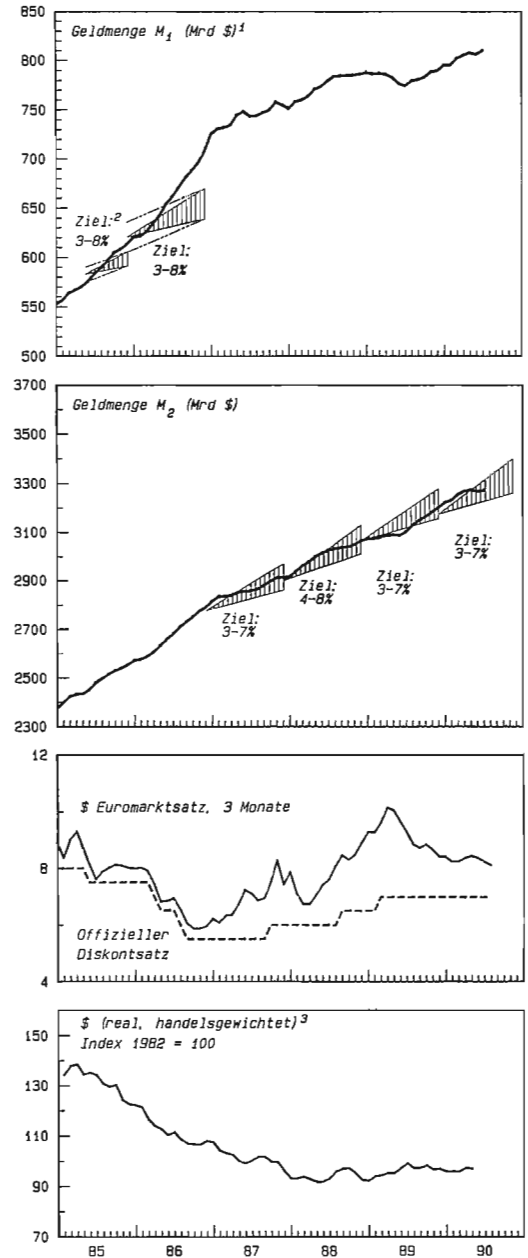
B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten entwickelte sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal mäßig. Das reale Bruttosozialprodukt nahm gegenüber dem Vorquartal auf das Jahr hochgerechnet um 1,2% zu, gegenüber 1,7% bzw. 0,3% in den beiden Vorquartalen. Bei der Revision der nationalen Buchhaltung der vergangenen drei Jahre wurde das Wachstum für 1989 von 3,0% auf 2,5% nach unten korrigiert. Damit verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum, das im Jahre 1988 noch 4,5% betragen hatte, im vergangenen Jahr etwas stärker, als zunächst ausgewiesen worden war.

Die Endverkäufe gingen im zweiten Quartal um 0,2% zurück. Dank dem starken Lageraufbau blieb das Wachstum des Bruttosozialprodukts dennoch positiv. Die Konsumausgaben nahmen leicht zu (+0,3%), wobei geringeren Ausgaben für dauerhafte und nichtdauerhafte Güter ein höherer Konsum von Dienstleistungen gegenüberstand. Überdurchschnittlich hoch fielen die Regierungsausgaben aus. Sie nahmen mit 6,6% deutlich stärker zu als in den Vorquartalen. Dagegen sanken sowohl die Unternehmensinvestitionen (-5,2%) als auch die realen Exporte (-3,5%), nachdem sie im Vorquartal wegen eines Sonderfaktors stark gestiegen waren. Im ersten Quartal waren die Ausfuhren des Flugzeugherstellers Boeing besonders hoch, weil ein Streik im vierten Quartal 1989 die Auslieferungen verhindert hatte. Die Industrieproduktion stieg gegenüber dem ersten Quartal auf Jahresbasis hochgerechnet um 1,2% (1. Quartal: -0,8%). Die Zunahme widerspiegelt vor allem die Normalisierung der Produktionsleistung in der Automobilindustrie, die im ersten Quartal zur Reduktion der Lager Werksferien angeordnet hatte. Die durchschnittliche Kapazitätsauslastung erhöhte sich von 82,7% auf 83,4%. Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal um durchschnittlich 124 000 Personen pro Monat zu, gegenüber 238 000 im Vorquartal und war damit um 0,9% höher als vor Jahresfrist. Gegenüber dem Vorquartal blieb die Arbeitslosenquote unverändert bei 5,3%.

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

Die Konsumentenpreise lagen im zweiten Quartal um 4,6% (1. Quartal: +5,2%) über ihrem Vorjahresstand. Der Rückgang ist vor allem auf die tieferen Energiepreise zurückzuführen.

Der Trend zum Abbau des amerikanischen Handelsbilanzdefizits setzte sich im zweiten Quartal fort. Die monatlichen Defizite betragen im Durchschnitt 6,7 Mrd. Dollar, gegenüber 7,9 Mrd. Dollar im ersten Quartal.

Das Budgetdefizit im laufenden Fiskaljahr wird hingegen mit über 200 Mrd. Dollar weit höher ausfallen, als im Voranschlag vorgesehen war. Für das Fiskaljahr 1991 wird nach neuesten Schätzungen mit einem weiteren Anstieg des Defizits bis zu 300 Mrd. Dollar gerechnet. Diese markante Erhöhung ist einerseits auf die beträchtlichen Mehrausgaben zurückzuführen, welche zur Sanierung des amerikanischen Sparkassensystems erforderlich sind. Andererseits werden gegenüber früheren Prognosen geringere Steuereinnahmen erwartet, nachdem sich die Konjunkturaussichten verschlechtert haben. Obschon gemäss dem Gramm-Rudman-Hollings-Gesetz automatische Ausgabenkürzungen in der Höhe von 100 Mrd. Dollar drohen, konnten sich die Regierung und der Kongress bisher nicht auf ein vom Präsidenten vorgeschlagenes Programm einigen, das Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen in der Grössenordnung von 50 Mrd. Dollar vorsieht. In beiden Fällen käme, falls das Gramm-Rudman-Hollings-Gesetz nicht einfach ausser Kraft gesetzt wird, 1991 ein negativer Fiskalimpuls zustande. Die 50 Mrd. Dollar entsprechen ungefähr einem Prozentpunkt des Brutto-sozialprodukts.

Die Krise des amerikanischen Sparkassensystems belastet nicht nur das Budget, sondern zeigt auch in der übrigen Wirtschaft ihre Spuren. Durch den Verkauf der vor allem aus Immobilien und Junk Bonds bestehenden Aktiven der überschuldeten Sparkassen wird ein erheblicher Druck auf den Immobilienmarkt ausgelöst. Da die Häuser einen wichtigen Teil des Vermögens der Haushalte repräsentieren, wird davon auch der private Konsum berührt. So hat sich die Konsumentenstimmung im bisherigen Jahresverlauf spürbar verschlechtert. Darüber hinaus belastet der Rückgang der Immobilienpreise auch die

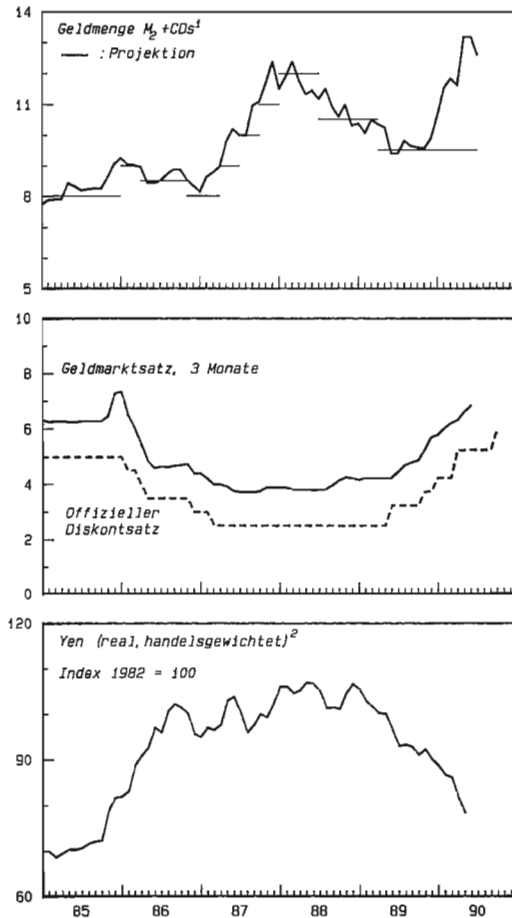
Qualität des Kreditportfolios der Banken. Im zweiten Quartal 1990 mussten die Banken hohe Beträge auf den Immobilienkrediten abschreiben. Verschiedene Beobachter sehen deshalb Anzeichen, dass die Banken nicht mehr in normalem Mass fähig sind, Kredite zu gewähren.

Um eine allfällige Kreditverknappung zu lindern, lockerte das Federal Reserve Board Ende Juli seine Geldpolitik und nahm den Satz für Federal Funds von 8,25 auf 8% zurück. Im zweiten Quartal war dieser Satz, über den das Fed hauptsächlich seine Geldpolitik steuert, unverändert belassen worden. Die Geldmenge M_2 wuchs im zweiten Quartal um 5,9% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresniveau und lag damit im Zielkorridor von 3–7%.

Japan

Die japanische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal 1990 trotz der massiven Kurseinbrüche an der Tokioter Börse überaus stark. Das reale Brutto-sozialprodukt stieg im Vergleich zur Vorperiode um 2,5%, gegenüber 0,8% im letzten Quartal 1989. Es lag damit um 5,6% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Treibende Kraft war vor allem der Aussenhandel. Sein Wachstumsbeitrag war mit 1,3 Prozentpunkten sogar etwas höher als jener der Binnennachfrage.

Die realen Ausfuhren, die im letzten Quartal 1989 stagniert hatten, nahmen im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode sprunghaft um 8,5% zu. Dieser Anstieg dürfte vor allem auf die hohe Zahl von Automobilen zurückzuführen sein, welche die japanischen Produzenten im letzten Viertel des Fiskaljahres 1989 (März 1990) in die Vereinigten Staaten exportierten, um ihr Importkontingent auszuschöpfen. Parallel zum Kursrückgang an der Tokioter Börse und zu den Befürchtungen einer möglichen Immobilienkrise liess der reale Konsum dagegen deutlich nach. Die Ausgaben der privaten Haushalte erhöhten sich im ersten Quartal gegenüber dem Vorquartal nur um 0,5%, nachdem sie in den beiden Vorperioden um durchschnittlich 1,8% gestiegen waren. Auch die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen wuchsen nochmals langsamer; der Zuwachs gegenüber

Grafik 4: Japan

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

² Quelle: OECD

dem Vorquartal betrug 2,7%, nach 4% im vierten und 6,5% im dritten Quartal 1989.

Die für das zweite Quartal verfügbaren Indikatoren deuten auf eine weitere Belebung der japanischen Konjunktur hin. Die industrielle Produktion stieg wieder stärker und lag um 3,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nach 1,8% im ersten Vierteljahr. Der private Konsum gewann ebenfalls an Dynamik; stimulierend wirkten die kräftige Erhöhung der Reallöhne sowie die weitere Zunahme der Beschäftigung. Dennoch blieb

die Situation auf dem Arbeitsmarkt angespannt. Das Verhältnis zwischen offenen Stellen und Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich im Mai auf 1,41; dies ist der höchste Wert seit sechzehn Jahren. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote blieb im zweiten Quartal unverändert bei 2,1%. Angesichts des akuten Arbeitskräftemangels sieht die Industrie in bedeutendem Umfang Rationalisierungsinvestitionen vor.

Der Handelsbilanzüberschuss betrug im zweiten Quartal saisonbereinigt 13,6 Mrd. Dollar. Damit setzte sich, nach einem Unterbruch im ersten Quartal (17,3 Mrd. Dollar), der Abbau der Überschüsse fort. Die anhaltende Schwäche des Yen führte zu einem leichten Rückgang der nominalen Exporte, während sich die nominalen Einfuhren auf dem Stand der beiden Vorquartale stabilisierten. Der Überschuss der Leistungsbilanz nahm ebenfalls ab. Er betrug 8,3 Mrd. Dollar, gegenüber 15,3 Mrd. Dollar im Vorquartal.

Die Jahresinflationsrate belief sich auf 2,5% nach 3,4% im ersten Quartal. Dieser Teuerungsrückgang ist in erster Linie auf einen Basiseffekt zurückzuführen, der durch die im April 1989 eingeführte Mehrwertsteuer verursacht wurde. Grundsätzlich lassen das starke Geldmengenwachstum und die Lohnerhöhungen von beinahe 6% noch kein Nachlassen des Inflationsdruckes erwarten.

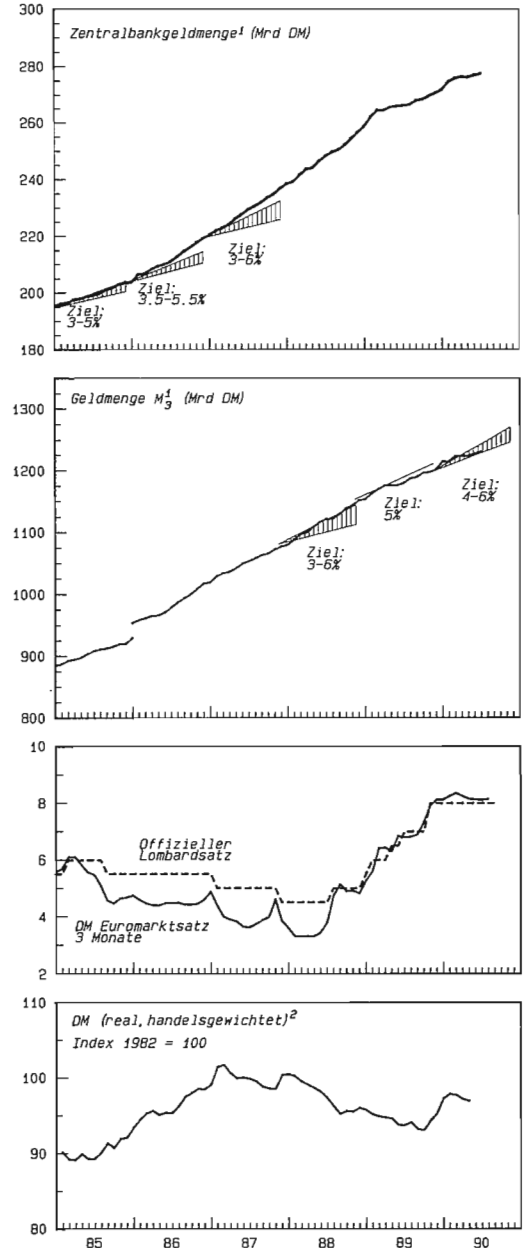
Die Bank von Japan verzichtete im zweiten Quartal auf weitere geldpolitische Massnahmen, nachdem sie am 20. März den Diskontsatz um einen Prozentpunkt erhöht hatte. Sie wurde in dieser Haltung durch die Stabilisierung des Yen, der Obligationenrenditen und des Aktienmarktes bestärkt. Die Inflationsängste der Finanzmärkte, die sich in einem scharfen Fall des Yen sowie der Obligationen- und Aktienpreise widerspiegelten, hatten im ersten Quartal die Bank von Japan zu einer deutlichen Straffung ihrer Geldpolitik veranlasst. Die Geldmenge in der Definition M_2 lag im zweiten Quartal um 13% über dem Vorjahresstand (1. Quartal: +11,8%) und übertraf damit erneut die Projektion von 9–10%. Der Gensaki, der Satz für Geldmarktpapiere, stabilisierte sich im zweiten Quartal bei 6,8%.

Bundesrepublik Deutschland

Im Brennpunkt des Interesses stehen in der Bundesrepublik Deutschland weiterhin die Probleme der Wiedervereinigung mit der DDR. Der Staatsvertrag über die Schaffung einer Währungs-, Wirtschafts- und Sozialunion trat wie vorgesehen am 1. Juli in Kraft. Der Umtausch ostdeutscher Guthaben in D-Mark erfolgte in der ersten Juli-Woche und verlief problemlos. Befürchtungen, es könnte anschliessend zu einer stürmischen Nachfrage der DDR-Bürger nach westlichen Konsumgütern kommen, erwiesen sich als unbegründet. Die Umstellung der DDR auf eine Marktwirtschaft ist jedoch mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden. Sehr viele Betriebe sind nicht wettbewerbsfähig. Hinzu kommt die praktische Zahlungsunfähigkeit vieler Gemeinden. Der Rückgang der industriellen Produktion, der im November 1989 eingesetzt hatte, beschleunigte sich im Sommer. Unter diesen Umständen stieg die Arbeitslosigkeit stark an. Ende Juli waren 272 000 Arbeitslose sowie 656 000 Kurzarbeiter registriert, so dass die BRD voraussichtlich hohe Überbrückungshilfen leisten müssen. Seit dem 6. Juli führen die beiden deutschen Regierungen Verhandlungen zur Vorbereitung der politischen Vereinigung der beiden deutschen Staaten, die für den 3. Oktober gemäss Artikel 23 des bundesdeutschen Grundgesetzes in Form eines Beitritts der DDR vorgesehen ist.

Im Gebiet der Bundesrepublik wuchs die Wirtschaft im ganzen ersten Halbjahr ungebrochen kräftig. Gemäss der nun verfügbaren Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für das erste Quartal 1990 nahm das reale Bruttosozialprodukt gegenüber der Vorperiode um 2,5% zu (4,4% im Vorjahresvergleich). Von der Investitionstätigkeit gingen weiterhin beträchtliche Nachfrageimpulse aus. Die Unternehmen steigerten ihre Ausrüstungsinvestitionen gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal um 16,1% (4. Quartal 1989: +11,1%), hauptsächlich um die zu knappen Produktionskapazitäten zu erweitern. Die Wohnungsnachfrage seitens der Aus- und Übersiedler trug neben der milden Witterung massgeblich zum hohen Wachstum der Bautätigkeit bei (7,6% nach 3,9% im 4. Quartal 1989). Die verfügbaren Einkommen nahmen im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode um 7,2% zu,

Grafik 5: Bundesrepublik Deutschland



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

² Quelle: OECD

was neben der guten Konjunktorentwicklung auf die zu Jahresbeginn in Kraft getretenen Steuererleichterungen und die Finanzhilfen an Aus- und Übersiedler zurückzuführen ist. Der private Konsum belebte sich infolge dieser Einkommenssteigerung kräftig und übertraf seinen Vorjahresstand um 4% (4. Quartal 1989: +1,9%). Die um insgesamt 4,8% gestiegene Binnennachfrage stimulierte neben der inländischen Produktion auch die Einfuhren, die gegenüber der Vorjahresperiode um 12,7% zunahm und damit noch rascher wuchsen als die weiterhin stark expandierenden Exporte (+10,2%).

Der boomartige Aufschwung setzte sich im zweiten Quartal fort. Das Wachstum des Warenkonsums beschleunigte sich nochmals; die realen Einzelhandelsumsätze lagen um 5,5% über dem Vorjahresstand. Die industrielle Produktion ging aber saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal leicht zurück. Dies ist jedoch eine Folge der witterungsbedingt hohen Bauproduktion im ersten Quartal. Die Auftragseingänge in der Industrie stiegen weiter an, und auch die Baunachfrage entwickelte sich, besonders im Wohnungs- und im öffentlichen Sektor, anhaltend lebhaft. Als Folge der guten Baukonjunktur zogen allerdings auch die Preise für Bauleistungen erheblich an.

Die Arbeitslosigkeit bildete sich weiter zurück. Im zweiten Quartal sank sie im Vorjahresvergleich um mehr als 6% auf durchschnittlich 1,9 Millionen Personen und erreichte damit den tiefsten Stand seit acht Jahren. Die Arbeitslosenquote betrug 7,3%, verglichen mit 7,9% im zweiten Quartal 1989.

Im zweiten Quartal gingen die wertmässigen Exporte um 1,2% im Vergleich zur Vorjahresperiode zurück, während die Importe um 2,7% stiegen. Der Überschuss der Handelsbilanz war mit 28,1 Mrd. D-Mark kleiner als vor Jahresfrist (33,4 Mrd. D-Mark). Auch der Leistungsbilanzsaldo von 19,0 Mrd. D-Mark war niedriger als im Vorjahresquartal (26,5 Mrd. DM); im ersten Halbjahr belief er sich auf 46,7 Mrd. D-Mark (Vorjahresperiode: 57,2 Mrd. DM).

Die Teuerung liess im Frühling etwas nach. Gemessen am Konsumentenpreisindex betrug sie im zweiten Quartal noch 2,3%, gegenüber 2,7%

im ersten Quartal. Diese Entwicklung ist vor allem auf die seit dem Sommer 1989 rückläufigen Einfuhrpreise zurückzuführen; im April lagen sie um 4,2% und im Mai sogar um 5,4% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau (1. Quartal: -2,1%).

In verschiedenen Industriebranchen wurden im zweiten Quartal Lohnverhandlungen geführt. Angesichts der guten Konjunkturlage lagen die Abschlüsse bei 6% oder darüber. Modellcharakter für die ganze BRD kommt dem Lohntarifvertrag zu, der Anfang Mai in der Metallindustrie im Bundesland Baden-Württemberg abgeschlossen wurde. Er sieht im wesentlichen eine Lohnerhöhung von 6% ab 1. Juni 1990 sowie eine Arbeitszeitverkürzung ohne Lohneinbusse vor, die in zwei Stufen eingeführt werden wird; die gegenwärtig 37 Stunden umfassende Arbeitswoche wird am 1. April 1993 auf 36 Stunden und am 1. Oktober 1995 auf 35 Stunden reduziert werden. Mit dem Abschluss dieses Lohntarifvertrags konnte ein drohender Streik grösseren Ausmasses in der Metallindustrie, dem mit 4 Millionen Lohnempfängern wichtigsten Industriezweig der Bundesrepublik, abgewendet werden.

Wegen des bevorstehenden Beitritts der DDR hat der Bundesfinanzminister die Ausarbeitung eines gesamtdeutschen Budgets für 1991 angekündigt. Damit wird der von der Regierung bereits verabschiedete Haushalt der Bundesrepublik nicht mehr im Bundestag beraten werden.

Ein Teil der mit der Vereinigung verbundenen Kosten wird allerdings im gesamtdeutschen Budget 1991 nicht enthalten sein, sondern wird zum Teil durch den «Fonds Deutsche Einheit» gedeckt werden, der zu diesem Zweck von der Regierung zusammen mit den Bundesländern gegründet wurde. Weitere Mittel werden für die DDR-Treuhandanstalt – die mit der Verwaltung der ostdeutschen Unternehmen bis zum Zeitpunkt der Privatisierung beauftragt ist – benötigt. Der gesamte Nettokreditbedarf der Gebietskörperschaften in der BRD und der DDR einschliesslich des Fonds Deutsche Einheit und der DDR-Treuhandanstalt wird sich gemäss Schätzung des Finanzministeriums im Jahre 1991 auf 106 Mrd. D-Mark belaufen, verglichen mit 86 Mrd. D-Mark im laufenden Jahr. Ende Juli kündigte allerdings die DDR ange-

sichts der schwierigen wirtschaftlichen Lage bereits einen neuen Nachtragshaushalt im Umfang von mehr als 10 Mrd. Mark für das zweite Halbjahr 1990 an.

Die Deutsche Bundesbank hielt im zweiten Quartal an ihrer restriktiven Geldpolitik fest. Die monetäre Zielgrösse, die Geldmenge M_3 , nahm langsamer zu als in den ersten Monaten des Jahres. Ende Juni lag sie – auf Jahresrate hochgerechnet – noch um 4,1% über dem Wert der Basisperiode (4. Quartal 1989), verglichen mit 5% im März. Damit liegt das Geldmengenwachstum am unteren Rand des diesjährigen Zielkorridors von 4–6%. Die erweiterte Geldmenge M_3 , welche insbesondere die in letzter Zeit kräftig gestiegenen D-Mark-Einlagen deutscher Nichtbanken am Euromarkt mit einschliesst, nahm allerdings auch im zweiten Quartal stärker zu als M_3 . Ende Mai lag das erweiterte Aggregat um gut 6% über seinem Vorjahreswert, verglichen mit 4,4% für M_3 .

Die Zinsentwicklung am deutschen Geld- und Kapitalmarkt stabilisierte sich im zweiten Quartal. Die Bundesbank hielt die Sätze, die sie für Offenermarktgeschäfte anwendet (Wertpapier-Pensionierung), auf dem Ende März erreichten Niveau, d. h. im Durchschnitt knapp unter dem Lombardsatz von 8%. Der Satz für Dreimonatsgeld gab geringfügig nach; er lag im Juni bei 8,3% (März 8,43%). Die Rendite festverzinslicher Wertpapiere, die in den ersten Monaten des Jahres um über einen Prozentpunkt auf rund 9% angezogen hatte, verharrte während des ganzen zweiten Quartals auf diesem Stand.

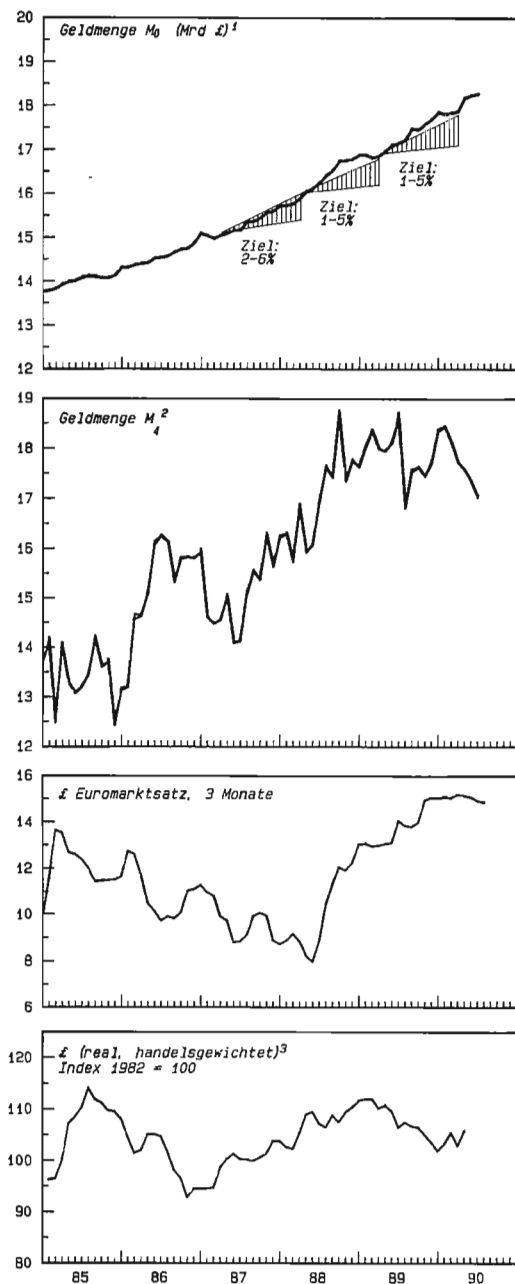
Seit der am 1. Juli in Kraft gesetzten Währungsunion mit der DDR steuert die Deutsche Bundesbank die Entwicklung der gesamten D-Mark-Geldbestände im gemeinsamen Währungsgebiet. Unmittelbar nach der Währungsumstellung dürfte die Geldmenge M_3 nach Schätzungen der Bundesbank um rund 160 Mrd. D-Mark angestiegen sein. Diese Ausweitung sollte sich jedoch auf etwa 120 Mrd. D-Mark oder 10% von M_3 zurückbilden, weil die Einwohner der DDR ihre Spareinlagen teilweise in längerfristige Anlagen umschichten werden, welche ihnen bisher nicht zur Verfügung standen. Die Geldmengenerhöhung von rund 10% entspricht nach Auffassung der Bundesbank ungefähr dem zusätzlichen Produk-

tionspotential, das die DDR in die Wirtschaftsunion einbringt. Aufgrund dieser Schätzungen dürfte die Bundesbank bestrebt sein, die Geldmenge des gesamten Währungsgebiets nach der einmaligen Erhöhung und den anschliessenden Portefeuille-Umschichtungen etwa im Ausmass der ursprünglich für die BRD angestrebten Jahreswachstumsrate von 4–6% ansteigen zu lassen.

Grossbritannien

Das Wachstum der britischen Wirtschaft blieb im ersten Halbjahr 1990 schwach. Im ersten Quartal stieg das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber dem Vorquartal nur um 0,5% und lag damit um 1,9% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Gestützt wurde die Konjunktur weiterhin vor allem durch die Exporte von Gütern und Dienstleistungen. Obschon sie etwas langsamer stiegen als Ende 1989, übertrafen sie ihren Vorjahresstand um 8% (4. Quartal 1989: +9,8%). Stimuliert durch die anhaltend kräftige Zunahme des verfügbaren Einkommens erhöhten sich die Konsumausgaben im Vergleich zum Vorjahresquartal um 3%. Dagegen hinterliess die seit letztem Herbst äusserst restriktive Geldpolitik deutliche Brems Spuren bei der Investitionstätigkeit. Die Anlageinvestitionen stiegen im Vorjahresvergleich um lediglich 0,7%, wobei die Bauinvestitionen um 4,5% zurückgingen, während die Ausrüstungsinvestitionen um 6,3% zunahmen.

Im zweiten Quartal bildete sich die inländische Nachfrage gemäss den verfügbaren Indikatoren erneut leicht zurück. Die im April in Kraft getretene Neuregelung der Gemeindesteuern (Kopfsteuer) dämpfte den privaten Konsum. Der niedrige Auftragsbestand – gemäss der Umfrage des britischen Unternehmerverbandes (CBI) fiel er in der Industrie im Juni auf den tiefsten Wert seit acht Jahren – sowie die anhaltend hohen Zinssätze veranlassten viele Unternehmen, ihre Lager zu verringern, Stellen abzubauen und die Investitionen zu kürzen. Von der Nachfrageschwäche besonders stark betroffen ist neben der Baubranche die Automobilindustrie, die in den ersten fünf Monaten des Jahres um 9,7% weniger produzierte als vor Jahresfrist. Der schlechte Geschäftsgang liess die saisonbereinigte Zahl der

Grafik 6: Grossbritannien

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

² Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Bank of England)

³ Quelle: OECD

Arbeitslosen ab März wieder ansteigen; im zweiten Quartal blieb die durchschnittliche Arbeitslosenquote jedoch unverändert bei 5,4%.

Obwohl die nominellen Exporte auch im zweiten Quartal stärker zunahm als die Importe, blieb der Fehlbetrag in der Leistungsbilanz hoch. Für die Monate April bis Juni belief sich das Leistungsbilanzdefizit auf 4,3 Mrd. Pfund, für das ganze erste Semester auf 9,0 Mrd. Pfund. Die realen Güterausfuhren erhöhten sich im zweiten Quartal um 4% und lagen um 12% über dem Vorjahresstand. Infolge der verstärkten Nachfrage nach ausländischen Konsumgütern nahmen die Importe gegenüber dem ersten Quartal um 2,5% zu, obwohl die Automobileinfuhren zurückgingen.

Die Teuerung erwies sich als ungebrochen hartnäckig. Die am Detailhandelspreisindex gemessene Jahresrate stieg zwischen März und Juni von 8,1% auf 9,8%, was dem höchsten Wert seit Mai 1982 entspricht. Die um die Hypothekarzinsen und Gemeindesteuern bereinigte Basisinflationsrate, das von der Regierung bevorzugte Inflationsmass, erhöhte sich zwar von 6,3% im März auf 7% im Mai, ging im Juni jedoch – erstmals seit Januar – wieder leicht zurück (6,9%).

Obschon sich das Wachstum der britischen Wirtschaft klar verlangsamte, hielten die britischen Währungsbehörden angesichts der gestiegenen Inflationsrate an ihrer Hochzinspolitik fest. Der Basiszinssatz, d. h. der Zinssatz, den die Banken erstklassigen Schuldner verrechnen, blieb unverändert bei 15%. Auf dem Devisenmarkt gewann das britische Pfund im Laufe des zweiten Quartals trotz der unbefriedigenden Teuerungszahlen stark an Wert; zwischen Mitte April und Mitte Juli erholte sich der Kurs des Pfundes gegenüber der D-Mark um 9%. Neben den hohen Zinssätzen trugen vor allem das Gerücht, Grossbritannien werde noch vor Jahresende dem Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) beitreten, zur Aufwertung bei. Mitte Mai hatte sich die britische Premierministerin grundsätzlich für einen Beitritt zum EWS unter der Bedingung ausgesprochen, dass sich die britische Inflationsrate dem EG-Durchschnitt annähert. Trotz der teuerungsdämpfenden Wirkung, die von der Höherbewertung des

Pfundes ausgeht, sieht der britische Schatzminister jedoch keinen Raum für sinkende nominelle Zinssätze. Das Kreditvolumen wächst nämlich unverändert rasch, und gemäss revidierten Prognosen dürfte sich die Teuerung deutlich langsamer zurückbilden, als ursprünglich angenommen worden war.

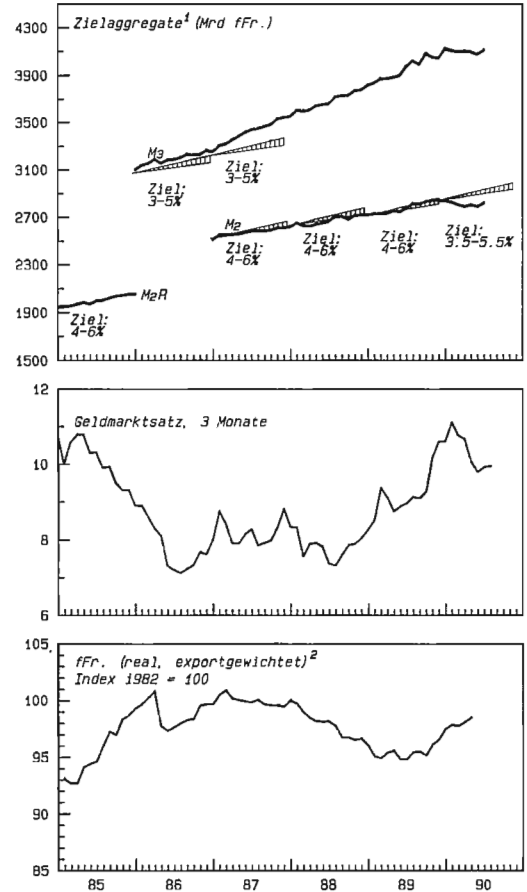
Die monetäre Basis M_0 lag im zweiten Quartal um 6,9% über dem entsprechenden Vorjahresstand, gegenüber 6,2% im ersten Quartal. M_0 befand sich damit über dem Zielkorridor von 1–5%, der für das Fiskaljahr 1990 (Beginn 1. April) festgelegt worden war. Die Geldmenge M_4 , die sämtliche Einlagen des Publikums bei den Banken und Bausparkassen umfasst, übertraf ihren Vorjahreswert im zweiten Quartal um 17,1%; gegenüber dem ersten Quartal (17,9%) ging das Wachstum somit leicht zurück.

Frankreich

Das Wachstum der französischen Wirtschaft liess im ersten Quartal 1990 geringfügig nach. Das Bruttoinlandprodukt erhöhte sich gegenüber der Vorperiode real um 0,7%, im Vergleich zu 0,9% im letzten Quartal 1989. Es lag damit um 2,8% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die leichte Verlangsamung war auf einen Rückgang der Lagerbestände zurückzuführen; die inländische Endnachfrage wuchs demgegenüber weiter, und der Aussenhandelsaldo blieb entgegen früherer Prognosen, die eine Verschlechterung erwarten liessen, praktisch unverändert.

Die Binnennachfrage entwickelte sich weiterhin dynamisch. Die Investitionen stiegen im Vergleich zum ersten Quartal 1989 insgesamt um 4,1% (4. Quartal 1989: +4,3%), wobei sich die Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen auf 5,8% belief. Der private Konsum nahm mit 3,2% gleich stark zu wie im Jahresmittel 1989. Das Wachstum der Ausfuhren verlangsamte sich zwar, doch stiegen die Ausfuhren mit 7,6% (4. Quartal 1989: +12,3%) immer noch rascher als die Einfuhren (+6,9%). Das Wirtschaftswachstum wurde hingegen durch einen Lagerabbau etwas gebremst. Da zahlreiche Unternehmen mit einer schwächer steigenden Nachfrage gerechnet hatten, dehnten sie ihre Produktion nur vorsichtig aus und deck-

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

ten ihre Lieferungen teilweise durch Rückgriff auf die Lagerbestände. Ein Lagerabbau hatte seit Anfang 1986 nie mehr stattgefunden.

Die für das zweite Quartal vorliegenden Indikatoren deuten auf eine labilere Konjunkturlage hin. Gemäss den Ergebnissen der vom INSEE (Institut national de la statistique et des études économiques) vierteljährlich durchgeführten Umfrage wurde die Industrieproduktion weiterhin zurückhaltend ausgedehnt. Es wurden weniger Kapazi-

tätensgüsse gemeldet, da sowohl die ausländischen als auch die inländischen Auftragseingänge abnahmen. Der Hochbau und die öffentliche Bautätigkeit schwächten sich ebenfalls ab. Insbesondere im Wohnbausektor nahm die Zahl der neubegonnenen Projekte ab, in den ersten fünf Monaten um 7,6% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode. Im Einzelhandel lag der Absatz im April und Mai unter dem hohen Stand vom März. Trotz dieser Schwächezeichen verlief die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt weiterhin günstig. Die Beschäftigung stieg stetig, wobei der tertiäre Sektor nach wie vor am meisten neue Arbeitsplätze schuf. Gleichzeitig bildete sich die Arbeitslosigkeit in den Monaten April und Mai leicht zurück; die Arbeitslosenquote betrug in diesem Zeitraum 9,3%, gegenüber 9,4% im ersten Quartal.

Das Aussenhandelsdefizit stieg im zweiten Quartal deutlich und erreichte saisonbereinigt 11,1 Mrd. fFr., während es im ersten Quartal nur 2,3 Mrd. fFr. betragen hatte. Der höhere Fehlbetrag ist zum Teil auf Sonderfaktoren zurückzuführen, insbesondere auf die Verzögerung des Airbus-Verkaufs infolge von Streiks bei britischen Zulieferern. Gebremst wurde die Ausfuhrnachfrage aber auch durch die Konjunkturabschwächung in Grossbritannien und in den Vereinigten Staaten. Demgegenüber führte die wachsende Binnen-nachfrage zu einem weiteren Anstieg der Importe. Auch der Leistungsbilanzsaldo verschlechterte sich; er wies saisonbereinigt ein Defizit von 13,2 Mrd. fFr. auf. Im ersten Halbjahr belief sich der Fehlbetrag auf 7,7 Mrd. fFr., gegenüber einem Aktivsaldo von 1,3 Mrd. fFr. in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Die Teuerung, die in den ersten drei Monaten des Jahres auf 3,4% gestiegen war, liess im zweiten Quartal nach und pendelte sich bei 3,1% ein. Es war hauptsächlich der Rückgang der Preise für importierte Erdölzeugnisse, der teuerungsdämpfend wirkte, während die Preise im Dienstleistungssektor weiterhin überdurchschnittlich zunahmen.

Das Haushaltsdefizit verharrte im Jahre 1989 bei 100,4 Mrd. fFr. und entspricht dem im Haushaltsentwurf veranschlagten Betrag (100,5 Mrd.). Der Fehlbetrag, der 1988 2% des Bruttoinlandspro-

dukts ausgemacht hatte, sank damit 1989 auf 1,6%. Die Sanierung der öffentlichen Finanzen soll im laufenden Jahr fortgesetzt werden: Im Haushaltsentwurf 1990 ist ein Defizit von 90 Mrd. fFr. vorgesehen.

Nachdem die Banque de France im April ihre Leitzinsen zweimal herabgesetzt hatte, nahm sie in den Monaten Mai bis Juli keine Veränderungen an ihrem geldpolitischen Kurs vor: Die Geldmenge M_2 wuchs in den Monaten April und Mai wenig; auf Jahresbasis hochgerechnet im Vergleich zum vierten Quartal 1989 durchschnittlich um 2%. Die Geldmarksätze, die im ersten Quartal etwas zurückgegangen waren, stabilisierten sich in den letzten Monaten auf dem niedrigeren Niveau. Der Dreimonats-TIOP (Pariser Interbankensatz), der im Januar durchschnittlich über 11% gelegen hatte, pendelte sich in den Monaten Mai und Juni bei etwa 10% ein.

Italien

In Italien hielt die gute Konjunkturlage im ersten Quartal 1990 an, doch deutete die jüngste Entwicklung der industriellen Produktion, der Exporte und des Autoabsatzes auf eine abflachende Konjunktur hin. Das reale Bruttoinlandsprodukt lag im ersten Quartal um 3,1% über dem entsprechenden Vorjahresniveau (4. Quartal: + 2,8%). Sämtliche Nachfragekomponenten nahmen gegenüber dem Vorjahrsstand deutlich zu. Der private Konsum stieg um 3,4%. Während die Bruttoanlageinvestitionen mit 4,0% nur wenig stärker wuchsen, erhöhten sich die realen Ausfuhren im Vorjahresvergleich um 7,3%.

Nach einem leichten Rückgang im ersten Quartal ging das Wachstum der Industrieproduktion im zweiten Quartal stark zurück. Der Produktionsindex übertraf den Vorjahreswert lediglich um 0,3% (1. Quartal: +2,5%). Seit diesem Frühling kämpft insbesondere der italienische Automarkt mit Absatzproblemen, nachdem im Jahre 1989 Rekordergebnisse erzielt worden waren. Im zweiten Quartal wurden 2,1% weniger Neuwagen verkauft als im zweiten Quartal 1989, gegenüber einer Zunahme von 5,8% im Vorquartal.

Auch die Exporte verloren an Dynamik. Die nomi-

nellen Güterausfuhren lagen im zweiten Quartal nur um 2,9% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nachdem sie im ersten Quartal um 12,9% zugenommen hatten. Die nominellen Importe stiegen dank der starken Lira und den tieferen Ölpreisen nur geringfügig. Das Handelsbilanzdefizit betrug im zweiten Quartal 2119 Mrd. Lire, gegenüber 4633 Mrd. Lire vor Jahresfrist.

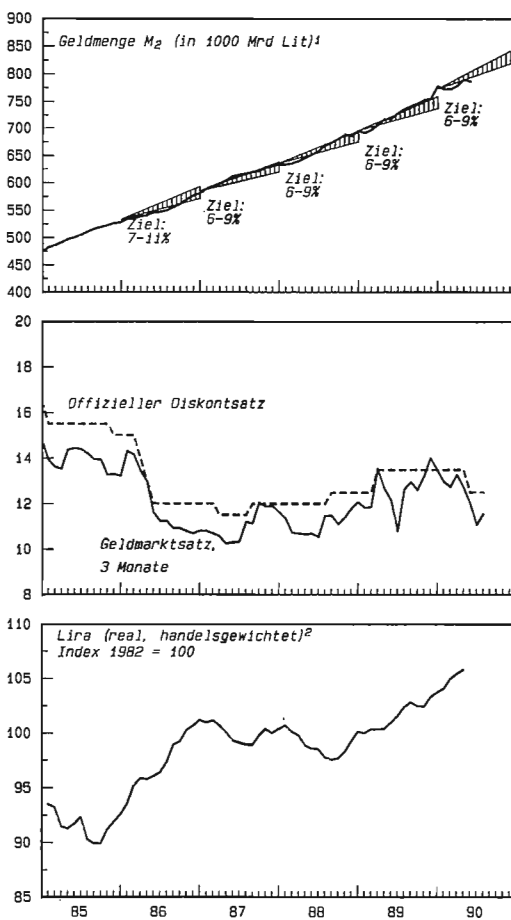
Die im EG-Vergleich überdurchschnittlich hohe Arbeitslosenquote – in den vergangenen Jahren betrug sie 12% – gehört zu den bedeutendsten Schwachstellen der italienischen Wirtschaft. Im zweiten Quartal sank die Quote auf 10,6% (1. Quartal: +11,2%). Unklar ist jedoch, ob diese Verbesserung der Arbeitsmarktlage eine echte Trendwende darstellt oder bloss eine Folge des mit der Fussballweltmeisterschaft im Juni verbundenen vorübergehenden Beschäftigungseffekts ist.

Die italienische Teuerung hat seit Dezember 1989 kontinuierlich abgenommen. Im Durchschnitt des zweiten Quartals übertraf der Konsumentenpreisindex den entsprechenden Vorjahresstand um 5,7% (1. Quartal: +6,2%), was dem niedrigsten Wert seit dem vierten Quartal 1988 entspricht. Die rückläufige Inflation ist vor allem auf die tieferen Preise für Energie sowie auf die Erstarkung der Lira zurückzuführen.

Anfang Juli nahm der Senat den Gesetzentwurf über die Umstrukturierung der öffentlichen Kreditinstitute und die Teilprivatisierung der Banken im Mezzogiorno an. Das neue Gesetz, das Ende 1990 in Kraft treten soll, ermöglicht die Umwandlung der öffentlichen Banken in Aktiengesellschaften und fördert mit fiskalischen Mitteln Fusionen sowie die Bildung von Universalbanken. Die Aktienmehrheit von 51% bleibt gemäss dem neuen Gesetz beim Staat.

Im zweiten Quartal führte die Banca d'Italia ihren geldpolitischen Kurs, der auf eine Stabilisierung der Lira im Europäischen Währungssystem ausgerichtet ist, unverändert weiter. Seit zu Jahresbeginn auch für die italienische Währung die generellen Bandbreiten von 2,25% gelten, befand sich die Lira immer am oberen Rand der Schwankungsbreite. Die Geldmenge M_2 lag im zweiten Quartal um 9,7% über dem entsprechenden Vor-

Grafik 8: Italien



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

² Quelle: OECD

jahreswert und bewegte sich damit über dem Zielkorridor von 6–9%. Der Zwölfmonatssatz der italienischen Schatzwechsel (BoT) sank von 11% im ersten Quartal auf 10,2% im Juni. Die Kredite an den privaten Sektor waren im zweiten Quartal um 19% höher als vor Jahresfrist.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturwicklung

1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1986	1987	1988	1989a)	1989a)				1990a)	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	2,7	3,4	4,5	2,5	3,2	2,7	2,4	1,8	1,3	1,2
Japan	2,4	4,3	5,7	4,9	4,8	4,6	5,1	4,7	5,6	–
BRD	2,3	1,7	3,6	4,0	4,4	4,9	3,3	3,6	4,4	–
Grossbritannien b)	3,6	4,6	4,6	2,2	2,9	2,3	1,9	1,6	1,9	–
Frankreich b)	2,3	2,2	3,8	3,7	3,0	3,5	2,8	3,7	2,8	–
Italien b)	2,5	3,0	4,2	3,2	3,4	3,4	3,0	2,8	3,1	–
Schweiz b)	2,8	2,3	3,0	3,1	3,2	2,8	3,3	3,0	3,2	–

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1986	1987	1988	1989	1990		1990			
					1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	1,9	3,7	4,1	4,6	5,2	4,6	4,6	4,4	4,7	4,8
Japan	0,6	0,1	0,7	2,3	3,4	2,5	2,5	2,7	2,2	2,3
BRD	–0,1	0,2	1,3	2,8	2,7	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4
Grossbritannien	3,4	4,2	4,9	7,8	7,8	9,6	9,4	9,7	9,8	9,8
Frankreich	2,7	3,1	2,7	3,6	3,4	3,1	3,2	3,0	3,0	3,0
Italien	6,1	4,6	5,0	6,6	6,2	5,7	5,8	5,7	5,6	5,7
Schweiz	0,8	1,4	1,9	3,2	5,0	4,9	4,6	5,1	5,0	5,3

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1986	1987	1988	1989	1990a)		1990a)			
					1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	6,9	6,2	5,5	5,2	5,3	5,3	5,4	5,3	5,2	5,5
Japan	2,8	2,8	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1
BRD e)	9,0	8,9	8,7	7,9	7,4	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
Grossbritannien b), d)	11,4	10,2	8,2	6,2	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Frankreich b)	10,4	10,5	10,0	9,8	9,4	9,3	9,3	9,3	9,4	9,4
Italien b)	11,0	12,0	12,0	12,1	11,2 ^{d)}	10,6 ^{c)}	10,6	–	–	–
Schweiz	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

a) provisorisch 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)

	1986	1987	1988	1989a)	1989a)				1990a)	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	–140,6	–154,0	–135,3	–105,9	–30,7	–31,0	–22,7	–26,7	–22,9	–
Japan	85,8	87,0	79,6	57,2	20,3	14,0	14,2	9,2	15,3	8,3
BRD	39,2	45,2	48,5	52,7	15,8	13,3	13,9	9,9	16,4	11,2
Grossbritannien	– 0,1	– 7,1	–26,7	–31,2	– 7,4	– 7,5	– 9,6	– 6,7	– 7,9	– 7,2
Frankreich	2,4	– 4,4	– 3,5	– 4,2	1,6	– 1,3	– 1,7	– 3,2	– 0,9	– 2,3
Italien	2,6	– 1,5	– 5,2	–10,9	– 6,7 ^{b)}	– 3,4 ^{b)}	– 2,0 ^{b)}	–	–	–
Schweiz	6,9	7,6	9,0	7,5	3,1	1,3	1,5	1,7	2,9	1,8

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

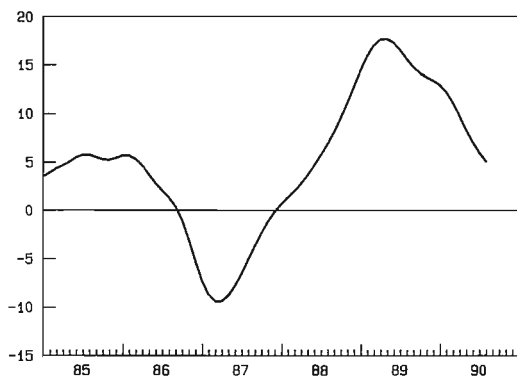
C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Das Wirtschaftswachstum blieb in der Schweiz auch im zweiten Quartal 1990 hoch. Das Bruttoinlandprodukt nahm real gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode mit 3,0% beinahe so kräftig zu wie im ersten Quartal (+3,2%). Der private Konsum expandierte immer noch stark, obwohl die Konsumenten die künftige Wirtschaftslage zusehends vorsichtiger beurteilen. Dagegen liess das Wachstum der Bauinvestitionen nach; der Wohnungsbau stagnierte angesichts der hohen Zinssätze und der gestiegenen Baukosten, während der gewerblich-industrielle Bau und der Tiefbau davon kaum beeinflusst wurden. Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen erneut kräftig zu, erreichten jedoch die ausserordentlich hohe Wachstumsrate des Vorquartals nicht mehr. Auch bei den Güterexporten folgte dem raschen Anstieg des ersten Quartals eine ruhigere Entwicklung im zweiten. Die Dienstleistungsexporte gingen leicht zurück, nachdem sie in den beiden letzten Quartalen langsamer wuchsen.

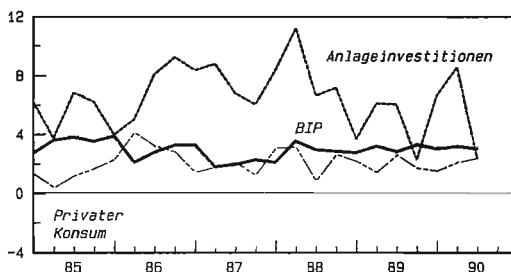
Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹



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 Fertigfabrikatelage – zusammensetzt

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfagen

Der Auslastungsgrad in der Industrie lag weiterhin bei nahezu 90%; die Kapazitäten galten immer noch als zu gering, obwohl sie in letzter Zeit laufend ausgeweitet wurden. Obschon auch die Zahl der Beschäftigten erneut zunahm, konnte der Anteil an Überstunden nicht abgebaut werden. Der höhere Faktoreinsatz ermöglichte eine weitere Produktionssteigerung.

Die Ergebnisse des Konjunkturtests der Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich (KOF-ETH) vom Monat Juli deuten darauf hin, dass sich das Wirtschaftswachstum in den kommenden Monaten leicht abschwächen wird. Der Indikator «Geschäftsgang» sank erneut. Die Unternehmen meldeten ein langsames Wachstum der Bestellungen aus dem Inland, und die Auftragseingänge aus dem Ausland gingen gegenüber dem Vormonat zurück, lagen aber immer noch über dem Vorjahresniveau. Der Auftragsbestand blieb indessen hoch, und die Lager an Fertigprodukten nahmen nur wenig zu. Die Unternehmen beurteilen den Geschäftsverlauf für die nächsten drei Monate mehrheitlich vorsichtig. Am günstigsten werden dabei – mit Ausnahme der recht pessimistischer gewordenen baunahen Branchen – die Aussichten auf dem Binnenmarkt eingeschätzt, während die Exportwirtschaft zurückhaltend ist.

Privater Konsum

Der private Konsum lag im zweiten Quartal 1990 real um 2,4% über dem Vorjahresniveau. Die Wachstumsrate fiel damit im Vergleich zum ersten Quartal (+2,1%) höher aus. Die Zunahme der Konsumausgaben wurde vor allem vom Güterkonsum getragen. Die realen Detailhandelsumsätze wuchsen somit etwas schneller als im ersten Quartal. Während die Umsätze bei Textil- und Bekleidungswaren zurückgingen, stieg die Nachfrage nach dauerhaften Gütern besonders stark. Eine Ausnahme bildete allerdings der Absatz von Personenwagen. Er ging im zweiten Quartal weiter zurück, nachdem er bereits im März unter das Vorjahresniveau gefallen war. Der Dienstleistungskonsum zog gegenüber dem Vorquartal wieder an: Sowohl die Logiernächte von Inländern als auch die Anzahl Reisende der SBB deuten auf ein Ende des Rückgangs bei den Reiseausgaben hin.

Der vom Bundesamt für Konjunkturfragen (BfK) aufgrund einer im Monat Juli durchgeführten Umfrage berechnete Konsumentenstimmungsindex hat sich gegenüber der Vorerhebung etwas verschlechtert. Die Konsumenten erwarten in den kommenden zwölf Monaten eine schwächere Wirtschaftsentwicklung. Die Mehrheit der Befragten äusserte zudem die Überzeugung, die Teuerung werde anhalten. Ihre finanzielle Lage beurteilten die Haushalte zwar als stabil, sie waren im Durchschnitt jedoch geringfügig optimisti-

scher als in der vorangegangenen Umfrage. Der Anteil der Konsumenten, die auf grössere Anschaffungen zugunsten von Ersparnissen verzichten wollen, ist leicht gesunken.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen stiegen im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr real um 2,4%. Im Vorquartal betrug die Zuwachsrate 8,6%. Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen mit 4,5% erneut recht stark (1. Quartal: +13,6%). Die Bauinvestitionen nahmen demgegenüber auch im zweiten Quartal vergleichsweise mässig zu (1,3% nach 5,0% im 1. Quartal). Die steigenden Baukosten und das hohe Zinsniveau führten dazu, dass die neuen Aufträge im Wohnungsbau weiter schrumpften.

Die rege Investitionstätigkeit liess die Investitionsgüterimporte erneut ansteigen. Die Zunahme fiel allerdings nicht mehr so markant aus wie im Vorquartal, hauptsächlich infolge der nachlassenden Nutzfahrzeugimporte. Gemäss der Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) von Ende Juni profitierten auch die inländischen Produzenten von der hohen Investitionsnachfrage; die Auftragseingänge aus dem Inland nahmen verglichen mit der Vorjahresperiode stärker zu als jene aus dem Ausland. Gegenüber dem Vorquartal ergab sich nur dank dieser günstigen Auftragsentwicklung

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1986	1987	1988	1989	1989				1990	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Import von Investitionsgütern, real ¹	14,5	10,0	-	5,7	6,2	9,0	-1,0	8,7	12,0	2,4
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	3,2	-13,2	7,5	-0,1	-30,4	33,1	-4,4	5,3	6,6	-31,0
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	-1,5	-16,3	2,1	-11,9	-1,9	-20,4	-8,7	-17,9	-6,9	-7,8
Geplante industrielle Bauten ²										
Raumvolumen	21,8	-0,1	-15,9	47,9	17,7	99,7	37,1	37,3	-	-
Anzahl Projekte	5,2	0,1	-5,0	3,6	-15,7	49,7	4,9	-24,7	-	-

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

² Neu- und Erweiterungsbauten

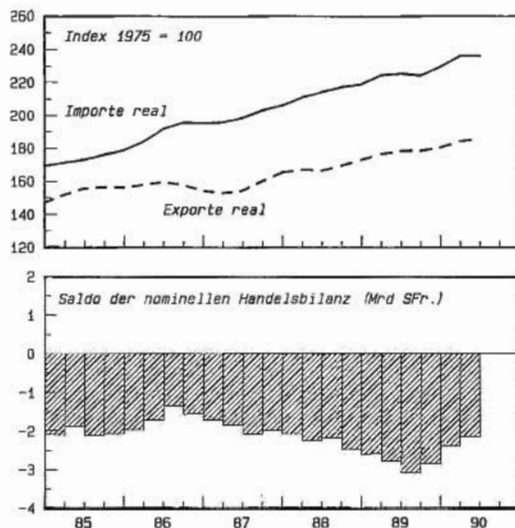
aus dem Inland ein leicht höherer Auftragsbestand bei den befragten Unternehmungen.

Laut Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV) von Anfang Juli lag der nominelle Gesamtarbeitsvorrat in der Bauindustrie zu Beginn des Quartals knapp 4% über dem Vorjahresniveau. Dieser Zuwachs ist im wesentlichen auf die Zunahme der wenig konjunkturabhängigen Tiefbauarbeiten zurückzuführen. Der nominelle Arbeitsvorrat im Hochbau veränderte sich verglichen mit dem Vorjahr gesamthaft kaum, er ging jedoch im Wohnungsbau markant zurück.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Der schweizerische Aussenhandel blieb auch im zweiten Quartal lebhaft. Die Güterexporte lagen zwar wertmässig mit 4,1% und real mit 2,9% deutlich weniger stark über den Vergleichswerten des Vorjahres als im ersten Quartal 1990 (+13,2% bzw. +10,2%). Die Warenausfuhren nahmen jedoch, wird das ganze erste Halbjahr betrachtet, nur leicht schwächer zu als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Preise der exportierten Güter stiegen nur wenig: Gemessen am Mittelwertindex lag das Exportpreisniveau nur noch um 1,3% über seinem Vorjahreswert (1. Quartal: +2,7%).

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

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

Der Auslandabsatz von Rohstoffen und Halbfabrikaten ging im zweiten Quartal zurück, nachdem er bereits im ersten Quartal nur noch langsam zugenommen hatte. Dagegen wuchsen die realen Ausfuhren von Konsum- und Investitions-

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1986	1987a)	1988a)b)	1989a)	1989a)			1990a)		
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Reale Ausfuhr	0,6	1,5	7,0	5,2	5,2	8,9	4,6	3,2	10,2	2,6
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	0,0	1,6	-	4,3	3,2	9,0	3,6	1,3	6,5	-2,5
Investitionsgüter	3,9	1,6	-	5,5	6,7	6,9	3,3	5,0	10,4	4,2
Konsumgüter	-2,7	1,7	-	5,9	5,5	11,3	4,9	2,7	14,1	6,3
Ausfuhrpreise	0,8	-1,1	-	6,4	4,9	6,8	5,8	7,5	2,7	1,3
Reale Einfuhr	8,2	6,4	5,2	5,3	7,7	7,5	1,6	4,8	7,0	2,2
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	3,7	3,2	-	6,7	9,3	9,1	5,3	3,7	5,4	1,7
Investitionsgüter	14,5	10,0	-	5,7	6,2	9,0	-1,0	8,7	12,0	2,4
Konsumgüter	9,0	8,1	-	4,6	8,8	6,1	0,8	2,8	4,9	1,2
Einfuhrpreise	-9,4	-4,2	-	8,5	7,7	10,9	8,0	7,1	4,6	-2,3

a) provisorische Werte

b) Schätzungen des Bundesamtes für Konjunkturfragen (BfK). Wegen der Revision der Zollstatistik sind 1988 vorläufig 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

	1987	1988	1989	1989				1990	
				1. Q. a)	2. Q. a)	3. Q. a)	4. Q. a)	1. Q. b)	2. Q. b)
Total Einnahmen	121,4	132,5	153,2	36,6	38,8	38,7	39,1	40,6	40,5
Warenexporte	69,6	76,5	87,0	20,4	22,4	20,6	23,6	23,3	23,1
Spezialhandel (Index I)	67,5	74,1	84,3	19,8	21,7	20,0	22,8	22,6	22,4
Übrige Warenexporte ²	2,1	2,4	2,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
Dienstleistungsexporte	20,9	21,5	23,7	6,0	5,7	7,3	4,7	6,2	5,9
Faktoreinkommen aus dem Ausland ³	28,0	31,5	39,3	9,5	9,9	10,0	10,0	10,3	10,6
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	2,8	3,0	3,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Total Ausgaben	110,1	119,3	140,9	31,8	36,7	36,2	36,3	36,2	37,9
Warenimporte	78,1	85,4	98,7	23,1	25,9	23,6	26,0	26,3	25,9
Spezialhandel (Index I)	75,2	82,4	95,2	22,3	25,1	22,8	25,1	25,4	24,9
Übrige Warenimporte ²	3,0	3,0	3,4	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Dienstleistungsimporte	10,3	11,4	12,5	1,8	3,3	5,0	2,4	1,8	3,5
Faktoreinkommen an das Ausland ³	16,6	17,0	23,9	5,3	5,9	6,1	6,4	6,5	6,9
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	5,1	5,5	5,9	1,4	1,5	1,6	1,4	1,5	1,7
Saldo der Ertragsbilanz	11,3	13,2	-12,2	4,9	2,1	2,4	2,8	4,3	2,6

a) revidiert

b) 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

gütern (+6,8%, bzw. +4,5%) wie bereits im ersten Quartal beträchtlich. Die Maschinen- und die Bekleidungsindustrie konnten merklich mehr exportieren, während das Absatzvolumen in der Textilindustrie stagnierte und in der chemischen Industrie sogar sank.

Die wertmässigen Ausfuhren in die EG-Länder wuchsen besonders stark. Vor allem die Exporte nach der Bundesrepublik Deutschland und Italien konnten gesteigert werden, während die Ausfuhren nach Grossbritannien nach einer Phase schwachen Wachstums sogar zurückgingen. Die Exporte in die EFTA-Länder entwickelten sich nach einem kräftigen Anstieg im ersten Quartal nur noch schleppend. Der Absatz in die ausser-europäischen OECD-Länder ging zurück, was vor allem auf die deutlich gesunkenen Lieferungen an die Vereinigten Staaten zurückzuführen ist. Die Exporte in die osteuropäischen Länder nahmen insgesamt ebenfalls ab, obschon die Sowjetunion ihre Importe aus der Schweiz kräftig

erhöhte. Dagegen stiegen die Ausfuhren in die erdöllexportierenden Länder erneut kräftig.

Die Gütereinfuhren lagen im zweiten Quartal wertmässig um 0,2% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau; real nahmen sie um 2,2% zu (1. Quartal: +19,2% bzw. +7,5%). Das Importpreisniveau lag gemessen am Mittelwertindex um 2,3% tiefer als im Vorjahr, nachdem im ersten Quartal noch eine Teuerung von 4,6% ermittelt worden war. Das Einfuhrvolumen von Rohstoffen und Halbfabrikaten, deren Mittelwertindex stark sank, nahm nur geringfügig zu. Die Investitionsgüterkäufe, vor allem Maschinen und Apparate, wuchsen dagegen wie bereits im Vorquartal verhältnismässig stark. Überdurchschnittlich kräftig erhöhte sich der Import von Energieträgern, deren Preise im zweiten Quartal noch markant fielen. Angesichts dieser regen Nachfrage, vor allem nach Heizöl, stiegen insbesondere die Einfuhren aus den OPEC-Staaten. Hingegen stagnierten die Einfuhren aus den EG-Ländern im

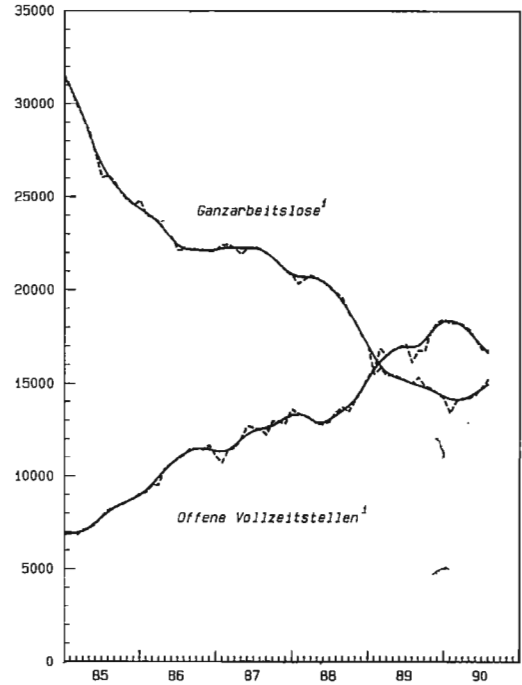
zweiten Quartal auf dem hohen Niveau, das sie in der vorangegangenen Phase hoher Zuwachsraten erreicht hatten. Die Importe aus den meisten EFTA-Ländern nahmen ebenfalls kaum zu oder sanken sogar.

Der Überschuss der Ertragsbilanz erhöhte sich im zweiten Quartal gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 0,5 Mrd. auf 2,6 Mrd. Franken. Die Handelsbilanz verbesserte sich (+0,8 Mrd. Franken), wie das erfahrungsgemäss in einer Spätphase des Konjunkturaufschwungs üblich ist. Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz nahm trotz geringerer Einnahmen bei den Bankkommissionen geringfügig zu. Die Zahl der ausländischen Grenzgänger stieg erneut, so dass die Lohnzahlungen an das Ausland um 0,2 Mrd. Franken höher ausfielen. Der Überschuss der Kapitaleinkommen blieb unverändert. Die Erträge aus den Treuhandanlagen und den Dividenden der Nationalbank nahmen wiederum zu, während die Einnahmen aus dem Zinsdifferenzgeschäft der Banken zurückgingen.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 1,4% zu; damit setzte sich der stetige Aufwärtstrend der letzten Jahre fort. Im Industriesektor stieg die Zahl der Beschäftigten um 1,7%, im Dienstleistungssektor um 1,4% und im Baugewerbe um 0,2%.

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Die Zahl der Arbeitslosen veränderte sich saisonbereinigt von April bis Juni kaum, und die Arbeitslosenquote verharrte mit 0,5% auf dem Niveau des Vorquartals. Die Zahl der offenen Stellen sank jedoch zu Beginn des Quartals leicht, und

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1986	1987	1988	1989	1989	1990		1990					
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
Index der Beschäftigten ¹	1,0	1,2	1,3	1,2	0,6	1,4	1,4	1,7	1,4	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{2, 3}	0,7	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Ganzarbeitslose	22770	21918	19524	15133	14861	13476	14393	15937	14030	14569	13910	13611	14018
Kurzarbeiter ³	2058	4142	3948	603	764	325	342	472	432	441	471	384	121
Offene Vollzeitstellen ³	10734	12348	13552	17007	17510	16897	17404	18029	18460	18701	18376	18303	17411

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

der im Juni erreichte Stand war seit 1984 zum ersten Mal tiefer als im entsprechenden Vorjahresmonat. Die Zahl der Kurzarbeiter blieb weiterhin extrem tief. Alles in allem war der Arbeitsmarkt auch im zweiten Quartal äusserst angespannt.

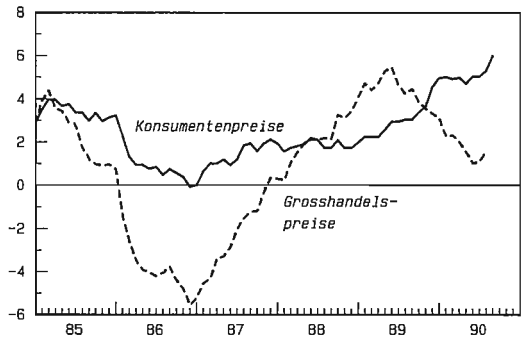
Preise

Die am Konsumentenpreisindex gemessene Teuerungsrate betrug im zweiten Quartal 4,9%, verglichen mit 5,0% im ersten Quartal. Die von den meisten Prognostikern nicht erwartete, leichte Abschwächung ist vor allem auf die Preisentwicklung der Warengruppe Heizung und Beleuchtung zurückzuführen. Nachdem die Jahresteuerung dieses Teilindex Ende 1989 markant gestiegen war (+15,8%), fiel sie von 10,9% im ersten auf noch 0,7% im zweiten Quartal 1990 zurück; im Juni unterschritten die Preise dieser Indexgruppe sogar ihren Vorjahresstand. Die Indizes der meisten übrigen Warengruppen erhöhten sich dagegen schneller als zu Beginn des Jahres; besonders stark fiel der Schub beim Mietpreisindex aus, wo Erhebungen nur im zweiten und vierten Quartal jedes Jahres erfolgen. Aber auch die Nahrungsmittel sowie Getränke und Tabak verteuerten sich überdurchschnittlich (+5,6% bzw. +5,0%). Gegliedert nach Herkunft steht einer deutlich verringerten Teuerung der Auslandsgüter ein nochmals verstärkter Preisauftrieb der Inlandgüter gegenüber. Dank der höheren Bewertung des Schweizer Frankens sowie der tieferen Preise für Energieträger fiel die Teuerungsrate bei den Auslandsgütern von 5,0% im ersten Quartal auf 2,8% im zweiten Quartal. Dagegen überstiegen die Preise der Inlandgüter ihren Vorjahresstand um 5,7% (1. Quartal: +5,0%). Während sich die Teuerung der Waren auf 3,8% (+4,6%) verlangsamte, zog sie bei den Dienstleistungen weiter an (5,9% nach 5,3% im 1. Quartal).

Während im Juli der Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber dem Vormonat praktisch unverändert blieb, nahm er im August angesichts der markant höheren Heizöl- und Benzinpreise zu. Die Jahresteuerung betrug 6,1% und erreichte somit einen Wert, der letztmals im Oktober 1982 gemessen wurde.

Der Grosshandelspreisindex ging nach einer ge-

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

ringfügigen Zunahme im April in den Monaten Mai und Juni zweimal hintereinander zurück. Im Durchschnitt des zweiten Quartals übertraf er seinen Vorjahresstand nur noch um 1,2%, verglichen mit 2,2% im ersten Quartal. Für die reduzierte Teuerung war insbesondere die im ganzen Quartal anhaltende Verbilligung der Preise für Energieträger und Hilfsstoffe verantwortlich; doch auch bei den Rohstoffen lagen die Preise durchschnittlich nur noch 0,4% über ihrem Vorjahresstand (1. Quartal: 1,2%). Die Teilindizes für Inland- und Auslandsgüter verliefen wie im Falle des Konsumentenpreisindex gegenläufig. Während die Grosshandelspreise importierter Waren im Vergleich zum zweiten Quartal 1989 um 2,1% zurückgingen, blieb die Teuerungsrate der Inlandgüter mit 2,5% etwa gleich hoch wie in den beiden Vorquartalen. Im Juli stieg der Grosshandelspreisindex vor allem als Folge der seit Anfang Juli steigenden Heizölpreise gegenüber der Vorjahresperiode um 1,5%.

2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Angesichts der hohen Teuerung und der weiterhin stark ausgelasteten Kapazitäten in der schweizerischen Wirtschaft setzte die Nationalbank im zweiten Quartal ihre restriktive Geldpolitik fort, indem sie die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank von knapp 3,1Mrd. im Vor-

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

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ^{2,7}	NBGM ^{1,3}	Saisonfaktoren	SBNBGM ^{1,5}	Veränderung in % ⁶
1989	26 438	2,4	3 487	-36,2	29 925	1,001	29 910	- 1,9
1989 1. Q.	26 727	4,7	3 867	-48,5	30 594	1,011	30 261	- 0,9
1989 2. Q.	26 309	3,1	3 601	-35,6	29 910	0,997	29 990	- 2,1
1989 3. Q.	26 106	1,7	3 305	-36,7	29 411	0,986	29 819	- 2,2
1989 4. Q.	26 609	0,1	3 176	-23,9	29 785	1,007	29 570	- 2,4
1990 1. Q.	26 152	-2,1	3 066	-20,7	29 218	0,999 ^p	29 246 ^p	- 3,5 ^p
1990 2. Q.	25 629	-2,6	2 992	-16,8	28 621	0,993 ^p	28 823 ^p	- 5,0 ^p
1990 Jan.	26 793	-1,2	3 147	-19,2	29 940	1,012 ^p	29 585 ^p	+ 0,3 ^p
1990 Feb.	25 846	-2,2	3 039	-19,5	28 885	0,988 ^p	29 236 ^p	- 4,4 ^p
1990 März	25 818	-3,0	3 012	-23,4	28 830	0,997 ^p	28 917 ^p	- 6,5 ^p
1990 April	25 792	-2,1	2 935	-16,0	28 727	0,992 ^p	28 959 ^p	- 4,9 ^p
1990 Mai	25 540	-3,2	2 998	-20,9	28 538	0,992 ^p	28 768 ^p	- 5,4 ^p
1990 Juni	25 555	-2,5	3 043	-13,6	28 598	0,995 ^p	28 742 ^p	- 4,8 ^p
1980 Juli	25 649	-2,4	3 021	- 9,3	28 670	0,994 ^p	28 843 ^p	- 3,7 ^p
1990 Aug.	25 344	-2,5	3 119	- 3,6	28 463	0,983 ^p	28 955 ^p	- 2,8 ^p

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

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

quartal auf rund 3 Mrd. Franken verringerte. Auch der Notenumlauf, dessen Anteil an der Notenbankgeldmenge beinahe neun Zehntel beträgt, verminderte sich im zweiten Quartal weiter. Gegenüber dem Stand vor Jahresfrist nahm er um 2,6% ab (1. Quartal: -2,1%). Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge ging im zweiten Quartal gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1989) mit einer Jahresrate von durchschnittlich 5% zurück (1. Quartal 1990: -3,5%).

Die Zinsentwicklung führte auch im zweiten Quartal zwischen den Geldaggregaten M_1 , M_2 und M_3 zu bedeutenden Umschichtungen. Die Verlagerung von den Sicht- und Spareinlagen zu den höherverzinsten Termineinlagen setzte sich

im zweiten Quartal fort, wenn auch in einem etwas gemässigten Tempo. Die Sichteinlagen sanken gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 6,7% (1. Quartal 1990: -9,5%). Auch der Bargeldumlauf, der hauptsächlich die zinsabhängige Abnahme des Notenumlaufs spiegelt, ging zurück, so dass die Geldmenge M_1 insgesamt um 5,5% unter dem Stand der entsprechenden Vorjahresperiode lag (1. Quartal 1990: -7,2%). Die Termineinlagen nahmen im zweiten Quartal mit 27,9% deutlich langsamer zu als im Vorquartal (+47,2%). Die Geldmenge M_2 , die neben M_1 auch die Termineinlagen umfasst, wuchs damit um 13,5%, gegenüber 21% im ersten Quartal. Der Rückgang der Spareinlagen setzte sich im zweiten Quartal mit 9,5% leicht verlang-

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	7,8	9,8
1989	-5,9	20,2	6,2
1989 1. Q. ²	-3,5	12,6	6,7
1989 2. Q. ²	-7,8	19,8	6,2
1989 3. Q. ²	-6,4	23,0	5,7
1989 4. Q. ²	-6,0	25,3	6,1
1990 1. Q. ²	-7,2	21,1	4,1
1990 2. Q. ²	-	-	-
1990 Jan. ²	-6,5	23,2	5,0
1990 Feb. ²	-7,1	21,6	4,1
1990 März ²	-8,1	18,6	3,1
1990 April ²	-7,4	17,0	2,7
1990 Mai ²	-5,3	13,3	1,8
1990 Juni ²	-3,7	10,1	1,4
1990 Juli ²	-4,7	9,4	1,2

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

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

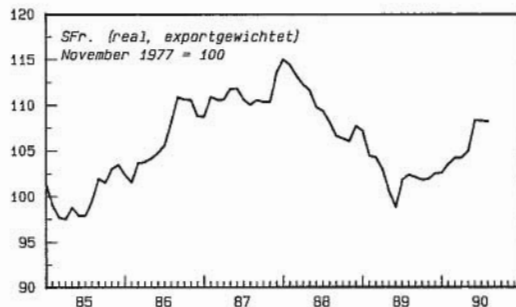
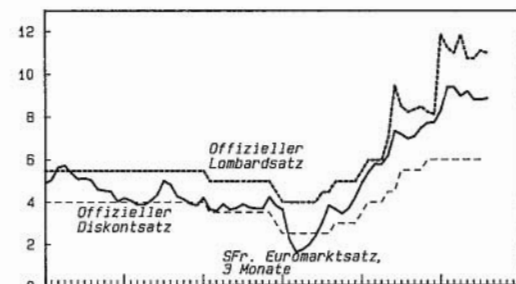
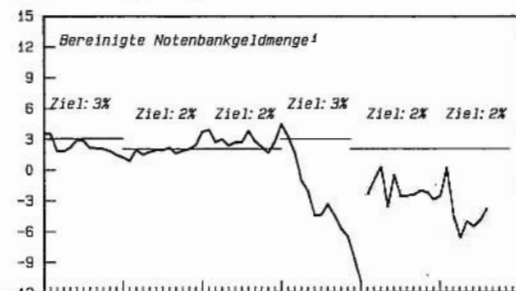
samt fort (1. Quartal: -11,0%). Zusammen mit dem geringeren Zuwachs von M₂ führte dies zu einer markanten Abschwächung des Wachstum der Geldmenge M₃. Im Vergleich zum zweiten Quartal 1989 stieg M₃ lediglich um 2,0%, nachdem die Zunahme im ersten Vierteljahr noch 4,1% betragen hatte.

Geldmarkt

Nach einem Anstieg zu Beginn des zweiten Quartals gingen die Geldmarktzinsen bis zur Jahresmitte wieder zurück. Der durchschnittliche Tagesgeldsatz lag mit 8,8% knapp unter dem hohen Vorquartalsniveau von 8,9%, während der Lombardsatz der Notenbank entsprechend von 11,2% auf 11,1% sank. Im Juli und August bildeten sich beide Sätze weiter auf durchschnittlich 8,1% bzw. 10,7% zurück.

Der Satz für dreimonatige Eurofrankenanlagen sank im zweiten Quartal um durchschnittlich 0,3

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 des Vorjahres

Prozentpunkt auf rund 9,0%. Da sich der entsprechende D-Mark-Satz gleichzeitig von 8 1/4% auf 8 1/8% weniger stark zurückbildete, nahm die Zinsdifferenz zugunsten des Schweizer Fran-

kens von rund 1,0 auf 0,8 Prozentpunkt ab. Gegenüber dem Dollar ging die Zinsdifferenz von 1,0 auf 0,6 Prozentpunkt zurück. Im Juli und August betrug die Zinsdifferenz gegenüber der D-Mark 0,6 und gegenüber dem Dollar 0,8 Prozentpunkte.

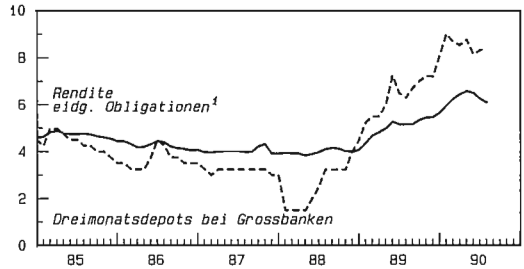
Die durchschnittlichen Zinssätze für Dreimonatsanlagen bei den Grossbanken sanken von rund 8,7% im ersten auf 8,4% im zweiten Quartal, und sie verharrten im Juli auf diesem Niveau. Im August bildeten sie sich auf rund 8% zurück.

Die Rendite neuemittierter eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen mit dreimonatiger Laufzeit, die im ersten Quartal im Mittel 8,8% betragen hatte, lag im zweiten Quartal und in der ersten Hälfte des dritten Quartals bei 8,4%.

Devisenmarkt

In den vier Monaten von Mai bis August gewann der Schweizer Franken gegenüber den Währungen der wichtigsten Industrieländer – mit Ausnahme des britischen Pfundes – deutlich an Wert. Besonders stark wertete sich der Franken gegenüber dem amerikanischen Dollar auf

Grafik 16: Zinssatzentwicklung



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

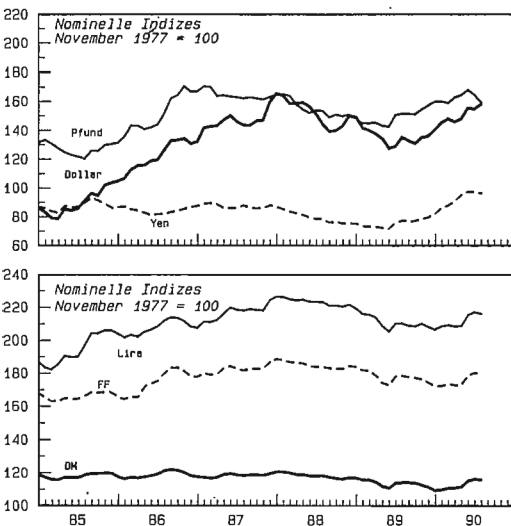
(+14,6%). Gegenüber den Währungen des Europäischen Währungssystems (EWS) betrug die Aufwertung zwischen 6,0 und 7,6%. Im Zusammenhang mit den Spekulationen über einen Beitritt des britischen Pfundes zum EWS verlor der Franken gegenüber dieser Währung um 1,9% an Wert.

Der Frankenkurs des amerikanischen Dollars betrug im Durchschnitt der Monate Mai bis August 1.38 Fr. (Vorjahresperiode: 1.68 Fr.), der Kurs der japanischen Währung 0.92 Fr. je 100 Yen (Vorjahresperiode: 1.19 Fr.) und jener der D-Mark 84,5 Rappen (Vorjahresperiode: 86,8 Rappen). Im Vorjahresvergleich gewann der Franken somit gegenüber dem Dollar um 17,8%, gegenüber dem Yen um 23,1% und gegenüber der D-Mark um 2,6% an Wert.

Während in den Monaten Mai bis August die meisten Zentralbanken auf den Devisenmärkten kaum intervenierten, verzichtete die Schweizerische Nationalbank vollständig darauf.

Im zweiten Quartal hielt der reale Aufwertungs-trend des Frankens an. Auf exportgewichteter Basis und um die Veränderung der Konsumentenpreise bereinigt stieg der Wert des Frankens im Vergleich zur Vorjahresperiode um 7,1% (1. Quartal: +0,1%). Am stärksten nahm der reale Frankenkurs gegenüber dem Yen (+35,0%), dem Dollar (+18,3%) und dem Pfund (+9,1%) zu. Gegenüber der D-Mark betrug die reale Aufwertung 4,7%.

Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Kapitalmarkt

Der Monatsendwert der Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen (unter Berücksichtigung der vorzeitigen Kündbarkeit) erreichte im April mit 6,7% einen langjährigen Höhepunkt, der bereits drei Monate später wieder um 0,6 Prozentpunkt unterschritten wurde. Sowohl im ersten wie im zweiten Quartal ergab sich im Mittel eine Rendite von 6,4%. Die Differenz zwischen dieser Rendite langfristiger Staatspapiere und den Geldmarktsätzen, die rund 9% betragen, widerspiegelt die weiterhin stark inverse Zinsstruktur.

Die Grossbanken erhöhten die durchschnittlichen Sätze für neuemittierte Kassenobligationen von 6,6% im ersten auf 7,0% im zweiten Quartal. Dieses Niveau wurde in den ersten zwei Monaten des dritten Quartals nur knapp unterboten, wobei als häufigste Zinssätze wiederum 7¹/₄% für dreijährige, 7% für vier- bis fünfjährige und 6³/₄% für sechs- bis achtjährige Laufzeiten offeriert wurden.

Nachdem der durchschnittliche Zinssatz auf Spareinlagen bei den Kantonalbanken in den ersten fünf Monaten des Jahres von 4,0% auf 4,7% gestiegen war, blieb er bis August unverändert. Für Neuhypothesen belasteten die Kantonalbanken im August 7,5%, d. h. 0,8% Prozentpunkt mehr als zu Beginn des Jahres. Der entsprechende Satz für Althypothesen stieg gleichzeitig um 0,5 Prozentpunkt auf 6,4%.

Die Emission von Obligationen und Aktien erreichte im zweiten Quartal 12,0 Mrd. Franken (2. Quartal 1989: 15,6 Mrd.). Der ungewöhnlich hohe Inlandanteil von 50% ist vor allem auf die starke Abnahme der Emissionen im Auslandbereich zurückzuführen. Nach Abzug der Rückzahlungen im Betrage von 1,6 Mrd. Franken ergab sich eine Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten von 4,4 Mrd. Franken (2. Quartal 1989: 3,7 Mrd.).

Kapitalexport

Die von der Nationalbank im zweiten Quartal bewilligten Kapitalexporte (Emissionen und Kredite)

betragen 9,1 Mrd. Franken. Damit lagen sie um 27% unter dem Wert der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Anleihen gingen um 39% zurück, während die Kredite um 15% stiegen.

Die kräftige Zunahme der gewöhnlichen (Straight-)Anleihen setzte sich im zweiten Quartal fort. Das Volumen dieser Anleihen war doppelt so hoch wie in der entsprechenden Vorjahresperiode. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass das Basisniveau vor Jahresfrist sehr tief gewesen war. Bezeichnend für das zweite Quartal war indessen das beinahe völlige Fehlen der sonst vorwiegend von japanischen Anleiheenschuldnern begebenen eigenkapitalbezogenen Anleihen. Dies war eine unmittelbare Folge der im ersten Quartal aufgetretenen Krise an der Tokioter Börse. Das Volumen der Optionsanleihen verminderte sich innerhalb eines Jahres um 84%; Wandelanleihen fielen ganz aus. Die Geschäftstätigkeit auf dem Sektor der eigenkapitalbezogenen Anleihen sank damit auf den tiefsten Stand seit 1984, als genaue Statistiken über diese Art Operationen eingeführt wurden.

Bei einem insgesamt tieferen Emissionstotal stieg der Anteil der gewöhnlichen (Straight-)Anleihen von 61% im ersten Quartal auf 96% im zweiten Vierteljahr (2. Quartal 1989: 19%). Die Privatplatzierungen machten im zweiten Quartal lediglich 31% des Emissionstotal aus, im Vergleich zu 65% im ersten Quartal 1990 (2. Quartal 1989: 77%). Diese Entwicklung war hauptsächlich das Ergebnis des massiven Rückgangs der eigenkapitalbezogenen Anleihen sowie des immer noch geringen Interesses, das die institutionellen Anleger für die herkömmlichen (Straight-) Anleihen bekundeten.

Bei der Ländergruppenstruktur des bewilligungspflichtigen Kapitalexports setzte sich die bereits im ersten Quartal beobachtete Entwicklung fort. Der Anteil Japans am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport schrumpfte massiv von 33% auf weniger als 4% im zweiten Quartal (2. Quartal 1989: 62%). Die Quote der europäischen Länder und diejenige Nordamerikas stiegen hingegen auf 46% und 24% (2. Quartal 1989: 23% und 4%). Der Anteil der anderen Ländergruppen erhöhte sich insgesamt auf 26%, gegenüber 11% in der entsprechenden Vorjahres-

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1986	42 461,0	6 768,0	1 259,7	50 488,7
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
1989	31 281,0	10 154,1	517,8	41 952,9
1989 2. Q.	9 717,2	2 655,9	89,0	12 462,1
1989 3. Q.	5 956,8	3 582,1	117,7	9 656,6
1989 4. Q.	8 316,0	2 139,6	174,1	10 629,7
1990 1. Q.	11 237,8	2 203,9	165,2	13 606,9
1990 2. Q.	5 918,8	2 804,0	357,6	9 080,4

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes; Neugliederung infolge Revision der Kapitalexportbestimmungen vom 29. 5. 1986

periode, während derjenige der internationalen Entwicklungsorganisationen 13% betrug (2. Quartal 1989: 2%).

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der 68 monatlich meldenden Banken stieg zwischen Juni 1989 und Juni 1990 um 7%. Dollarkursbereinigt betrug die Zunahme 10%. Nach einem absoluten Rückgang gegenüber dem Vormonat im Mai nahm die Bilanzsumme im Juni wieder leicht zu. Auffallend war der negative Interbanksaldo von rund 4 Mrd. sowie der langsamere Rückgang bei den Sichteinlagen und den Spar- und Depositenheften.

Auf der Aktivseite lagen die Finanzanlagen um 24% unter ihrem Vorjahreswert. Dies war erneut vor allem auf die Entwicklung im Interbankgeschäft zurückzuführen. Der Interbanksaldo nahm von 28 Mrd. Franken auf minus 4 Mrd. Franken ab. Somit überstiegen die Bankenkreditoren die Bankendebitoren. Die 68 monatlich erfassten Banken (5 Grossbanken, 29 Kantonalbanken, 34 Regionalbanken) waren damit Nettoschuldner bei den übrigen Schweizer Banken im Betrag von 17 Mrd. Franken und Nettogläubiger bei den im Ausland domizilierten Instituten im Betrag von 13 Mrd. Franken. Die liquiden Mittel stiegen insgesamt um 2%, die auf Schweizer Franken lautenden Bestände um 4%. Die Position der Wechsel und Geldmarktpapiere nahm um 27% zu. Die Wertschriftenbestände lagen um 6% höher als vor Jahresfrist.

Die Banken (505 Institute) verbesserten ihr Liquiditätsmanagement im zweiten Quartal weiter. Die greifbaren Mittel überstiegen die nach der Bankenverordnung geforderten Mittel in der Unterlegungsperiode vom 20. Mai bis zum 19. Juni im Durchschnitt um 44%; in der Periode Februar/März hatte der Deckungsgrad der Kassenliquidität noch 151% betragen. Die einzelnen Bankengruppen unterscheiden sich in bezug auf die Höhe des Deckungsgrades beträchtlich. Während die Grossbanken mit einem Satz von 115% (Mai/Juni) nahe der gesetzlichen Limite angelangt sind, wiesen die Darlehens- und Raiffeisenkassen mit 194% sowie die übrigen Banken mit 213% noch grosse Liquiditätsüberschüsse auf.

Die Jahreswachstumsrate der Kredite insgesamt betrug 10%; die Zuwachsrate der inländischen Kredite, die seit Dezember 1989 abnimmt, erreichte noch 11%. Während die Debitoren innert Jahresfrist um 13% stiegen, wuchsen die Hypotheken mit 10% etwas langsamer. Bei den Baukrediten sank die Wachstumsrate der Limiten im Mai (die Juni-Werte sind noch nicht verfügbar) erstmals seit Ende 1987 unter 10%. Die Baukreditbeanspruchung hingegen erhöhte sich im Mai gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat um 15%; ein Wert dieser Höhe wurde seit September 1981 nicht mehr erreicht.

Auf der Passivseite der Bankbilanzen nahmen die Publikumsfelder über Jahresfrist lediglich um 4% zu. Die Kreditoren auf Sicht sowie die auf Schweizer Franken lautenden Bestände lagen 6%, die Bestände der Spar- und Depositenhefte 8% unter ihrem Vorjahresniveau. Andererseits

betrug die Jahreszuwachsrate der Kreditoren auf Zeit 12%, diejenige der inländischen Frankenfestgelder 20%. Die Kassenobligationen und Obligationen stiegen um 10%.

Das Treuhandgeschäft erweiterte sich gegenüber dem Vergleichsmonat im Vorjahr um 10%. Rund ein Drittel der Treuhandpassiven entstammte dem Inland, während fast sämtliche Treuhandaktiven im Ausland plaziert wurden.

Situation économique et monétaire^c

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 7 septembre 1990¹

A. Aperçu

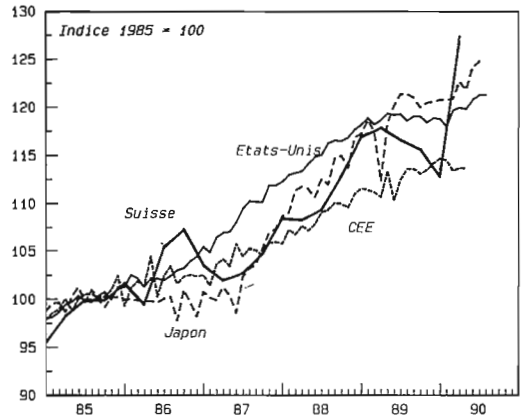
1. Etranger

Evolution de la conjoncture

Au deuxième trimestre, les Etats membres de l'OCDE ont continué à bénéficier d'une conjoncture économique favorable, mais les écarts de croissance entre les grands pays industrialisés sont restés considérables. Les économies américaine et britannique n'ont progressé que modestement, alors que l'essor s'est poursuivi à des rythmes soutenus dans les pays de l'Europe continentale. Les poussées les plus fortes ont été observées en République fédérale d'Allemagne; après une vigoureuse croissance au premier trimestre, toutes les composantes de la demande – la consommation privée et la construction de logements en particulier – ont continué sur leur lancée. En France et en Italie, les impulsions conjoncturelles ont un peu faibli selon les premiers indicateurs disponibles pour le deuxième trimestre. L'activité dans la construction a perdu de son élan en France, alors que la demande étrangère a fléchi en Italie. Enfin, l'économie japonaise a été beaucoup plus vigoureuse que ne le laissent supposer le net ralentissement de la croissance à la fin de 1989 et les turbulences boursières du début de 1990. Après l'expansion très vive des exportations japonaises au premier trimestre, la demande intérieure – en particulier la consommation privée – a elle aussi pris de l'essor au deuxième trimestre.

Grâce à la bonne conjoncture, le nombre des chômeurs a diminué dans les pays de la CE entre février et avril; le taux de chômage moyen s'inscrivait à 8,4% en mai, contre 9% un an auparavant. Le chômage a fortement reculé en Républi-

Graphique 1: Production industrielle



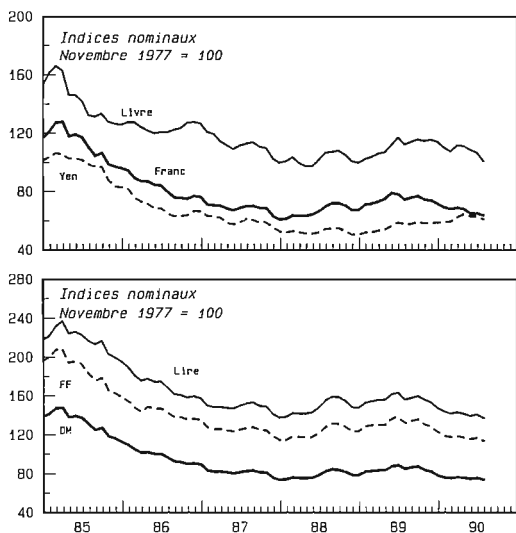
Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et Office fédéral de la statistique

que fédérale d'Allemagne, mais légèrement augmenté au Royaume-Uni. Les taux de chômage sont restés inchangés aux Etats-Unis et au Japon; dans ce dernier pays, le manque de main-d'œuvre est devenu plus aigu.

Dans la zone de l'OCDE, le taux annuel moyen de renchérissement a reculé, passant de 6,5% en mars à 6% en mai. Les taux d'inflation se sont repliés légèrement dans tous les grands pays industrialisés, à l'exception du Royaume-Uni. La baisse des prix pétroliers au deuxième trimestre a contribué à modérer le renchérissement. Le raffermissement des monnaies européennes face au dollar des Etats-Unis a lui aussi eu des répercussions positives sur le rythme de la hausse des prix en Europe. Ces répercussions ont été plus fortes encore en Italie, dans la mesure où la lire s'est revalorisée également par rapport aux autres monnaies européennes. Les récents événements survenus sur le marché pétrolier ont détérioré les perspectives en matière d'inflation dans les pays de l'OCDE. Après l'augmentation que les prix du pétrole ont enregistrée, à fin juillet, du fait des nouveaux accords sur les prix et les quo-

¹ Le rapport, achevé à la mi-août, se fonde principalement sur des informations publiées les mois de mai et de juillet 1990.

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



tas au sein de l'OPEP, l'invasion du Koweït par l'Irak a provoqué une nouvelle vague de hausse.

Pour l'année en cours et 1991, l'OCDE estime que l'essor de la conjoncture se maintiendra dans les pays membres et que le renchérissement se stabilisera. Etant donné les réformes économiques dans les pays de l'Europe de l'Est, elle a révisé à la hausse ses prévisions de croissance pour la République fédérale d'Allemagne en particulier. Au cours des dix-huit prochains mois, l'Allemagne fédérale devrait enregistrer la plus forte expansion, après le Japon; par contre, les économies américaine et britannique ne montreront probablement qu'un faible dynamisme. Comme l'OCDE a publié ses prévisions à fin juin, la crise du Golfe et ses répercussions – prix des produits pétroliers notamment – n'ont pas été prises en considération. L'organisation a tablé sur un prix du pétrole restant constant, en termes réels, à 17 dollars, soit à son niveau du premier semestre de 1990. Une augmentation substantielle et durable du prix de cette matière première entraînerait non seulement une recrudescence de l'inflation, mais aussi un affaiblissement de la croissance réelle.

Politique économique

Au deuxième trimestre, la politique monétaire des grands pays industrialisés est restée dans l'ensemble restrictive. En République fédérale d'Allemagne par exemple, les taux à court terme se sont maintenus à leur niveau élevé du premier trimestre et l'expansion de M_3 , l'agrégat de référence, a continué à faiblir. Les autorités britanniques ont, elles aussi, poursuivi leur politique de taux d'intérêt élevés. En France, les rendements n'ont pas varié du premier au deuxième trimestre. En Italie par contre, les rémunérations à court terme ont diminué légèrement, ce qui donne à penser que la politique monétaire a été assouplie. Eu égard notamment à la forte tendance à la hausse de la lire, les autorités monétaires italiennes ne se sont pas opposées à ce mouvement de baisse. Aux Etats-Unis également, le léger repli des taux à court terme ces derniers mois – la rémunération de l'argent au jour le jour, taux sur lequel la Réserve Fédérale peut agir directement, a diminué à fin juillet – incite à conclure à un relâchement très modéré des rénes monétaires. Les autorités monétaires américaines ont cependant insisté à maintes reprises sur le caractère prioritaire de la lutte contre l'inflation, en dépit de la détérioration de la conjoncture. La politique monétaire japonaise a gardé le cours plus restrictif qui lui avait été donné au début de l'année, et les rémunérations à court terme se sont maintenues à un niveau élevé. La masse monétaire a continué cependant à croître à un rythme nettement plus rapide que prévu.

Les taux à long terme, qui avaient augmenté fortement au début de l'année dans presque tous les grands pays industrialisés de l'Europe et au Japon, se sont stabilisés au deuxième trimestre. Ils se sont maintenus à leur niveau élevé de fin mars sur les marchés allemand et japonais, mais ont reculé en France et au Royaume-Uni.

Aux Etats-Unis, le déficit des comptes de l'Etat pour l'exercice qui s'achèvera à fin septembre atteindra probablement plus de 200 milliards de dollars, soit un montant supérieur à ce qui était prévu dans le budget initial. Le prochain exercice devrait se solder par un déficit encore plus fort, même si le gouvernement et les Chambres parviennent à s'entendre sur une forte compression

des dépenses et sur une augmentation des impôts ou si le mécanisme de réduction automatique des dépenses est appliqué comme le veut la loi Gramm-Rudman-Hollings. En effet, les recettes fiscales seront, du fait du ralentissement de la croissance économique, moins fortes que prévu, alors que l'assainissement des caisses d'épargne entraînera de grosses dépenses supplémentaires. Ainsi, après avoir reculé sensiblement entre 1986 et 1989, le déficit devrait s'accroître pour la deuxième année consécutive.

Etant donné la prochaine réunification des deux Etats allemands, le gouvernement de la République fédérale a retiré le projet de budget qu'il avait déjà adopté pour 1991. Dès que possible, il présentera un nouveau budget, pour l'Allemagne réunifiée cette fois.

Marchés des changes

Pendant les mois de mai à août, le dollar des Etats-Unis s'est inscrit en net repli face aux monnaies des principaux autres pays industrialisés. La faiblesse inattendue de la croissance économique aux Etats-Unis et les signes d'une aggravation du chômage sont à l'origine de ce repli. La monnaie américaine a ainsi reculé de 16,7% vis-à-vis de la livre sterling, de 7,1% par rapport aux monnaies du SME, de 14,6% face au franc suisse et de 10,4% vis-à-vis du yen japonais. Après avoir fortement augmenté en 1989, les fluctuations journalières du dollar face aux monnaies des principaux autres pays industrialisés se sont stabilisées au premier semestre de 1990. En taux annualisés, elles se sont établies entre 8 et 11% pour la période de mai à août.

Le dollar a perdu de sa valeur par rapport également à la période correspondante de l'année précédente. Il a chuté de 14,3 à 16,2% face aux monnaies du SME, de 11,2% par rapport à la livre sterling et de 17,8% vis-à-vis du franc suisse, mais s'est raffermi de 7% face au yen japonais.

Au deuxième trimestre, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, était inférieur de 0,2%, en termes nominaux comme en termes réels, à ses niveaux de la période correspondante de 1989. En données pondérées toujours, le

cours du yen a fléchi de 13,9% en termes nominaux (16,2% en termes réels), alors que celui du mark allemand a augmenté de 5,5% (2,8%) et celui du franc suisse, de 7,4% (7,1%).

Au sein du Système monétaire européen (SME), aucune tension notable n'a été observée pendant les mois de mai à août. Le 17 juin, le gouvernement belge a décidé de maintenir la relation de change entre le franc belge et le mark allemand à l'intérieur d'une marge de fluctuation fortement réduite. Deux constatations sont à l'origine de cette décision : la Belgique est une des économies les plus dynamiques de la CE et presque tous ses principaux indicateurs macro-économiques sont à des niveaux plus favorables que les moyennes pour l'ensemble de la Communauté. Le rattachement du franc belge à la monnaie la plus forte de la Communauté, le mark allemand, doit contribuer à améliorer les perspectives en matière de ralentissement de l'inflation, de baisse des taux d'intérêt et d'allègement du service de la dette publique.

Le 1er juillet, les pays de la CE sont entrés dans la première étape vers l'union économique et monétaire européenne. Pendant cette phase, il s'agira de mettre sur pied un espace financier unique dans lequel les capitaux circuleront librement et où les services dans le domaine des banques, des valeurs mobilières et des assurances seront offerts d'une manière uniforme, de parvenir à la participation de toutes les monnaies de la CE au mécanisme de change du SME, de lever les obstacles à l'usage privé de l'ECU et, enfin, de redéfinir le mandat du Comité des gouverneurs des banques centrales pour que cet organe puisse émettre des avis sur la politique monétaire et sur les politiques de nature à affecter la situation monétaire de la CE. La recommandation d'adhésion formulée par le Conseil européen, des indiscrétions délibérées au Royaume-Uni et le discours tenu en juillet, à Londres, par le président de la Banque fédérale d'Allemagne ont incité à penser que la livre sterling pourrait entrer prochainement dans le SME. Stimulée par cette perspective et par des taux d'intérêt toujours élevés, la livre sterling s'est raffermie fortement sur les marchés des changes. Entre les mois de mai et d'août, elle a gagné 8% face au mark allemand.

Problèmes de l'endettement international

Si l'évolution récente sur le marché pétrolier n'est pas éphémère, elle aura d'importantes répercussions sur les pays lourdement endettés d'Amérique latine. La hausse des prix pétroliers devrait contribuer à améliorer considérablement la situation financière d'importants pays qui, tels le Mexique et le Venezuela, sont à la fois débiteurs et exportateurs de pétrole, mais elle aggravera les problèmes économiques des pays débiteurs qui, comme l'Argentine et le Brésil, sont importateurs d'or noir. L'Argentine est depuis plusieurs mois dans une phase de profonde récession; quant à l'économie brésilienne, elle ne progresse plus qu'à un rythme très lent.

Une flambée des prix pétroliers aurait des répercussions tout aussi défavorables sur les pays de l'Europe de l'Est qui sont importateurs de pétrole. Ces pays ont des industries qui, par unité produite, consomment beaucoup plus d'énergie que celles des pays occidentaux. La Pologne et la Hongrie, déjà fortement endettées envers l'Occident, seront tout particulièrement touchées par cette situation. En revanche, l'Union soviétique, grande exportatrice de pétrole, tirera un profit substantiel de la majoration des prix de cette matière première, étant donné qu'elle restreint ses livraisons de pétrole, à prix subventionnés, aux pays de l'Est pour accroître les ventes aux prix du marché et contre devises.

En juin, les Etats-Unis et, par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), les autres pays du Groupe des Dix et l'Autriche ont accordé un crédit relais de 280 millions de dollars à la Hongrie. La Banque nationale suisse a donné à la BRI une promesse de substitution de 5 millions de dollars, promesse qui, comme toutes ses participations à des crédits relais, est garantie par la Confédération.

2. Suisse

En Suisse, la conjoncture est restée forte au deuxième trimestre de 1990. La croissance économique a toutefois faibli légèrement. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente,

la progression du produit intérieur brut réel s'inscrivait à 3% au deuxième trimestre, contre 3,2% au premier trimestre. A l'exception des investissements en constructions et des exportations de marchandises, toutes les composantes de la demande ont augmenté vigoureusement. Le net ralentissement des investissements en constructions est dû à l'activité plus faible dans le secteur des logements. Quant aux exportations de biens, elles se sont accrues à un rythme qui a fléchi du premier au deuxième trimestre. En juillet, elles ont de nouveau augmenté vivement. Le renchérissement est resté élevé : l'indice suisse des prix à la consommation dépassait, au deuxième trimestre, de 4,9% en moyenne son niveau de la période correspondante de 1989; le trimestre précédent, un taux de 5% avait été enregistré. Du premier au deuxième trimestre, la hausse des prix des biens et services importés a passé de 5% à 2,8%, alors que le renchérissement des biens et services suisses s'est accéléré de 5,2% à 5,7%. En août, le taux annuel de renchérissement a augmenté à 6,1%. Par rapport aux trimestres précédents, la situation ne s'est guère modifiée sur le marché du travail. Le taux de chômage est resté bas. Toutefois, le nombre des places vacantes a diminué légèrement et, en juin, il était inférieur au niveau enregistré un an auparavant; un tel repli n'avait plus été observé depuis 1984.

Plusieurs indicateurs annoncent un ralentissement graduel de la conjoncture en Suisse. Ainsi, les crédits de construction ont progressé à un rythme plus lent et les entrées de commandes ont faibli dans l'industrie. En outre, celle-ci porte un jugement prudent sur la marche des affaires au cours des prochains mois. Dans certaines branches, les perspectives en matière de commandes sont moins favorables; un affaiblissement conjoncturel se dessine en particulier dans les branches liées à la construction. L'évolution des affaires devrait marquer aussi un tassement dans l'industrie d'exportation. Dans l'ensemble cependant, l'industrie estime toujours que ses capacités de production sont insuffisantes. Dans la construction, l'activité restera forte ces prochains mois, car, en dépit de la diminution des entrées de commandes, les réserves de travail sont toujours importantes. Enfin, le commerce de détail s'attend à de nouvelles hausses du chiffre d'affaires, bien que les consommateurs ne tablent

que sur une légère amélioration de leur situation financière.

La Banque nationale a poursuivi sa politique monétaire restrictive. Elle a maintenu les avoirs en comptes de virements à 3 milliards de francs environ. En taux annualisé, la monnaie centrale désaisonnalisée était, au deuxième trimestre, inférieure de 5% à son niveau de la période de référence (quatrième trimestre de 1989); au premier trimestre, son recul avait été de 3,5%. L'accélération du recul est due à l'évolution des billets en circulation. Ceux-ci ont diminué à un rythme plus rapide qu'au premier trimestre.

Bien que la politique monétaire soit restée restrictive, les taux d'intérêt à court terme ont cessé leur mouvement de hausse, en Suisse, peu après le début du deuxième trimestre. La rémunération de l'argent au jour le jour s'est maintenue en

moyenne à 8,8%; sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a passé de 9,3% au premier trimestre à 9% le trimestre suivant. L'écart entre les rémunérations des dépôts en francs et celles des dépôts en marks allemands et en dollars a diminué, mais est resté en faveur des placements en francs. Sur le marché des capitaux, le rendement moyen des obligations fédérales a fléchi, après avoir augmenté pour atteindre 6,7% en avril. Les grandes banques ont cependant relevé les rémunérations qu'elles servent sur leurs obligations de caisse.

Au deuxième trimestre, le franc suisse a continué à se raffermir. En données pondérées par les exportations, le cours réel du franc dépassait de 7,1% le niveau observé un an auparavant. Par rapport au dollar, la hausse du franc a atteint 18,3%.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

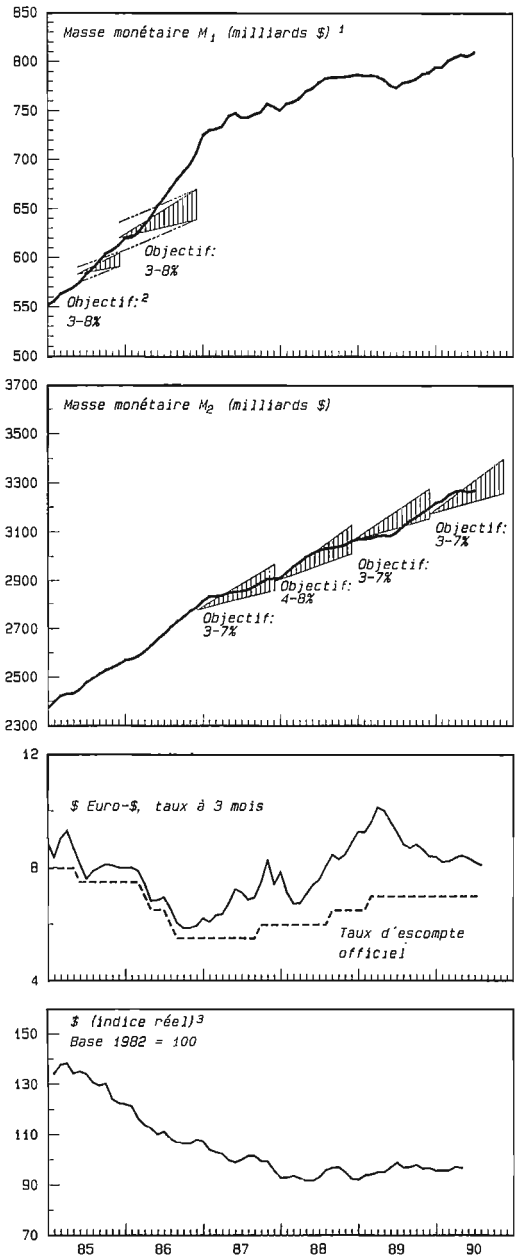
Etats-Unis

La croissance de l'économie américaine est restée faible au deuxième trimestre. Par rapport aux trois mois précédents, le produit national brut réel a augmenté, en taux annualisé, de 1,2%, contre 1,7% au premier trimestre et 0,3% au quatrième trimestre de 1989. Pour les trois dernières années, la comptabilité nationale a fait l'objet d'une révision; la croissance pour 1989 a été ainsi ramenée de 3% à 2,5%. Etant donné le rythme de 4,5% enregistré en 1988, le ralentissement a été un peu plus fort que ce qui avait été annoncé précédemment.

Au deuxième trimestre, les ventes finales ont fléchi de 0,2%. Le produit national brut a toutefois continué de progresser, grâce à un accroissement substantiel des stocks. Les dépenses de consommation ont augmenté de 0,3%; si les achats de biens durables et non durables ont diminué, la consommation de services a progressé. Les dépenses de l'Etat se sont accrues de 6,6%, soit à un rythme nettement plus vigoureux que les trimestres précédents. Par contre, les investissements des entreprises ont reculé de 5,2%, et les exportations, de 3,5% en volume. Les trois mois précédents, celles-ci avaient augmenté fortement du fait d'un facteur particulier. En effet, les exportations d'avions de Boeing avaient été particulièrement élevées, parce qu'une grève avait freiné les livraisons au quatrième trimestre de 1989.

Du premier au deuxième trimestre, la production industrielle a augmenté de 1,2% en taux annualisé (premier trimestre : -0,8%). Cette progression s'explique notamment par le retour à une production normale dans l'industrie automobile qui, pour réduire ses stocks, avait mis ses usines en congé au premier trimestre. Le taux moyen d'utilisation des capacités de production a passé de 82,7% à 83,4%. Le nombre des personnes occupées a augmenté en moyenne de 124 000 par mois (premier trimestre : 238 000); l'emploi a ainsi progressé de 0,9% par rapport à son niveau du deuxième trimestre de 1989. Quant au taux de chômage, il est resté inchangé à 5,3%.

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)

Au deuxième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 4,6% le niveau enregistré un an auparavant. Sa hausse atteignait 5,2% le trimestre précédent. Le ralentissement s'explique principalement par la baisse des prix de l'énergie.

La tendance au repli du déficit commercial a continué au deuxième trimestre. En moyenne, le solde passif mensuel s'est inscrit à 6,7 milliards de dollars, contre 7,9 milliards au premier trimestre.

Pour l'exercice en cours, les comptes de l'Etat fédéral se solderont par un déficit de plus de 200 milliards de dollars, soit un montant sensiblement plus élevé que ce qui est prévu au budget. Selon les plus récentes estimations, le déficit de l'exercice 1991, qui commencera en octobre, pourrait atteindre 300 milliards de dollars. Cette nette augmentation est due aux dépenses supplémentaires considérables qu'exigera l'assainissement des caisses d'épargne américaines et aux recettes fiscales qui, du fait de la détérioration des perspectives conjoncturelles, seront inférieures au montant prévu précédemment. Bien que la loi Gramm-Rudman-Hollings menace d'imposer des réductions automatiques de dépenses – pour 100 milliards de dollars au total –, le gouvernement et le Congrès ne sont pas encore parvenus à s'entendre sur une proposition présidentielle qui prévoit des hausses d'impôts et des compressions de dépenses atteignant 50 milliards de dollars. Si la loi Gramm-Rudman-Hollings n'est pas purement et simplement abrogée, il faut donc s'attendre à ce que des impulsions négatives décollent, en 1991, des comptes de l'Etat. Les 50 milliards de dollars évoqués ci-dessus correspondent environ à un pour-cent du produit national brut.

La crise que traversent les caisses d'épargne a des conséquences non seulement sur le budget de l'Etat, mais aussi sur le reste de l'économie. Les caisses d'épargne en difficulté vendent des actifs – elles détiennent principalement des biens immobiliers et des obligations à haut risque («junk bonds») – et, par ces ventes, perturbent fortement le marché immobilier. Les immeubles représentant une part importante de la fortune des ménages, la consommation privée s'en ressent

aussi. Le climat de consommation s'est nettement dégradé depuis le début de l'année. La chute des prix sur le marché immobilier détériore également la qualité des crédits octroyés par les banques. Au deuxième trimestre de 1990, les banques ont dû effectuer des amortissements élevés sur leurs prêts immobiliers. C'est pourquoi plusieurs observateurs y voient le signe que les banques ne sont plus en mesure de fournir un flux normal de crédits.

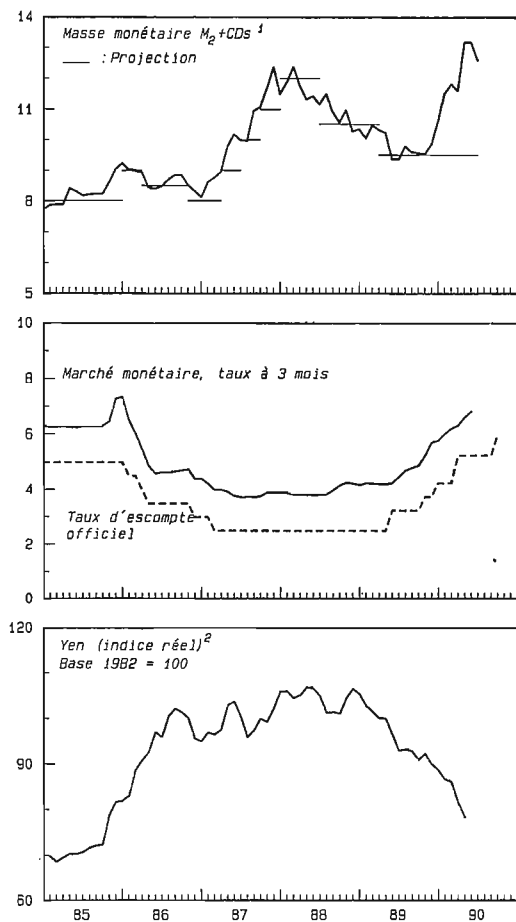
Pour éviter une éventuelle pénurie sur le marché du crédit, la Réserve Fédérale a assoupli légèrement sa politique monétaire, à fin juillet, et ramené de 8,25% à 8% le taux des fonds fédéraux. Ce taux, principal instrument de la politique monétaire américaine, était resté inchangé au deuxième trimestre. La masse monétaire M_2 dépassait, au deuxième trimestre, de 5,9% le niveau observé un an auparavant. Elle évoluait ainsi à l'intérieur de la fourchette de 3 à 7% choisie comme objectif.

Japon

En dépit de la forte chute des cours à la bourse de Tokyo, l'économie japonaise a enregistré une croissance très forte au premier trimestre de 1990. Le produit national brut réel a en effet augmenté de 2,5% par rapport aux trois mois précédents (quatrième trimestre de 1989 : 0,8%). Sa progression par rapport à la période correspondante de 1989 a atteint 5,6%. Les principales impulsions sont venues du commerce extérieur. La contribution du commerce extérieur à la croissance est estimée à 1,3 point; elle a été plus forte que celle de la demande intérieure.

D'un trimestre à l'autre, les exportations se sont accrues de 8,5% en volume, alors qu'elles avaient stagné au quatrième trimestre de 1989. Cette expansion peut être attribuée notamment aux fortes livraisons d'automobiles vers les Etats-Unis; les constructeurs japonais ont accéléré leurs exportations de véhicules, au dernier trimestre de l'exercice budgétaire 1989 (mars 1990), en vue d'épuiser les quotas sur le marché américain. La consommation a par contre marqué un net ralentissement en termes réels, à cause du recul des cours à la bourse de Tokyo et

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)

de la crainte d'un effondrement du marché immobilier. Par rapport aux trois mois précédents, les dépenses des ménages n'ont augmenté que de 0,5% au premier trimestre, contre 1,8% en moyenne des deux périodes antérieures. La croissance des investissements – constructions et biens d'équipement – a elle aussi faibli puisqu'elle a passé de 6,5% au troisième trimestre de 1989 à 4%, puis à 2,7% seulement au premier trimestre de 1990.

Selon les indicateurs disponibles pour le deu-

xième trimestre, l'essor de l'économie japonaise s'est encore accéléré. Par rapport à la période correspondante de 1989, la production industrielle a augmenté de 3,4%, contre 1,8% au premier trimestre. Stimulée par la forte hausse des salaires réels et une nouvelle progression de l'emploi, la consommation privée s'est accrue elle aussi à un rythme plus vigoureux. La situation est restée tendue sur le marché du travail. En mai, le rapport entre les places vacantes et les demandeurs d'emploi a augmenté à 1,41; un chiffre aussi élevé n'avait plus été observé depuis seize ans. En moyenne, le taux de chômage est resté inchangé à 2,1%. Etant donné le manque aigu de main-d'oeuvre, l'industrie envisage de nombreux investissements de rationalisation.

En données corrigées des variations saisonnières, l'excédent de la balance commerciale se chiffrait à 13,6 milliards de dollars au deuxième trimestre. Le repli des excédents, qui s'était interrompu au premier trimestre (17,3 milliards de dollars), a donc repris. La faiblesse persistante du yen a entraîné un léger recul des exportations en valeur, alors que les importations sont restées, en valeur toujours, à leur niveau des deux trimestres précédents. Le solde actif de la balance courante a diminué lui aussi, passant de 15,3 milliards de dollars au premier trimestre à 8,3 milliards le trimestre suivant.

Le taux annuel d'inflation s'inscrivait à 2,5%, contre 3,4% au premier trimestre. Ce recul s'explique par un effet de base, la TVA ayant été introduite en avril 1989. Fondamentalement, la forte expansion de la masse monétaire et les hausses de salaires de près de 6% n'incitent pas à espérer un prochain relâchement des poussées inflationnistes.

Après avoir relevé son taux de l'escompte d'un point, le 20 mars, la Banque du Japon n'a pris aucune mesure de politique monétaire au deuxième trimestre. La stabilisation des cours du yen ainsi que des marchés des obligations et des actions l'a confortée dans son attitude. Au premier trimestre, les marchés financiers, craignant une nouvelle flambée d'inflation, avaient réagi par une chute brutale du yen ainsi que par un effondrement des cours des obligations et des actions, ce qui avait contraint la Banque du Japon à resser-

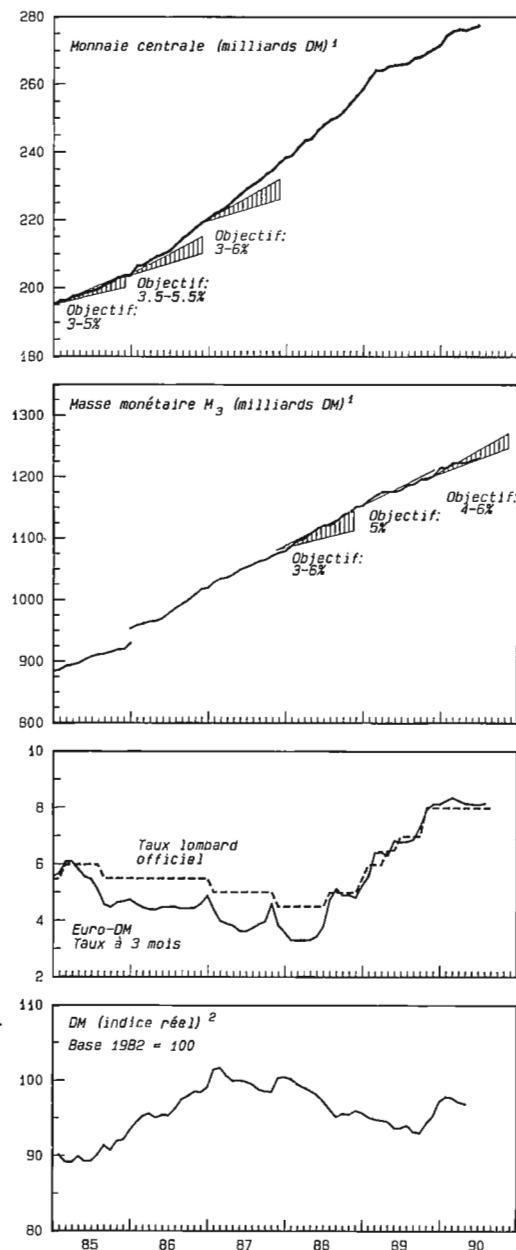
rer nettement les rênes monétaires. La masse monétaire M_2 dépassait, au deuxième trimestre, de 13% le niveau observé un an auparavant (premier trimestre : 11,8%); ainsi, sa progression était une fois encore supérieure à la projection de 9 à 10%. Le «gensaki» – taux appliqué aux papiers monétaires – s'est stabilisé à environ 6,8% au deuxième trimestre.

République fédérale d'Allemagne

Les problèmes liés à l'unification des deux Allemagnes sont restés en tête des préoccupations en République fédérale. Le traité d'union monétaire, économique et sociale est entré en vigueur le 1er juillet, selon le calendrier prévu. La conversion des marks est-allemands en marks ouest-allemands s'est déroulée pendant la première semaine de juillet, sans difficulté notable. Dans la période qui a suivi, les habitants de la RDA ne se sont pas rués sur les biens de consommation ouest-allemands, contrairement à ce que d'aucuns craignaient. Le passage de la RDA à une économie de marché soulève toutefois des problèmes considérables. De nombreuses entreprises ne sont pas concurrentielles. En outre, maintes communes sont quasiment en état de cessation des paiements. Le recul de la production industrielle, observé depuis novembre 1989, s'est accéléré au cours de l'été, et le chômage a augmenté fortement. A fin juillet, on recensait 272 000 sans-emploi et 656 000 chômeurs partiels, de sorte que la République fédérale devra probablement fournir des aides élevées. Le 6 juillet, les deux gouvernements allemands ont entamé des négociations en vue de préparer l'unification politique des deux Etats, unification qui est prévue pour le 3 octobre sous la forme d'une adhésion de la RDA selon l'article 23 de la loi fondamentale de l'Allemagne fédérale.

En République fédérale, la croissance économique est restée vigoureuse tout au long du premier semestre. Selon les données de la comptabilité nationale pour le premier trimestre, le produit national brut réel s'est accru de 2,5% par rapport aux trois mois précédents et de 4,4% par rapport à la période correspondante de 1989. D'importantes impulsions sont venues des investissements. Au premier trimestre, les investisse-

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)

ments en biens d'équipement dépassaient de 16,1% leur niveau de la même période de 1989 (quatrième trimestre de 1989: 11,1%); les entreprises ont investi essentiellement pour étendre leurs capacités de production jugées insuffisantes. La demande de logements des réfugiés et la clémence de l'hiver expliquent la forte croissance de l'activité dans la construction (7,6%, après 3,9% au dernier trimestre de 1989). Par rapport au premier trimestre de 1989, les revenus disponibles ont augmenté de 7,2%, grâce à l'évolution économique favorable, aux allègements d'impôts entrés en vigueur au début de l'année et aux aides financières en faveur des réfugiés. Cette hausse des revenus a influé sur la consommation privée, qui a ainsi progressé de 4% du premier trimestre de 1989 à la période correspondante de 1990 (quatrième trimestre de 1989: 1,9%). La demande intérieure, qui s'est accrue de 4,8%, a stimulé aussi les importations, dont l'expansion (12,7% par rapport aux trois premiers mois de 1989) a été supérieure à celle, toujours forte, des exportations (10,2%).

Le vif essor économique a continué au deuxième trimestre. La consommation de biens s'est encore accélérée, si bien que le chiffre d'affaires du commerce de détail dépassait de 5,5%, en termes réels, son niveau de la période correspondante de 1989. En données corrigées des variations saisonnières, la production industrielle a cependant fléchi légèrement du premier au deuxième trimestre. Ce repli est dû au fait que l'activité dans la construction avait été très forte, au premier trimestre, grâce au temps doux. Les entrées de commandes ont augmenté dans l'industrie, et la demande est restée élevée dans le secteur de la construction, en particulier pour les logements et les commandes publiques. La bonne conjoncture qui règne dans la construction s'est traduite par un véritable bond en avant des prix de cette branche.

Le chômage a continué son mouvement de repli. Du deuxième trimestre de 1989 à la période correspondante de 1990, le nombre des chômeurs a diminué de plus de 6% pour s'inscrire en moyenne à 1,9 million, soit à son niveau le plus bas des huit dernières années. Le taux de chômage s'est établi à 7,3%, contre 7,9% au deuxième trimestre de l'année précédente.

Par rapport au deuxième trimestre de 1989, les exportations ont fléchi de 1,2% en valeur, alors que les importations ont augmenté de 2,7%. Ainsi, l'excédent de la balance commerciale a diminué pour s'inscrire à 28,1 milliards de marks, contre 33,4 milliards un an auparavant. Le solde actif de la balance courante a reculé lui aussi puisqu'il a passé de 26,5 milliards de marks au deuxième trimestre de 1989 à 19 milliards un an plus tard. Au premier semestre, la balance courante a dégagé un excédent de 46,7 milliards de marks, contre 57,2 milliards un an auparavant.

Le renchérissement a faibli quelque peu au printemps. Au deuxième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 2,3% – 2,7% au premier trimestre – son niveau de la période correspondante de 1989. Le repli s'explique principalement par le mouvement de baisse que les prix à l'importation ont enregistré à partir de l'été de 1989. Le recul en un an des prix à l'importation a passé de 2,1% au premier trimestre, à 4,2% en avril et à 5,4% en mai.

Dans plusieurs branches de l'industrie ouest-allemande, des négociations salariales ont eu lieu au deuxième trimestre. Grâce à la bonne conjoncture, des hausses de salaires de 6% et davantage ont été décidées. L'accord salarial, conclu dans la métallurgie du Bade-Wurtemberg au début de mai, a servi un peu de modèle à tout le pays. Il prévoit, pour l'essentiel, une augmentation des salaires de 6% à compter du 1er juin 1990 et une réduction du temps de travail, sans perte de salaire, qui se fera en deux étapes: la semaine de travail sera ramenée de 37 heures à 36 heures, le 1er avril 1993, et à 35 heures, le 1er octobre 1995. La conclusion de cet accord salarial a permis d'éviter une grève de grande ampleur, qui menaçait d'éclater dans la métallurgie ouest-allemande, la principale branche industrielle du pays avec ses quatre millions de salariés.

Etant donné la prochaine unification avec la République démocratique, le Ministre ouest-allemand des finances a annoncé la préparation d'un budget 1991 pour l'Allemagne réunifiée. Le projet de budget pour la République fédérale, que le gouvernement a déjà approuvé, ne sera donc pas soumis au Parlement fédéral.

Tous les coûts liés à l'union des deux pays n'entreront toutefois pas dans le budget qui sera établi pour l'Allemagne unifiée. Une partie d'entre eux sera couverte par le «Fonds Deutsche Einheit», créé par le gouvernement fédéral et les «Länder». D'autres fonds devront être mis à la disposition de la «DDR-Treuhandanstalt», l'établissement qui est chargé de la gestion des entreprises est-allemandes jusqu'à leur privatisation. Selon des estimations du Ministère des finances, les collectivités publiques de RFA et RDA, y compris le «Fonds Deutsche Einheit» et la «DDR-Treuhandanstalt» devront emprunter un montant de 106 milliards de marks en 1991 (86 milliards en 1990). Etant donné sa situation économique, la République démocratique a prévu, à fin juillet, une nouvelle rallonge de plus de 10 milliards de marks au budget pour le second semestre de 1990.

Au deuxième trimestre, la Banque fédérale d'Allemagne a maintenu sa politique monétaire restrictive. La masse monétaire M_3 – l'objectif de l'institut d'émission pour 1990 est fixé en termes de M_3 – a augmenté plus lentement qu'au cours des premiers mois de l'année. En taux annualisé, elle dépassait son niveau de la période de référence (quatrième trimestre de 1989) de 4,1% à fin juin, contre 5% en mars. Elle évoluait donc à la limite inférieure de sa fourchette de 4 à 6%. M_3 dans sa définition élargie – y compris notamment les dépôts effectués par le secteur non bancaire sur le marché des euro-marks, dépôts qui ont progressé fortement dans la période récente – s'est toutefois accrue à un rythme nettement plus vigoureux, au deuxième trimestre également. A fin mai, cet agrégat élargi dépassait de plus de 6% le niveau observé un an auparavant (4,4% pour M_3 au sens étroit).

Sur les marchés monétaire et financier allemands, les taux d'intérêt se sont stabilisés au deuxième trimestre. La Banque fédérale d'Allemagne a maintenu les taux qu'elle applique à ses opérations d'open market (prise en pension de papiers-valeurs) à leur niveau de fin mars, soit à une moyenne légèrement inférieure au taux lombard qui est de 8%. La rémunération servie sur les dépôts à trois mois a fléchi quelque peu, passant de 8,43% en mars à 8,3% en juin. Après avoir augmenté de plus d'un point au cours des

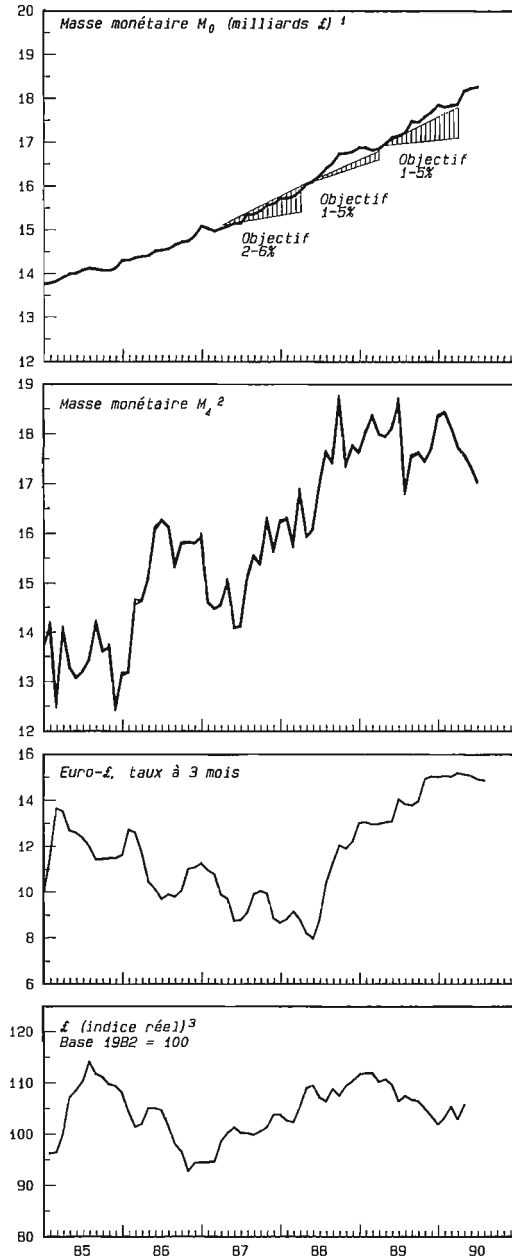
premiers mois de l'année, le rendement des titres à revenu fixe est resté autour de 9% pendant tout le deuxième trimestre.

Depuis l'entrée en vigueur, le 1er juillet, de l'union monétaire avec la RDA, la Banque fédérale d'Allemagne gère les agrégats monétaires en marks pour l'ensemble de la zone. Elle estime que M_3 a augmenté de 160 milliards de marks immédiatement après les opérations de conversion. L'accroissement devrait toutefois se réduire à quelque 120 milliards de marks, ou 10% de M_3 , car les résidents est-allemands utiliseront une partie de leurs dépôts d'épargne pour effectuer des placements à plus long terme, une possibilité qu'ils n'avaient pas auparavant. L'institut d'émission est d'avis que la hausse de 10% de l'agrégat monétaire correspond en gros au potentiel supplémentaire de production que la RDA apportera à l'union économique. Il est probable, étant donné ces estimations, que la banque centrale s'efforcera – après cet accroissement monétaire exceptionnel et les remaniements de portefeuilles qui s'ensuivront – de maintenir l'expansion de la masse monétaire des deux Allemagnes en gros à l'intérieur de la fourchette de 4% à 6% qui avait été fixée initialement pour la seule République fédérale.

Royaume-Uni

La croissance de l'économie britannique est restée faible au premier semestre de 1990. En termes réels, le produit intérieur brut n'a augmenté, au premier trimestre, que de 0,5% par rapport aux trois mois précédents et que de 1,9% par rapport à la période correspondante de 1989. Comme précédemment, les exportations de biens et de services ont été le principal moteur de la conjoncture. En comparaison annuelle, leur croissance s'est cependant ralentie, puisqu'elle a passé de 9,8% au quatrième trimestre de 1989 à 8% le trimestre suivant. Stimulée par la hausse toujours vigoureuse des revenus disponibles, les dépenses de consommation ont progressé de 3% du premier trimestre de 1989 à la période correspondante de 1990. La politique monétaire, très restrictive depuis l'automne dernier, a cependant donné un net coup de frein aux investissements. En comparaison annuelle, ils n'ont augmenté que

Graphique 6: Royaume-Uni



¹ Données cvs; objectif pour 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 Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Banque d'Angleterre)

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

de 0,7% (biens d'équipement : +6,3%; constructions : -4,5%).

Selon les indicateurs disponibles pour le deuxième trimestre, la demande intérieure a faibli encore légèrement. Le nouvel impôt local prélevé (par tête d'habitant) depuis avril a freiné la consommation privée. En raison de leurs carnets de commandes peu remplis – selon une enquête de la Confederation of British Industries (CBI), les commandes en portefeuille étaient en juin, dans l'industrie, à leur plus bas niveau depuis huit ans – et des taux d'intérêt toujours élevés, de nombreuses entreprises se sont mises à réduire leurs stocks, à supprimer des emplois et à renoncer à des investissements. Parmi les branches les plus touchées par la faiblesse de la demande figurent la construction et l'industrie automobile; la production de véhicules au cours des cinq premiers mois de l'année est restée inférieure de 9,7% au chiffre de la même période de 1989. La marche des affaires n'étant pas favorable, le nombre des chômeurs s'est accru à partir de mars, en données corrigées des variations saisonnières. Au deuxième trimestre, le taux moyen de chômage est cependant resté inchangé à 5,4%.

Bien que les exportations aient continué à progresser plus rapidement que les importations, le déficit de la balance courante s'est maintenu à un niveau élevé au deuxième trimestre. Il atteignait 4,3 milliards de livres pour les mois d'avril à juin et 9 milliards pour le premier semestre. En volume, les ventes de biens à l'étranger ont augmenté de 4% du premier au deuxième trimestre et de 12% par rapport à la période correspondante de 1989. La demande de biens de consommation étrangers s'étant renforcée, les importations ont enregistré une hausse de 2,5% entre les deux premiers trimestres, en dépit du recul des achats d'automobiles à l'étranger.

Le renchérissement est resté tenace. L'indice des prix de détail dépassait, en mars, de 8,1% son niveau du même mois de 1989. Le taux a passé à 9,8% en juin, soit à un rythme qui n'avait plus été observé depuis mai 1982. Le taux d'inflation de base – ce taux, qui exclut les répercussions des taux hypothécaires et des impôts locaux, est l'étalon de mesure de l'inflation que préfère le gouvernement – a augmenté de 6,3%

en mars à 7% en mai, puis fléchi à 6,9% en juin. Un repli n'avait plus été enregistré depuis le mois de janvier.

Etant donné la forte inflation, les autorités monétaires britanniques ont maintenu leur politique de taux d'intérêt élevés, en dépit du net ralentissement de l'expansion économique. Le taux de base – taux qui est appliqué par les banques commerciales à leurs débiteurs de premier ordre – est resté inchangé à 15%. Au deuxième trimestre, la livre sterling s'est raffermie fortement sur les marchés des changes, malgré l'évolution décevante du renchérissement. Face au mark allemand, elle a repris 9% entre la mi-avril et la mi-juillet. Ce mouvement de hausse peut être attribué aux taux d'intérêt élevés, mais aussi à des rumeurs selon lesquelles le Royaume-Uni adhérerait, avant la fin de l'année, au mécanisme de change du Système monétaire européen (SME). Au milieu du mois de mai, le Premier ministre britannique a déclaré être en principe favorable à une entrée de la livre dans le SME, à condition que l'inflation britannique se rapproche du taux moyen de la Communauté. Bien que le raffermissement de la livre ait des effets modérateurs sur l'inflation, le Chancelier de l'Échiquier estime inoportun un repli des taux d'intérêt nominaux. En effet, le volume des crédits continue à s'accroître rapidement et, selon les dernières prévisions, le renchérissement devrait diminuer beaucoup plus lentement qu'on ne l'espérait précédemment.

La base monétaire M_0 dépassait de 6,9%, au deuxième trimestre, son niveau de la période correspondante de 1989. Au premier trimestre, sa progression avait été de 6,2%. M_0 évoluait donc à un rythme supérieur à la fourchette de 1 à 5% choisie comme objectif pour l'année budgétaire 1990 qui a commencé le 1er avril. La masse monétaire M_4 , qui englobe tous les dépôts du public dans les banques et les «building societies», a augmenté de 17,1% entre le deuxième trimestre de 1989 et la même période de 1990. Son taux d'expansion s'inscrivait à 17,9% au premier trimestre.

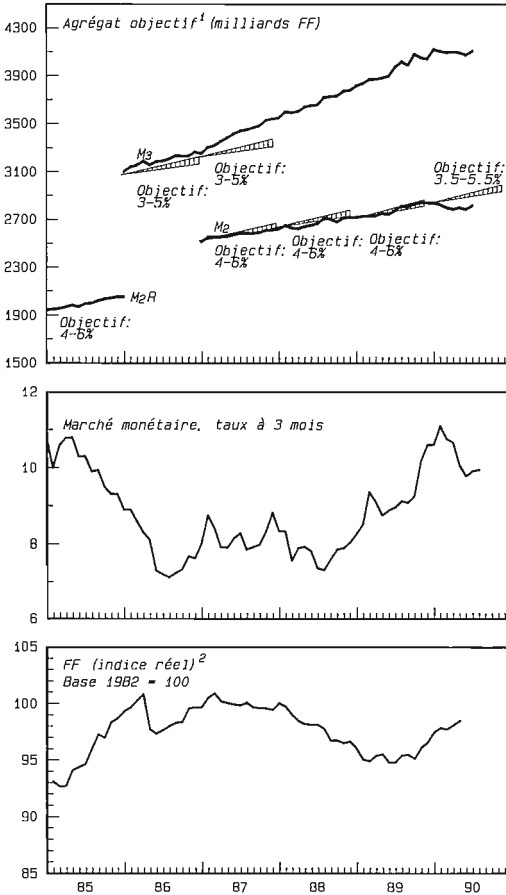
France

La croissance de l'économie française a faibli légèrement au premier trimestre de 1990. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,7% par rapport à la période précédente, contre 0,9% au dernier trimestre de 1989; par rapport au premier trimestre de 1989, son expansion a été de 2,8%. Ce faible ralentissement s'explique par une diminution des stocks, car la demande intérieure finale a continué de progresser, et le solde de la balance commerciale n'a quasiment pas varié, infirmant ainsi des prévisions quant à une détérioration de celui-ci.

La demande intérieure est restée vive. Les investissements ont augmenté de 4,1% par rapport au premier trimestre de 1989 (quatrième trimestre 1989: 4,3%), ceux en biens d'équipements s'accroissant de 5,8%. La consommation privée a progressé de 3,2%, soit au rythme moyen d'expansion qu'elle avait enregistré en 1989. La croissance des exportations a certes faibli, passant de 12,3% au quatrième trimestre de 1989 à 7,6% au premier trimestre de 1990, mais elle est restée supérieure à celle des importations (6,9%). Par contre, la croissance économique a perdu un peu de son élan du fait de la diminution des stocks. Comme de nombreux entrepreneurs s'attendaient à une plus faible croissance de la demande, ils n'ont accru leur production que prudemment; pour satisfaire leurs clients, ils ont donc dû parfois réduire leurs stocks. Une telle réduction n'avait plus eu lieu depuis le début de 1986.

Les indicateurs disponibles montrent que la conjoncture est devenue plus instable au deuxième trimestre. Selon l'enquête trimestrielle de l'INSEE (Institut national de la statistique et des études économiques), la production industrielle a été une nouvelle fois accrue avec modération. Comme les entrées de commandes d'origine française et étrangère ont diminué, moins de goulets d'étranglement ont été enregistrés. Un affaiblissement de l'activité a également été observé dans le bâtiment et la construction publique. Il a été particulièrement prononcé dans les mises en chantier de logements, puisque, pour les cinq premiers mois de 1990, une baisse de 7,6% a été enregistrée par rapport à la période correspondante de

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 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque de France)

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

1989. Dans le commerce de détail, les ventes n'ont plus atteint, en avril et en mai, le niveau élevé de mars. Malgré ces signes de faiblesse, le marché du travail est resté bien disposé. L'emploi n'a cessé de progresser, la palme des créations d'emploi revenant une nouvelle fois au secteur tertiaire. Simultanément, le chômage a reculé un peu pour s'établir à 9,3% en avril et en mai, contre 9,4% au premier trimestre.

Au deuxième trimestre, le déficit de la balance commerciale s'est creusé nettement pour s'ins-

crire à 11,1 milliards de francs français en données corrigées des variations saisonnières; il n'avait été que de 2,3 milliards de francs français au premier trimestre. Cette détérioration est due en partie à des facteurs particuliers, notamment au fait que des Airbus n'ont pu être livrés dans les délais à la suite de grèves survenues chez des fournisseurs britanniques. En outre, la demande étrangère a perdu de sa vigueur en raison de l'affaiblissement de la conjoncture au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Par contre, la demande intérieure croissante a encore renforcé le mouvement de hausse des importations. S'établissant à 13,2 milliards de francs français en données corrigées des variations saisonnières, le déficit de la balance courante s'est également alourdi. Au premier semestre, cette balance a enregistré un solde passif de 7,7 milliards de francs français, alors qu'elle avait dégagé un excédent de 1,3 milliard de francs français un an auparavant.

Après avoir atteint 3,4% durant les trois premiers mois de l'année, le renchérissement a faibli pour se situer vers 3,1% au deuxième trimestre. La baisse des prix des produits pétroliers venant de l'étranger a influé sur ce ralentissement de l'inflation; de leur côté, les prix des services ont de nouveau augmenté dans une mesure supérieure à la moyenne.

En 1989, les comptes de l'Etat se sont soldés par un déficit de 100,4 milliards de francs français; ce résultat correspond à ce qui figurait au budget (100,5 milliards). Ce déficit, qui s'élevait à 2% du produit intérieur brut en 1988, a passé ainsi à 1,6% en 1989. L'assainissement des finances publiques se poursuivra cette année, car le projet de budget pour 1990 prévoit un déficit de 90 milliards de francs français.

Après avoir réduit à deux reprises en avril ses taux d'intervention, la Banque de France n'a plus modifié le cours de sa politique monétaire durant les mois de mai à juillet. Pendant cette dernière période, la masse monétaire M_2 a augmenté légèrement, soit en moyenne de 2%, en taux annualisé, par rapport au quatrième trimestre de 1989. Les rémunérations à court terme, qui avaient reculé un peu au premier trimestre, n'ont plus varié ces derniers mois. Le TIOP à trois mois (le taux interbancaire sur la place de Paris) a

passé de 11% , en moyenne, en janvier à environ 10% durant les mois de mai et de juin.

Italie

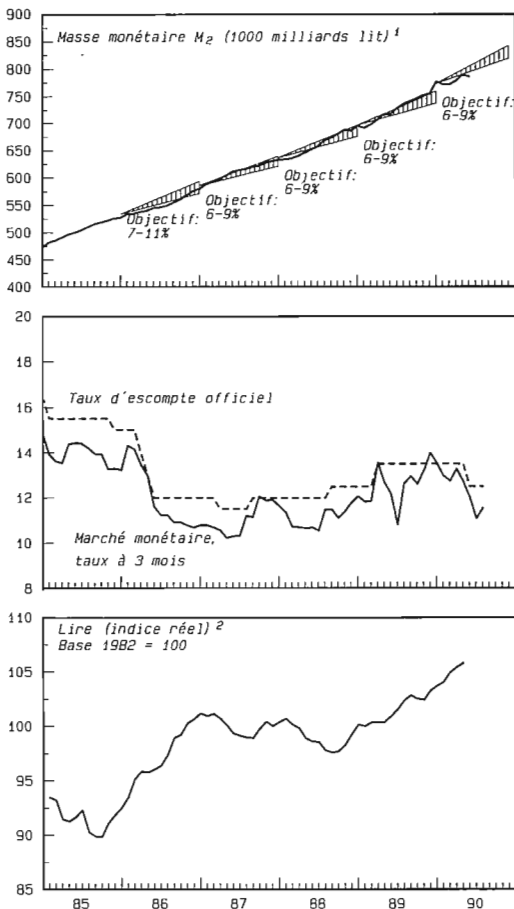
Au premier trimestre de 1990, la bonne conjoncture s'est maintenue en Italie. Toutefois, les évolutions récentes de la production industrielle, des exportations et des ventes de voitures font apparaître un tassement de l'activité économique. Le produit intérieur brut réel dépassait de 3,1%, au premier trimestre, son niveau de la période correspondante de 1989 (quatrième trimestre 1989: 2,8%). Toutes les composantes de la demande ont progressé nettement en l'espace d'une année. La consommation privée s'est accrue de 3,4%. Si les investissements bruts ont augmenté de 4%, les exportations se sont élevées de 7,3%, en termes réels.

Après un léger ralentissement au premier trimestre, la croissance de la production industrielle a reculé notablement au deuxième. L'indice de la production industrielle n'était que de 0,3% (premier trimestre: 2,5%) supérieur au niveau observé un an auparavant. En particulier, le marché de l'automobile italien doit faire face depuis le printemps dernier à des difficultés d'écoulement; en 1989, il avait enregistré des résultats records. Les ventes de voitures neuves ont diminué de 2,1% par rapport au deuxième trimestre de 1989, alors qu'elles avaient progressé de 5,8% au premier trimestre.

Les exportations ont aussi perdu en dynamisme. Les exportations de biens n'étaient que de 2,9% supérieures, en valeur, au chiffre de la période correspondante de 1989, contre 12,9% au premier trimestre. Grâce à la fermeté de la lire et à la baisse du prix du pétrole, les importations se sont accrues faiblement en valeur. Au deuxième trimestre, la balance commerciale s'est soldée par un déficit de 219 milliards de liras, contre 4633 milliards de liras un an auparavant.

Le chômage, qui est supérieur au niveau moyen enregistré dans les pays de la CE, constitue une des principales faiblesses de l'économie italienne. Son taux s'élevait à 12% ces dernières années. Il a passé de 11,2% au premier trimestre

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)

à 10,6% au deuxième. Il est difficile de déterminer si cette amélioration constitue un revirement de tendance ou découle simplement de la hausse temporaire de l'emploi, engendrée par les championnats du monde de football en juin.

Depuis le mois de décembre 1989, le renchérissement a faibli continuellement en Italie. En moyenne du deuxième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5,7% le niveau enregistré un an auparavant (6,2% au premier trimestre); il s'agit du taux le plus bas observé de-

puis le quatrième trimestre de 1988. Ce ralentissement de l'inflation est dû avant tout à la baisse des prix des produits énergétiques et à la revalorisation de la lire.

Au début du mois de juillet, le Sénat a adopté un projet de loi portant sur la restructuration des établissements publics de crédit et sur la privatisation partielle des banques du Mezzogiorno. La nouvelle loi, qui doit entrer en vigueur vers la fin de 1990, permettra de transformer les banques publiques en sociétés anonymes et encouragera, par des mesures fiscales, les fusions et la création de banques universelles. Elle prévoit en outre que la majorité du capital-actions, soit 51%, restera en mains de l'Etat.

Au deuxième trimestre, la Banque d'Italie n'a pas modifié le cours de sa politique monétaire, un cours axé sur la stabilisation de la lire au sein du SME. Depuis que la marge de fluctuation de $\pm 2,25\%$ a aussi été appliquée à la lire, soit à partir du début de l'année, la monnaie italienne s'est toujours établie dans la partie supérieure de celle-ci. L'expansion annuelle de M_2 atteignait 9,7% au deuxième trimestre; elle était ainsi plus forte que la fourchette de 6 à 9% choisie comme objectif. Le taux des bons du Trésor (BoT) à douze mois a passé de 11% au premier trimestre à 10,2% en juin. Les crédits au secteur privé dépassaient de 19%, au deuxième trimestre, le niveau de la période correspondante de 1989.

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1986	1987	1988	1989a)	1989a)				1990a)	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Etats-Unis	2,7	3,4	4,5	2,5	3,2	2,7	2,4	1,8	1,3	1,2
Japon	2,4	4,3	5,7	4,9	4,8	4,6	5,1	4,7	5,6	–
Rép. féd. d'Allemagne	2,3	1,7	3,6	4,0	4,4	4,9	3,3	3,6	4,4	–
Royaume-Uni b)	3,6	4,6	4,6	2,2	2,9	2,3	1,9	1,6	1,9	–
France b)	2,3	2,2	3,8	3,7	3,0	3,5	2,8	3,7	2,8	–
Italie b)	2,5	3,0	4,2	3,2	3,4	3,4	3,0	2,8	3,1	–
Suisse b)	2,8	2,3	3,0	3,1	3,2	2,8	3,3	3,0	3,2	–

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

	1986	1987	1988	1989	1990		1990			
					1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis	1,9	3,7	4,1	4,6	5,2	4,6	4,6	4,4	4,7	4,8
Japon	0,6	0,1	0,7	2,3	3,4	2,5	2,5	2,7	2,2	2,3
Rép. féd. d'Allemagne	-0,1	0,2	1,3	2,8	2,7	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4
Royaume-Uni	3,4	4,2	4,9	7,8	7,8	9,6	9,4	9,7	9,8	9,8
France	2,7	3,1	2,7	3,6	3,4	3,1	3,2	3,0	3,0	3,0
Italie	6,1	4,6	5,0	6,6	6,2	5,7	5,8	5,7	5,6	5,7
Suisse	0,8	1,4	1,9	3,2	5,0	4,9	4,6	5,1	5,0	5,3

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

	1986	1987	1988	1989	1990a)		1990a)			
					1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis	6,9	6,2	5,5	5,2	5,3	5,3	5,4	5,3	5,2	5,5
Japon	2,8	2,8	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1
Rép. féd. d'Allemagne e)	9,0	8,9	8,7	7,9	7,4	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
Royaume-Uni b), d)	11,4	10,2	8,2	6,2	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
France b)	10,4	10,5	10,0	9,8	9,4	9,3	9,3	9,3	9,4	9,4
Italie b)	11,0	12,0	12,0	12,1	11,2 ^{c)}	10,6 ^{c)}	10,6	–	–	–
Suisse	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

a) Chiffres provisoires 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)

	1986	1987	1988	1989a)	1989a)				1990a)	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Etats-Unis	-140,6	-154,0	-135,3	-105,9	-30,7	-31,0	-22,7	-26,7	-22,9	–
Japon	85,8	87,0	79,6	57,2	20,3	14,0	14,2	9,2	15,3	8,3
Rép. féd. d'Allemagne	39,2	45,2	48,5	52,7	15,8	13,3	13,9	9,9	16,4	11,2
Royaume-Uni	- 0,1	- 7,1	-26,7	-31,2	- 7,4	- 7,5	- 9,6	- 6,7	- 7,9	- 7,2
France	2,4	- 4,4	- 3,5	- 4,2	1,6	- 1,3	- 1,7	- 3,2	- 0,9	- 2,3
Italie	2,6	- 1,5	- 5,2	-10,9	- 6,7 ^{b)}	- 3,4 ^{b)}	- 2,0 ^{b)}	–	–	–
Suisse	6,9	7,6	9,0	7,5	3,1	1,3	1,5	1,7	2,9	1,8

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

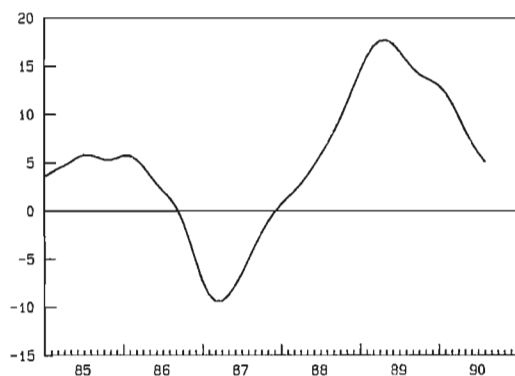
C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

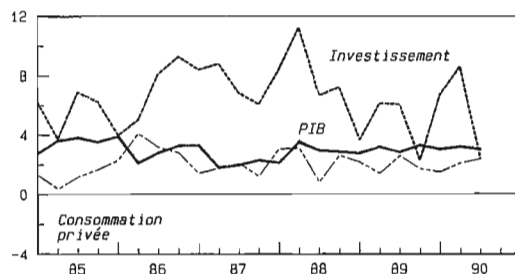
La croissance économique est restée soutenue en Suisse durant les mois d'avril à juin 1990. Le produit intérieur brut réel a progressé de 3% par rapport à la période correspondante de 1989, soit presque au même rythme qu'au cours du premier trimestre de 1990 (3,2%). La consommation privée a continué de s'accroître fortement, bien que les consommateurs jugent avec une prudence accrue l'évolution de la situation économique. L'expansion des investissements en constructions a faibli par contre. La hausse des taux d'intérêt et la croissance des coûts ont entraîné une stagnation de la construction de logements, mais elles n'ont guère influé sur la construction industrielle et artisanale et le génie civil. La progression des investissements en biens d'équipement s'est maintenue à un haut niveau, sans atteindre toutefois le rythme particulièrement élevé du premier trimestre. Les exportations de marchandises, qui avaient augmenté vigoureusement de janvier à

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹



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

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



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

mars, ont aussi enregistré un ralentissement de leur croissance au deuxième trimestre. Quant aux exportations de services, elles ont reculé légèrement; leur expansion avait faibli au dernier trimestre de 1989 comme au premier de 1990.

Le taux d'utilisation des capacités de production est resté proche de 90% dans l'industrie; ces capacités sont toujours jugées insuffisantes et, pourtant, elles ont été constamment agrandies ces derniers temps. Le nombre des personnes occupées a encore progressé; cela n'a toutefois pas entraîné une réduction de la part des heures supplémentaires. La hausse de l'emploi a permis d'accroître la production.

Les résultats de l'enquête menée en juillet par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montrent que la croissance économique faiblira légèrement au cours des prochains mois. L'indicateur sur la «marche des affaires dans l'industrie» a enregistré un nouveau recul. Les entreprises ont annoncé un ralentissement de la croissance des entrées de commandes de la clientèle suisse; les entrées de commandes en provenance de l'étranger ont diminué de juin à juillet, tout en restant supérieures à celles de juillet 1989. Les carnets de commandes sont néanmoins restés bien remplis, et les stocks de produits finis ont augmenté un peu. Pour les trois prochains mois, la plupart des entreprises portent un jugement prudent sur l'évolution de leurs affaires. Celles qui estiment les perspectives avec le plus d'optimisme sont les entreprises axées sur le marché suisse, à l'exception des branches liées à la construction, qui sont devenues assez

pessimistes; l'industrie d'exportation fait, quant à elle, preuve de réserve.

Consommation privée

La croissance annuelle de la consommation privée a atteint 2,4%, en termes réels, au deuxième trimestre de 1990, contre 2,1% au premier trimestre. La demande de biens a constitué le principal soutien de cette propension accrue à consommer. Aussi le chiffre d'affaires réel du commerce de détail a-t-il augmenté un peu plus rapidement qu'au premier trimestre. Les ventes ont reculé dans le textile et l'habillement, alors que celles de biens durables, à l'exception des voitures, ont progressé dans une mesure particulièrement forte. Dans le secteur de l'automobile, le chiffre d'affaires a en effet encore diminué au deuxième trimestre; en mars, il s'était déjà établi au-dessous du niveau de la période correspondante de 1989. Les dépenses afférentes aux services se sont de nouveau accrues du premier au deuxième trimestre. Du fait de la croissance du nombre des nuitées des touristes suisses et de celui des voyageurs empruntant les CFF, les dépenses à des fins touristiques ont cessé de reculer.

L'indice du climat de consommation, établi par l'Office fédéral des questions conjoncturelles d'après l'enquête de juillet, s'est un peu détérioré par rapport au relevé précédent. Pour les douze

prochains mois, les consommateurs s'attendent à un affaiblissement de la conjoncture. La plupart des personnes interrogées sont d'avis que l'inflation ne fléchira pas. S'ils jugent leur situation financière stable, les ménages sont toutefois un peu plus optimistes dans l'ensemble que lors de l'enquête précédente. La part des consommateurs qui entendent renoncer à des achats importants et privilégier ainsi l'épargne a faibli un peu.

Investissements

Au deuxième trimestre de 1990, le montant des investissements dépassait de 2,4%, en termes réels, celui de la même période de 1989. Sa croissance avait atteint 8,6% au premier trimestre. Les investissements en biens d'équipement ont augmenté de 4,5%, contre 13,6% au premier trimestre. Comme au premier trimestre (5%), l'augmentation des investissements en constructions a été relativement modérée au deuxième trimestre (1,3%). La croissance des coûts de construction et le niveau élevé des taux d'intérêt ont entraîné une nouvelle réduction des entrées de commandes dans le domaine des logements.

Les importations de biens d'équipement ont encore progressé sous l'effet de la vive propension à investir. Leur croissance n'a toutefois plus été aussi prononcée qu'au trimestre précédent, en raison principalement du recul des achats à

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

	1986	1987	1988	1989	1989				1990	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Importations de biens d'équipement (volume) ¹	14,5	10,0	–	5,7	6,2	9,0	–1,0	8,7	12,0	2,4
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes	3,2	–13,2	7,5	–0,1	–30,4	33,1	–4,4	5,3	6,6	–31,0
Logements construits dans 96 villes	–1,5	–16,3	2,1	–11,9	–1,9	–20,4	–8,7	–17,9	–6,9	–7,8
Projets de constructions industrielles ²										
– volume des projets	21,8	–0,1	–15,9	47,9	17,7	99,7	37,1	37,3	–	–
– nombre des projets	5,2	0,1	–5,0	3,6	–15,7	49,7	4,9	–24,7	–	–

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

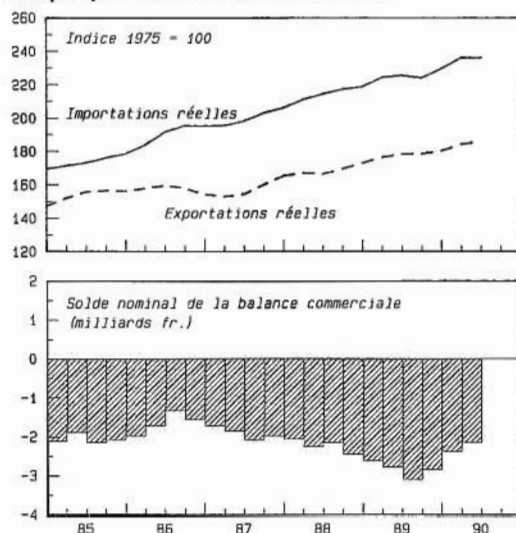
l'étranger de véhicules utilitaires. Une enquête de la Société suisse des constructeurs de machines, effectuée à fin juin, indique que la vigoureuse demande de biens d'investissement a aussi profité aux fabricants suisses. Par rapport au deuxième trimestre de 1989, les entrées de commandes en provenance de la Suisse ont augmenté davantage que celles de l'étranger. Grâce à cette évolution, les carnets de commandes des entreprises participant à l'enquête ont enregistré une légère amélioration du premier au deuxième trimestre.

Selon l'enquête effectuée par la Société suisse des entrepreneurs au début de juillet, la réserve nominale de travail dépassait de près de 4% dans la construction le niveau observé un an auparavant. Cette progression s'explique principalement par l'évolution des travaux de génie civil, qui sont peu sensibles aux aléas de la conjoncture. La réserve nominale de travail n'a guère varié dans le bâtiment par rapport à la période correspondante de 1989, alors qu'elle a fléchi nettement dans la construction de logements.

Commerce extérieur et balance courante

Le commerce extérieur de la Suisse est resté soutenu au deuxième trimestre. Certes, la crois-

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)

sance annuelle des exportations de marchandises s'est inscrite à 4,1% en valeur et à 2,9% en volume, contre 13,2% et 10,2% au premier trimestre. Au premier semestre de 1990, le rythme

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

	1986	1987a)	1988a)b)	1989a)	1989a)				1990a)	
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.
Exportations, volume	0,6	1,5	7,0	5,2	5,2	8,9	4,6	3,2	10,2	2,6
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	0,0	1,6	-	4,3	3,2	9,0	3,6	1,3	6,5	-2,5
biens d'équipement	3,9	1,6	-	5,5	6,7	6,9	3,3	5,0	10,4	4,2
biens de consommation	-2,7	1,7	-	5,9	5,5	11,3	4,9	2,7	14,1	6,3
Valeurs moyennes										
à l'exportation	0,8	-1,1	-	6,4	4,9	6,8	5,8	7,5	2,7	1,3
Importations, volume	8,2	6,4	5,2	5,3	7,7	7,5	1,6	4,8	7,0	2,2
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	3,7	3,2	-	6,7	9,3	9,1	5,3	3,7	5,4	1,7
biens d'équipement	14,5	10,0	-	5,7	6,2	9,0	-1,0	8,7	12,0	2,4
biens de consommation	9,0	8,1	-	4,6	8,8	6,1	0,8	2,8	4,9	1,2
Valeurs moyennes										
à l'importation	-9,4	-4,2	-	8,5	7,7	10,9	8,0	7,1	4,6	-2,3

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)

	1987	1988	1989	1989				1990	
				1er trim. a)	2e trim. a)	3e trim. a)	4e trim. a)	1er trim. b)	2e trim. b)
Recettes, total	121,4	132,5	153,2	36,6	38,8	38,7	39,1	40,6	40,5
Exportations de marchandises	69,6	76,5	87,0	20,4	22,4	20,6	23,6	23,3	23,1
Commerce spécial (indice I)	67,5	74,1	84,3	19,8	21,7	20,0	22,8	22,6	22,4
Autres exportations de marchandises ²	2,1	2,4	2,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
Exportations de services	20,9	21,5	23,7	6,0	5,7	7,3	4,7	6,2	5,9
Revenus de facteurs ³	28,0	31,5	39,3	9,5	9,9	10,0	10,0	10,3	10,6
Transferts sans contrepartie	2,8	3,0	3,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Dépenses, total	110,1	119,3	140,9	31,8	36,7	36,2	36,3	36,2	37,9
Importations de marchandises	78,1	85,4	98,7	23,1	25,9	23,6	26,0	26,3	25,9
Commerce spécial (indice I)	75,2	82,4	95,2	22,3	25,1	22,8	25,1	25,4	24,9
Autres importations de marchandises ²	3,0	3,0	3,4	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Importations de services	10,3	11,4	12,5	1,8	3,3	5,0	2,4	1,8	3,5
Revenus de facteurs ³	16,6	17,0	23,9	5,3	5,9	6,1	6,4	6,5	6,9
Transferts sans contrepartie	5,1	5,5	5,9	1,4	1,5	1,6	1,4	1,5	1,7
Solde de la balance des transactions courantes	11,3	13,2	12,2	4,9	2,1	2,4	2,8	4,3	2,6

a) Chiffres révisés

b) 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

d'expansion de ces exportations n'a été toutefois que légèrement inférieur à celui de la période correspondante de 1989. Les prix des biens exportés ont augmenté faiblement; mesurés par l'indice des valeurs moyennes, ils ne dépassaient que de 1,3% le niveau observé au deuxième trimestre de 1989 (premier trimestre de 1990: 2,7%).

Les ventes à l'étranger de matières premières et produits semi-finis ont diminué au deuxième trimestre, après avoir enregistré une faible croissance au premier. En revanche, les exportations de biens de consommation et celles de biens d'investissement ont augmenté sensiblement, comme au premier trimestre; leur expansion atteignait, en volume, 6,8% et 4,5%. L'industrie des machines et la branche de l'habillement ont pu accroître nettement leurs exportations. Par contre, les livraisons à l'étranger de l'industrie textile ont stagné, et celles de la chimie ont même diminué.

Les exportations vers les pays de la CE ont progressé, en valeur, dans une mesure particulièrement vigoureuse. La croissance a surtout touché les achats de la République fédérale d'Allemagne et de l'Italie, ceux du Royaume-Uni ayant même diminué après une phase de faible expansion. Les exportations vers les pays de l'AELE, qui avaient enregistré une forte hausse au premier trimestre, n'ont plus guère augmenté. A la suite du net recul des livraisons destinées aux Etats-Unis, les exportations vers les pays non européens de l'OCDE ont marqué un repli. Les ventes aux pays de l'Europe de l'Est ont également reculé au total, même si l'Union soviétique a nettement relevé ses achats en Suisse. En revanche, les livraisons aux pays exportateurs de pétrole se sont de nouveau accrues vigoureusement.

Au deuxième trimestre, les importations de marchandises se situaient, en valeur, 0,2% au-dessous et, en volume, 2,2% au-dessus des niveaux observés un an auparavant (premier trimestre: 19,2% et 7,5%). Mesurés par l'indice des valeurs

moyennes, les prix à l'importation ont accusé une baisse de 2,3% en l'espace d'une année, contre une hausse de 4,6% au premier trimestre. Les achats à l'étranger de matières premières et produits semi-finis n'ont augmenté que faiblement, tandis que l'indice des valeurs moyennes s'y rapportant fléchissait nettement. Par contre, les importations de biens d'investissement, en particulier de machines et d'appareils, ont progressé à un rythme relativement élevé, comme au premier trimestre. Les livraisons de produits énergétiques en provenance de l'étranger ont enregistré une augmentation nettement supérieure à la moyenne; au deuxième trimestre, les prix de ces produits étaient encore nettement orientés à la baisse. La fermeté de cette demande, notamment celle d'huile de chauffage, a stimulé tout particulièrement les exportations des pays de l'OPEP vers la Suisse. Les importations provenant des pays de la CE se sont maintenues, au deuxième trimestre, au haut niveau atteint grâce à la forte expansion de la phase précédente. Quant aux importations en provenance des pays de l'AELE, elles ne se sont guère accrues; pour certains pays, elles ont même reculé.

Au deuxième trimestre de 1990, l'excédent de la balance des transactions courantes a atteint 2,6 milliards de francs, soit un montant de 0,5 milliard supérieur à celui de la période correspondante de 1989. Le déficit de la balance commerciale s'est réduit de 0,8 milliard de francs, comme cela est généralement le cas dans la phase finale d'un essor conjoncturel. Le solde actif de la ba-

lance des services a augmenté légèrement, en dépit du recul des commissions bancaires. Le montant des salaires versés à l'étranger a progressé de 0,2 milliard de francs, car les entreprises ont continué d'engager des frontaliers étrangers au cours du deuxième trimestre. L'excédent des revenus de capitaux n'a pas varié. Les produits des opérations fiduciaires et des placements en devises de la Banque nationale ont encore progressé, alors que les recettes tirées des opérations sur différence d'intérêts ont diminué pour les banques.

Emploi et marché du travail

Au deuxième trimestre, l'emploi a augmenté de 1,4% par rapport à la période correspondante de 1989. Il a ainsi poursuivi sans discontinuer le mouvement de hausse observé ces dernières années. Le nombre des personnes occupées a progressé de 1,7% dans l'industrie, de 1,4% dans les services et de 0,2% dans la construction.

En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des chômeurs n'a guère varié entre avril et juin; le taux de chômage est resté au même niveau qu'au premier trimestre, soit à 0,5%. Au début du deuxième trimestre, le nombre des places vacantes a toutefois diminué légèrement; en juin, il était, pour la première fois depuis 1984, à un niveau inférieur à celui du mois correspondant de l'année précédente. Quant au nombre des chômeurs partiels, il est resté extrê-

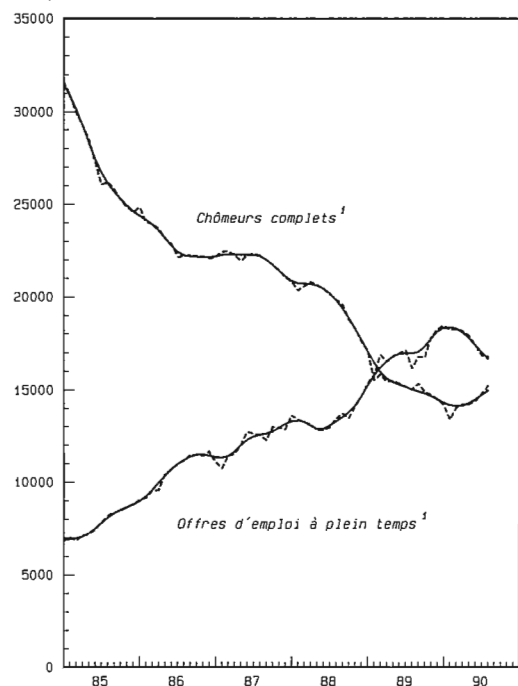
Tableau 5: Emploi et marché du travail (Séries non corrigées des variations saisonnières)

	1986	1987	1988	1989	1989				1990		1990			
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	avril	mai	juin	juillet	
Indice de l'emploi ¹	1,0	1,2	1,3	1,2	0,6	1,4	1,4	1,7	1,4	-	-	-	-	
Taux de chômage ^{2, 3}	0,7	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
Chômeurs ³	22770	21918	19524	15133	14861	13476	14393	15937	14030	14569	13910	13611	14018	
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	2058	4142	3948	603	764	325	342	472	432	441	471	384	121	
Offres d'emploi à plein temps ³	10734	12348	13552	17007	17510	16897	17404	18029	18460	18701	18376	18303	17411	

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

Graphique 12: Marché du travail

¹ Données cvs et lissées

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

mement faible. En bref, le marché du travail a encore été soumis à de fortes tensions durant le deuxième trimestre.

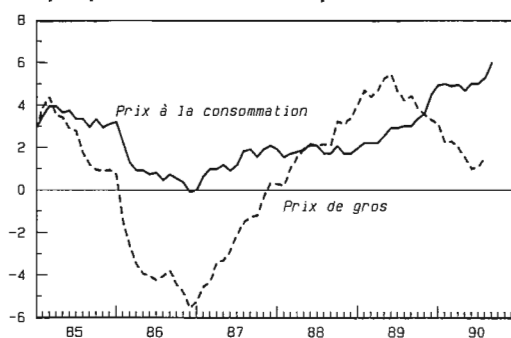
Prix et salaires

Mesuré par l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel a passé de 5% à 4,9% du premier au deuxième trimestre. Ce léger recul, auquel la plupart des prévisionnistes ne s'attendaient, s'explique avant tout par l'évolution des prix du groupe «chauffage et éclairage». Après avoir atteint 15,8% à la fin de 1989, la croissance annuelle de l'indice de ce groupe s'est repliée à 10,9% au premier trimestre et à 0,7% au deuxième. En juin, cet indice s'est même établi au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. Par contre, l'expansion des indices de la plupart des autres groupes de marchandises s'est accélérée depuis le début de l'année. Celle de l'indice

des loyers, qui ne fait l'objet d'un relevé qu'aux deuxième et quatrième trimestres de l'année, a été particulièrement vigoureuse. Les groupes «alimentation» et «boissons et tabacs» ont également enregistré une hausse supérieure à la moyenne (5,6% et 5%). La répartition selon la provenance des biens montre que le renchérissement des produits étrangers a fléchi nettement, alors que celui des biens indigènes s'est encore accéléré. Grâce à la revalorisation du franc suisse et à la baisse des prix des produits énergétiques, le renchérissement des marchandises étrangères a passé de 5% à 2,8% du premier au deuxième trimestre. Par contre, les prix des produits indigènes dépassaient de 5,0% au premier trimestre et de 5,7% au deuxième les niveaux observés un an auparavant. Si, dans le même temps, la hausse des prix des biens s'est repliée de 4,6% à 3,8%, celle des prix des services a passé de 5,3% à 5,9%.

En juillet, l'indice des prix à la consommation est resté quasiment inchangé par rapport à juin; en août par contre, il a augmenté sous l'effet de la forte hausse des prix de l'huile de chauffage et de l'essence. Le taux annuel d'inflation s'est élevé à 6,1%, un niveau jamais atteint depuis le mois d'octobre 1982.

Après une légère augmentation en avril, l'indice des prix de gros a perdu du terrain en mai et en juin. En moyenne du deuxième trimestre, il ne dépassait que de 1,2% le niveau observé un an auparavant, contre 2,2% au premier trimestre.

Graphique 13: Evolution des prix¹

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

Cette évolution est due à la baisse des prix des produits énergétiques et connexes, qui a persisté tout au long du deuxième trimestre. Les prix des matières premières ne se sont inscrits, en moyenne, que 0,4% au-dessus du niveau enregistré une année auparavant, contre 1,2% au premier trimestre. Les indices des prix de gros des biens suisses et étrangers ont suivi les mêmes mouvements opposés que les indices correspondants des prix à la consommation. Les prix de gros des marchandises importées ont diminué de 2,1% au deuxième trimestre par rap-

port à la même période de 1989, alors que ceux des biens suisses ont continué d'augmenter à peu près au même rythme (2,5%) qu'aux deux trimestres précédents. En juillet, l'indice des prix de gros s'est accru de 1,5% par rapport au mois correspondant de 1989, en raison surtout de l'orientation à la hausse, depuis le début du troisième trimestre, du prix de l'huile de chauffage.

Tableau 6: Monnaie centrale

	Billets de 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

	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	26 438	2,4	3 487	-36,2	29 925	1,001	29 910	- 1,9
1989 1er trim.	26 727	4,7	3 867	-48,5	30 594	1,011	30 261	- 0,9
1989 2e trim.	26 309	3,1	3 601	-35,6	29 910	0,997	29 990	- 2,1
1989 3e trim.	26 106	1,7	3 305	-36,7	29 411	0,986	29 819	- 2,2
1989 4e trim.	26 609	0,1	3 176	-23,9	29 785	1,007	29 570	- 2,4
1990 1er trim.	26 152	-2,1	3 066	-20,7	29 218	0,999 ^P	29 246 ^P	- 3,5 ^P
1990 2e trim.	25 629	-2,6	2 992	-16,8	28 621	0,993 ^P	28 823 ^P	- 5,0 ^P
1990 janv.	26 793	-1,2	3 147	-19,2	29 940	1,012 ^P	29 585 ^P	+ 0,3 ^P
1990 févr.	25 846	-2,2	3 039	-19,5	28 885	0,988 ^P	29 236 ^P	- 4,4 ^P
1990 mars	25 818	-3,0	3 012	-23,4	28 830	0,997 ^P	28 917 ^P	- 6,5 ^P
1990 avril	25 792	-2,1	2 935	-16,0	28 727	0,992 ^P	28 959 ^P	- 4,9 ^P
1990 mai	25 540	-3,2	2 998	-20,9	28 538	0,992 ^P	28 768 ^P	- 5,4 ^P
1990 juin	25 555	-2,5	3 043	-13,6	28 598	0,995 ^P	28 742 ^P	- 4,8 ^P
1980 juillet	25 649	-2,4	3 021	- 9,3	28 670	0,994 ^P	28 843 ^P	- 3,7 ^P
1990 août	25 344	-2,5	3 119	- 3,6	28 463	0,983 ^P	28 955 ^P	- 2,8 ^P

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

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 1er janvier 1988, des nouvelles dispositions sur les liquidités bancaires et au nouveau système de paiements interbancaires SIC; voir 81e rapport de gestion de la BNS, pages 8ss.

^P chiffre provisoire

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

Du fait du renchérissement élevé et du fort degré d'utilisation des capacités de production en Suisse, la Banque nationale a maintenu au deuxième trimestre le cours restrictif de sa politique monétaire. Elle a ramené les avoirs en comptes de virements des banques à l'institut d'émission de près de 3,1 milliards de francs au premier trimestre à 3 milliards de francs au deuxième. Les billets en circulation, qui représentent les neuf dixièmes de la monnaie centrale, ont également reculé durant la période considérée. Par rapport au deuxième trimestre de 1989, leur diminution s'est inscrite à 2,6%, contre 2,1% au premier trimestre. La monnaie centrale dessaisonnalisée a fléchi de 5%, en taux annualisé, par rapport à son niveau de référence (quatrième trimestre de

1989); au premier trimestre, le recul avait été de 3,5%.

Au deuxième trimestre, l'évolution des taux d'intérêt a de nouveau entraîné d'importantes modifications des agrégats M_1 , M_2 et M_3 . Les transferts de fonds des dépôts d'épargne et à vue vers des placements à terme mieux rémunérés ont continué durant le deuxième trimestre, mais à un rythme moins soutenu qu'auparavant. Les dépôts à vue ont reculé de 6,7% par rapport au deuxième trimestre de 1989, contre 9,5% au premier. Le numéraire en circulation a également diminué, repli qui reflète en grande partie le fléchissement des billets dû à l'évolution des rémunérations. Aussi la masse monétaire M_1 a-t-elle été inférieure de 5,5% au niveau du deuxième trimestre de 1989 (premier trimestre de 1990: -7,2%). Le rythme de progression des dépôts à terme a passé de 47,2% au premier trimestre à 27,9% au deuxième. Par conséquent, la masse monétaire M_2 , qui englobe M_1 et les dépôts à terme, s'est accrue de 13,5%, contre 21% au premier trimestre. Le recul des dépôts d'épargne a continué au deuxième trimestre; il s'est inscrit à 9,5% (premier trimestre: -11%). Cette évolution et le ralentissement de la croissance de M_2 ont conduit à un net fléchissement de l'expansion de la masse monétaire M_3 . En effet, M_3 n'a augmenté que de 2% par rapport au deuxième trimestre de 1989; au premier trimestre, la croissance de cet agrégat avait été de 4,1%.

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	7,8	9,8
1989	-5,9	20,2	6,2
1989 1er trim. ²	-3,5	12,6	6,7
1989 2e trim. ²	-7,8	19,8	6,2
1989 3e trim. ²	-6,4	23,0	5,7
1989 4e trim. ²	-6,0	25,3	6,1
1990 1er trim. ²	-7,2	21,1	4,1
1990 2e trim. ²	-	-	-
1990 janv. ²	-6,5	23,2	5,0
1990 févr. ²	-7,1	21,6	4,1
1990 mars ²	-8,1	18,6	3,1
1990 avril ²	-7,4	17,0	2,7
1990 mai ²	-5,3	13,3	1,8
1990 juin ²	-3,7	10,1	1,4
1990 juillet ²	-4,7	9,4	1,2

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

M_1 = Numéraire en circulation + dépôts à vue (sans métaux précieux)

M_2 = M_1 + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

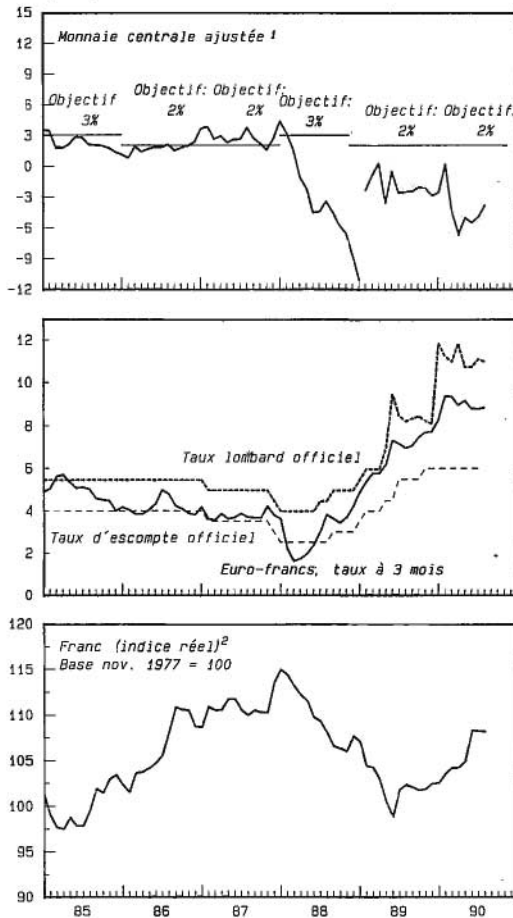
M_3 = M_2 + dépôts d'épargne

Marché monétaire

Après avoir haussé au début du deuxième trimestre, les rémunérations à court terme se sont repliées jusqu'au milieu de l'année. Le taux moyen de l'argent au jour le jour a atteint 8,8%, s'inscrivant ainsi juste au-dessous du niveau élevé du premier trimestre (8,9%). Le taux lombard de la Banque nationale a donc passé de 11,2% à 11,1% dans le même temps. En juillet et en août, ces deux taux ont encore reculé pour s'établir, en moyenne, à 8,1% et 10,7%.

Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a diminué de 0,3 point, en moyenne, au deuxième trimestre pour s'inscrire à 9%, en chiffre rond. Comme le taux correspon-

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 (dessaisonnalisée) 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

dant servi sur les fonds en marks allemands n'a reculé que de 8¹/₄% à 8¹/₈%, l'écart en faveur des dépôts en francs a passé d'environ 1 point à 0,8 point. Par rapport aux placements en dollars, il a

fléchi de 1 point à 0,6 point. En juillet et en août, le premier écart s'est établi à 0,6 point, et le second, à 0,8 point.

Dans les grandes banques, le taux moyen des dépôts à trois mois a passé de 8,7% au premier trimestre à 8,4% au deuxième. En juillet, il s'est maintenu à ce niveau et, en août, il a reculé pour s'établir à 8% en chiffre rond.

Le rendement des nouvelles créances comptables à trois mois sur la Confédération s'est inscrit à 8,4% au deuxième trimestre et au cours de la première moitié du troisième trimestre; il avait atteint 8,8% au premier trimestre.

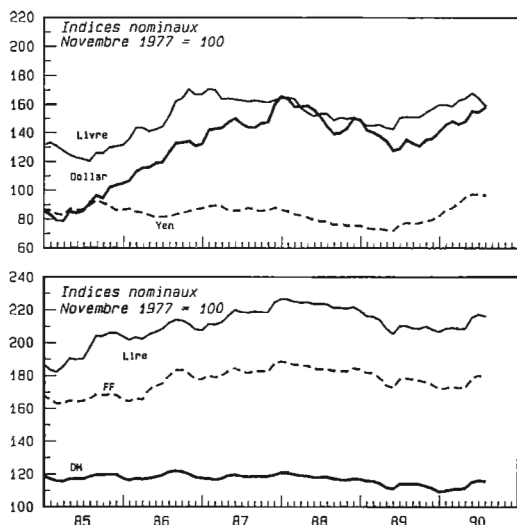
Marché des changes

Durant les mois de mai à août, le franc suisse s'est revalorisé nettement par rapport aux monnaies des principaux pays industrialisés, à l'exception de la livre sterling. Face au dollar, il a progressé dans une mesure particulièrement forte, soit de 14,6%. Vis-à-vis des monnaies du Système monétaire européen (SME), la hausse du franc a atteint entre 6 et 7,6%. A la suite de rumeurs au sujet d'une éventuelle entrée de la livre sterling dans le SME, le franc suisse a reculé de 1,9% face à cette monnaie.

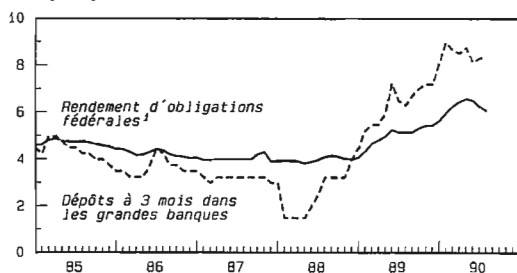
En moyenne des mois de mai à août, le dollar américain valait fr. 1,38 (mai à août 1989: fr. 1,68), 100 yens japonais, fr. 0,92 (fr. 1,19) et le mark allemand, 84,5 centimes (86,8 centimes). En l'espace d'une année, le franc suisse s'est donc revalorisé de 17,8% vis-à-vis du dollar, de 23,1% par rapport au yen japonais et de 2,6% face au mark allemand.

Au cours des mois de mai à août, la plupart des banques centrales ne sont guère intervenues – la Banque nationale même pas du tout – sur les marchés des changes.

Le cours réel du franc a continué d'être orienté à la hausse durant le deuxième trimestre. En données pondérées par les exportations et corrigées des variations des prix à la consommation, le franc a augmenté de 7,1% par rapport au deuxième trimestre de 1989 (premier trimestre 1990:

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

0,1%). Il a enregistré les plus fortes revalorisations face au yen japonais (35%), au dollar (18,3%) et à la livre sterling (9,1%). Vis-à-vis du mark allemand, la progression a été de 4,7%.

Marché des capitaux

Le rendement moyen des obligations fédérales, calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, a atteint 6,7% en avril, soit le niveau le

plus élevé depuis des années; par la suite, il s'est replié pour s'établir à 6,1% trois mois plus tard. Au deuxième comme au premier trimestre, le rendement moyen de ces titres s'est inscrit à 6,4%. L'écart entre celui-ci et les rémunérations à court terme, s'élevant à 9% environ, montre la structure encore nettement inverse des taux d'intérêt.

Du premier trimestre au deuxième, les grandes banques ont relevé de 6,6% à 7% en moyenne les rémunérations de leurs nouvelles obligations de caisse. Ce taux n'ayant que très légèrement diminué au cours des deux premiers mois du troisième trimestre, les rémunérations ont été maintenues en général à 7¹/₄% pour les titres de trois ans, à 7% pour ceux de quatre et cinq ans et à 6³/₄% pour ceux de six à huit ans.

Dans les banques cantonales, le taux moyen des dépôts d'épargne, qui avait passé de 4% à 4,7% durant les cinq premiers mois de l'année, est resté à ce dernier niveau jusqu'au mois d'août. Ces établissements appliquaient en août un taux de 7,5% aux nouvelles hypothèques, soit 0,8 point de plus qu'au début de l'année. Simultanément, ils ont porté de 5,9% à 6,4% le taux des anciennes hypothèques.

Les émissions d'obligations et d'actions ont totalisé 12 milliards de francs au deuxième trimestre, contre 15,6 milliards au trimestre correspondant de 1989. La part inhabituellement élevée des débiteurs suisses (50%) est due avant tout au sensible fléchissement des émissions étrangères. Après déduction de 1,6 milliard de francs au titre des remboursements, le montant net prélevé sur le marché des capitaux par des débiteurs suisses s'est chiffré à 4,4 milliards de francs, contre 3,7 milliards au deuxième trimestre de 1989.

Exportations de capitaux

Les autorisations que la Banque nationale a délivrées au deuxième trimestre en vue d'exporter des capitaux (émissions et crédits) ont porté sur 9,1 milliards de francs, à savoir un montant de 27% inférieur à celui de la période correspondante de 1989. Les emprunts ont diminué de 39%, alors que les crédits progressaient de 15%.

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1986	42 461,0	6 768,0	1 259,7	50 488,7
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
1989	31 281,0	10 154,1	517,8	41 952,9
1989 2e trim.	9 717,2	2 655,9	89,0	12 462,1
1989 3e trim.	5 956,8	3 582,1	117,7	9 656,6
1989 4e trim.	8 316,0	2 139,6	174,1	10 629,7
1990 1er trim.	11 237,8	2 203,9	165,2	13 606,9
1990 2e trim.	5 918,8	2 804,0	357,6	9 080,4

¹ Y compris les emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies ainsi que les «notes»; nouvelle ventilation due à la révision du 29 mai 1986 des dispositions régissant les exportations de capitaux

Le vigoureux accroissement des emprunts classiques («straights») s'est poursuivi au cours du deuxième trimestre. Le volume de ces emprunts à doublé par rapport à la période correspondante de 1989; il convient toutefois de relever que le niveau de celle-ci était très bas. Le fait saillant du deuxième trimestre a été la disparition presque totale des émissions d'emprunts assortis de droits de conversion ou d'option, émissions qui étaient généralement lancées pour le compte de débiteurs japonais. La crise survenue à la Bourse de Tokyo au premier trimestre en a été la cause directe. Le volume des emprunts à option a diminué de 84% en l'espace d'une année; quant aux emprunts convertibles, ils ont disparu du marché des émissions. Ainsi, les émissions d'emprunts assortis de droits de conversion ou d'option sont tombés à leur niveau le plus bas depuis 1984, année où des statistiques précises ont été publiées pour la première fois sur ce genre d'opérations.

Compte tenu d'un recul du volume des émissions, la part des emprunts classiques a passé de 61% au premier trimestre à 96% au deuxième trimestre (période correspondante de 1989: 19%). Seulement 31% du total des émissions revenaient aux placements privés, contre 65% au premier trimestre et 77% au deuxième trimestre de 1989. Cette évolution s'explique principalement par la nette diminution des emprunts assortis de droits de conversion ou d'option et par l'intérêt toujours pas très marqué des investisseurs institutionnels pour les emprunts classiques.

Les tendances observées dans la répartition des opérations par pays ont continué au premier trimestre. La part du Japon a fléchi considérablement, passant de 33% à moins de 4% du premier au deuxième trimestre (période correspondante de 1989: 62%). En revanche, celle des pays européens et celle de l'Amérique du Nord ont progressé à 46% et 24% (23% et 4%). La part des autres groupes de pays a augmenté à 26% (11%). Quant aux organisations internationales de développement, elles détenaient une part de 13% (2%).

Bilans bancaires et crédits

De juin 1989 au même mois de 1990, le total des bilans des 68 banques qui remettent mensuellement des données s'est accru de 7% ou de 10% abstraction faite des fluctuations du dollar. Après avoir reculé d'avril à mai, il s'est de nouveau élevé légèrement en juin. L'évolution du solde des opérations interbancaires ainsi que le ralentissement du recul des dépôts à vue et des fonds placés sur des livrets et camets de dépôts ont constitué les faits marquants de la période considérée.

A l'actif, les placements financiers ont diminué de 24% en l'espace d'une année. Ce recul s'explique une nouvelle fois en majeure partie par l'évolution des opérations interbancaires. Le solde de celles-ci a passé en effet de 28 milliards à -4 milliards de francs. Ainsi, les engagements en banque

sont devenus plus importants que les avoirs en banque. Les 68 banques qui remettent mensuellement des données (5 grandes banques, 29 banques cantonales et 34 banques régionales) avaient des engagements nets envers d'autres banques domiciliées en Suisse pour un montant de 17 milliards de francs et détenaient des avoirs nets auprès d'établissements à l'étranger pour 13 milliards de francs. Les disponibilités ont augmenté de 2% (part libellée en francs suisses: +4%). De leur côté, les effets de change et papiers monétaires se sont élevés de 27%. Quant aux titres, ils dépassaient de 6% leur niveau observé un an auparavant.

Les banques (505 établissements) ont encore amélioré la gestion de leurs liquidités au deuxième trimestre. Durant la période d'application allant du 20 mai au 19 juin, leurs disponibilités dépassaient de 44% le volume qu'elles étaient tenues de détenir en vertu de l'ordonnance d'exécution de la loi sur les banques; pour la période de février à mars, le ratio de liquidité I avait atteint 151%. Celui-ci varie fortement d'une catégorie de banques à l'autre. Il s'établissait à 115% (mai/juin), soit à un niveau proche de la limite légale, dans les grandes banques, mais à 194% dans les caisses de crédit mutuel et caisses Raiffeisen et même à 213% dans la catégorie des autres banques.

La croissance annuelle des crédits s'est inscrite à 10%; celle des crédits à la clientèle suisse, qui a faibli depuis décembre 1989, s'est établie à 11%. En l'espace d'une année, les débiteurs ont progressé de 13%, et les prêts hypothécaires, de 10%. En mai (les données de juin ne sont pas encore disponibles), l'expansion annuelle des limites de crédits de construction a passé, pour la première fois depuis la fin de 1987, au-dessous de 10%. En revanche, l'utilisation des crédits a progressé de 15% par rapport au mois de mai 1989; il faut remonter au mois de septembre 1981 pour retrouver un taux de cette importance.

Au passif, les fonds du public n'ont augmenté que de 4% en l'espace d'une année. D'une part, les créanciers à vue ont diminué de 6% – le recul a été également de 6% pour la part libellée en francs –, et les livrets et carnets de dépôts, de 8%. D'autre part, la croissance annuelle des créanciers à terme s'est élevée à 12% et même à 20% pour la part en comptes suisses libellés en francs. Quant au montant des obligations de caisse et des obligations, il a progressé de 10%.

Les affaires fiduciaires ont augmenté de 10% en l'espace d'une année. Les fonds fiduciaires provenaient pour un tiers environ de résidents, mais ils ont été presque exclusivement placés à l'étranger.

Die EG auf der Suche nach der monetären Integration – Parallelen zur schweizerischen Währungsgeschichte

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

Der Präsident Ihrer Gesellschaft ermunterte mich zu einem Referat mit historischen Bezügen. Ich erinnerte mich als Notenbankvertreter, der in Hamburg sprechen darf, sofort der 1619 gegründeten Bank von Hamburg. Diese städtische Währungsbehörde und Münzstätte spielte eine beachtliche Rolle in der Entwicklungsgeschichte der modernen Notenbanken. Sie musste ihre Geschäfte 1875 aber ungeachtet ihres Erfolgs an die Deutsche Reichsbank abtreten.

Was lehrt uns dieser Rückblick? Die Währungshoheit ging in Deutschland – wie in den meisten europäischen Staaten – von den Städten und den regionalen Stellen an den Zentralstaat über. Die Währungsräume wurden im Laufe der Geschichte immer grösser. Die Mobilität der Faktoren Arbeit und Kapital nahm zu. Der Handel verflocht sich immer stärker. Dies gilt heute auch sehr ausgeprägt für die Europäische Gemeinschaft. Der Versuch der EG, die nationale Währungshoheit zu überwinden und zu einem einheitlichen Währungsgebiet zusammenzuwachsen, ist deshalb legitim. Zwei Wege stehen ihr dabei grundsätzlich offen:

- erstens die Zentralisierung der Währung in der EG und
- zweitens die Alternative der Währungskonkurrenz.

1. Zentralisierung der Währung in der EG – Die Frage nach dem optimalen Währungsgebiet

Die EG kann, falls sie den ersten Weg wählt, entweder den Ecu oder eine andere Währung zur einzigen – zur ausschliesslichen – EG-Währung erklären oder aber die nationalen Währungen

zwar beibehalten, sie aber über fixe Wechselkurse ohne Bandbreiten für Schwankungen verbinden. Dieser Weg, der über die Zentralisierung der Währung führt, erscheint auf den ersten Blick als der sinnvollste. Wir stossen aber auf ein Hindernis. Beide geschilderten Systeme – einzige EG-Währung oder feste Kurse – funktionieren nur unter einer Reihe von Voraussetzungen:

- Das gemeinsame Währungsgebiet muss einen möglichst homogenen Wirtschaftsraum bilden. Die Faktoren Kapital und Arbeit sollten voll mobil sein. Die Volkswirtschaften haben sich dem Güterhandel ohne Schranken zu öffnen.
- Die Länder, die an der währungspolitischen Integration teilhaben, sollten hoch diversifizierte Exportsektoren aufweisen. Länder mit nur einer einzelnen oder ganz wenigen Exportbranchen sehen sich nämlich oft grossen Störungen ausgesetzt. Solche Störungen lassen sich ohne eine Anpassung der Wechselkurse – sie ist in einem einheitlichen Währungsgebiet nicht mehr möglich – kaum meistern.
- Ein gemeinsames Währungsgebiet setzt eine einheitliche Wirtschaftspolitik voraus. Alle beteiligten Länder sollten nicht nur eine ähnliche Inflationsrate anstreben. Sie müssen auch fähig sein, sich auf einheitliche Regeln bezüglich ihres Staatshaushaltes zu einigen.
- Die regionalen und strukturellen Unterschiede der beteiligten Länder sollten möglichst gering sein.

Die wirtschaftlichen Voraussetzungen eines gemeinsamen Währungsgebietes sind in der EG der Zwölf mindestens zum Teil erfüllt. Der einheitliche Binnenmarkt und die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, das Programm «Europa 1992», sind weitere grosse Schritte auf diesem Weg. Gilt das gleiche auch für die wirtschaftspolitischen Kriterien? Die Süderweiterung der EG – die Mitgliedschaft Griechenlands, Spaniens und Portugals – könnte hier eine Hürde darstellen. Griechenland wies im März mit 18% die höchste Infla-

* Gehalten in Hamburg am 27. Juni 1990 vor der Deutsch-Schweizerischen Gesellschaft Hamburg

tionsrate aller EG-Staaten aus. Portugal folgte mit gut 12%. Die Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, die Niederlande und Dänemark vermochten ihre Inflationsraten dagegen unter die 4%-Marke zu drücken. Die zum Teil hohen Budgetdefizite erschweren die monetäre Integration ebenfalls. Dies wird deutlich, wenn wir die Budgetdefizite der EG-Länder in Prozenten des Bruttozialproduktes messen. Griechenland hielt 1989 den Negativrekord mit rund 18%. Portugal, Italien und Belgien folgen dicht auf. Die andern EG-Länder weisen deutlich tiefere Budgetdefizite aus. Deutschland und Grossbritannien schlossen ihre Staatsrechnungen im letzten Jahr sogar positiv ab. Das Wohlstandsgefälle ist ein weiteres Hindernis. Es ist zwischen Portugal und Griechenland auf der einen und den nördlichen EG-Staaten auf der andern Seite besonders eklatant.

Es erweist sich angesichts der geschilderten Unterschiede schon als schwierig, Länder wie Griechenland oder Portugal in das Europäische Währungssystem – EWS – einzubeziehen. Diese Schwierigkeiten würden bei einem Anschluss an eine volle Währungsunion noch wachsen. Der Drachme wie dem Escudo müssen Anpassungen der Wechselkurse noch längere Zeit offenstehen. Beide Länder sollten, anders gesagt, erst in eine Währungsunion einbezogen werden, wenn sie eine geld- und fiskalpolitische Stabilität, die dem EG-Durchschnitt nahekommt, zu erringen vermögen. Spanien ist anders zu beurteilen. Es führte in den letzten Jahren mit Erfolg eine glaubwürdige Wachstums- und Anti-Inflationspolitik. Dieser stabilitätspolitische Ausweis erlaubte es Spanien, sich im letzten Jahr dem EWS anzuschliessen. Spanien kann sich angesichts des prognostizierten Anstiegs seiner erwerbstätigen Bevölkerung um jährlich rund 0,8% – und des deshalb schwierigen Abbaus der hohen Arbeitslosigkeit – jedoch nicht auf seinen Lorbeeren ausruhen.

2. Konkurrierende Währungen als alternatives EG-Währungssystem?

Ich zweifle deshalb, dass die Zentralisierung von Währung und Währungspolitik für die EG bereits heute die optimale Lösung ist. Gibt es aber ein alternatives Währungssystem? Ein konkurrierendes Währungssystem erscheint mir als durchaus

diskussionswürdige Alternative. Sie ist für die EG nicht neu. Die britische Regierung stellte sie schon vor einiger Zeit zur Diskussion. Inzwischen wird der Weg über die Währungskonkurrenz zunehmend ernster genommen. Nicht nur erneute und verfeinerte Vorstösse des britischen Schatzkanzlers Major, sondern auch jüngste Äusserungen des deutschen und des französischen Notenbankpräsidenten gaben ihr Auftrieb. Was bedeutet deren Idee der Europäischen Währungsunion mit verschiedenen Geschwindigkeiten? Sie anerkennt die Tatsache, dass die Konkurrenz der EG-Länder in der Währungspolitik noch immer und noch auf einige Zeit spielt. Und um die Konkurrenz der Währungspolitik, nicht nur um die Konkurrenz der Währungen, ging es stets den Briten. Niemand will diesen Wettbewerb allerdings so weit wie der Österreicher Friedrich August von Hayek treiben. Der Träger des Nobelpreises für Ökonomie des Jahres 1974 schlug Mitte der siebziger Jahre mit seiner Schrift «Entnationalisierung des Geldes» vor, die Geldausgabe zu privatisieren. Von Hayek behauptete, der Hauptmangel des Marktsystems – nämlich seine Empfänglichkeit für wiederkehrende Perioden von Depression und Arbeitslosigkeit – sei eine Konsequenz des uralten Regierungsmonopols der Geldemission.

3. Die schweizerische Währungsgeschichte – Anschauungsunterricht zur Entwicklung konkurrierender Währungen

Von Hayeks Vorschlag tönt exotisch. Er wurde nur von wenigen ernst genommen. Die Privatinitiative zeitigte im Geldwesen in der Tat ja auch nicht immer die günstigen Wirkungen, die von ihr in anderen Lebensbereichen ausgehen. Die Geldgeschichte meines Landes bietet Anschauungsunterricht. Das Geldwesen der Stadt Zürich war im 17. Jahrhundert auf dem Papier zwar der Obrigkeit vorbehalten. Goldschmiede, Grosskaufleute und Gastwirte kontrollierten es in der Realität. Diese Zürcher Grosskaufleute sandten massenhaft vollwertiges Geld nach Chur und liessen es in der dortigen Münze, wir würden heute sagen «off-shore», in minderwertiges Geld umprägen. Das leichtere Geld brachten sie in die Stadt Zürich, wo sie es zu einem höheren Kurs, als der

Gehalt der Münzen gerechtfertigt hätte, in den Kreislauf zurückfließen liessen.

Von Hayek meinte allerdings nicht diese Art privater Geldausgabe. Dürfen mehrere Konkurrenten dasselbe Geld «produzieren», so kommt es zwangsläufig zu Inflation. Von Hayeks Reformvorschlag geht in eine andere Richtung. Er möchte jeder privaten Emissionsbank das Monopol auf ihre eigene Währung gewähren. Der Staat hätte diese Währungen ähnlich wie einen Markenartikel vor Nachahmern zu schützen. Die Konkurrenz würde sich unter den verschiedenen Währungen abspielen. Von Hayek sagt voraus, dass sich nur die guten Währungen, die wertstabilen Währungen, im Markt behaupten könnten. Wir schliessen unsere Verträge mit Vorliebe in Werteinheiten, auf die wir uns verlassen können, ab. In diesen Werteinheiten leisten wir auch die vereinbarten Zahlungen. Inflationäre Währungen haben unter den Bedingungen des Wettbewerbs deshalb – soweit von Hayek – keine Chance.

Die schweizerische Währungsgeschichte gibt von Hayek nicht vorbehaltlos recht. Wir kannten in unserem Lande im Prinzip den Währungswettbewerb. Erst die Verfassung von 1848, die den Schweizer Franken zur Landeswährung bestimmte und dem Bund das Münzmonopol übertrug, beendete ihn. Die Vielfalt von Währungen, die sich von Hayek wünscht, bestand in der Schweiz bis 1848. Die Zeitgenossen empfanden sie weniger als Garantie der Stabilität denn als Wirrwarr. Immerhin setzte sich – hier bestätigte sich die Erwartung von Hayeks – das zuverlässigste Zahlungsmittel einigermaßen durch: Der französische «Napoleon» wurde zur meistgebrauchten Währung. Das Bedürfnis nach einer stabilen Währung gibt, dies ist eine weitere interessante Erkenntnis aus der schweizerischen Währungsgeschichte, sogar ausländischen Währungen eine Chance.

Finden wir die natürliche Auslese zugunsten der stabilsten Währung, wie von Hayek behauptet, auch auf internationaler Ebene bestätigt? Die Entwicklung seit dem Übergang von festen zu flexiblen Wechselkursen, die Währungsgeschichte seit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods, gab von Hayek teilweise recht. Der amerikanische Dollar büsste seinen

früheren Nimbus als stabile Währung ein. Er verlor damit etwas von seiner Vormachtstellung als internationales Zahlungs- und Reservemittel. Der Dollar musste mindestens teilweise stärkeren Währungen Platz machen. Die D-Mark profitierte am meisten. Wir teilten die deutsche Erfahrung in der Schweiz in Form einer stärkeren Internationalisierung unseres Frankens. Dieser Ausleseprozess beansprucht allerdings viel Zeit. Der japanische Yen tritt, obwohl er eine der kaufkraftstabilsten Währungen ist, erst zaghaft als internationales Zahlungs- und Anlagemedium in Erscheinung.

4. Die EG auf der Suche nach der monetären Integration – Parallelen zur Schweiz im 19. Jahrhundert

Die Nachteile der Währungskonkurrenz fallen in Form schwankender Wechselkurse zwischen den einzelnen Währungen schneller als die Vorteile an. Wirtschaft und Politik wollen verständlicherweise nicht immer warten, bis schwache Währungen in der internationalen Sphäre «ausgestorben» sind. Die Währungskonkurrenz wird frühzeitig zugunsten fester – oder zumindest zugunsten stabilerer – Wechselkurse aufgegeben. Wir erlebten dies auch in der Schweiz. Die Gründung des Bundesstaates brachte uns 1848, gleichzeitig mit dem einheitlichen Wirtschaftsgebiet, den Schweizer Franken als Landeswährung. Die Eidgenossenschaft war in bezug auf die wirtschaftliche und monetäre Integration damit auf einem ähnlichen Niveau, wie es die EG 1992 sein wird. Es sollte aber noch rund sechzig Jahre dauern, bis wir über eine zentrale Notenbank verfügten. Die Banknoten wurden in der Zwischenzeit von mehreren teils kantonalen, teils privaten Notenbanken ausgegeben. Diese Noten wurden mit Auf- und Abschlägen gehandelt. Sie waren im Grunde konkurrierende Währungen mit flexiblen Kursen: eine Ordnung ganz nach dem Geschmack von Hayeks. Die führenden Emissionsbanken schlossen sich erst in den siebziger Jahren des letzten Jahrhunderts zu einem Konkordat mit festen Wechselkursen zusammen. Dieses Geschehen in der Schweiz weist erstaunliche Parallelen zur Entwicklung innerhalb der EG von der vollen Währungskonkurrenz über das EWS bis hin zur geplanten Währungsunion auf.

Die Konkordatslösung der Schweiz entspricht ungefähr der zweiten Phase des Delors-Berichts. Der Delors-Bericht ist ein Stufenplan, der die EG über drei Etappen zu einer vollständigen Währungsintegration mit einer Gemeinschaftswährung und einem europäischen Zentralbankensystem führen soll. Die erste Stufe sieht eine engere Koordination der Geld- und Wirtschaftspolitik vor. In der zweiten Stufe sollen die Bandbreiten, innerhalb deren die einzelnen Währungen vorläufig noch schwanken dürfen, eingengt werden. Paritätsanpassungen werden nur noch in Ausnahmefällen zulässig sein. Die letzte Verantwortung im Währungsbereich bleibt aber noch bei den nationalen Institutionen. Unwiderruflich fixe Paritäten zwischen den Währungen der EG-Staaten werden erst in der dritten Stufe festgesetzt. Gleichzeitig wird eine europäische Zentralbank, die die Verantwortung für die Geldpolitik übernimmt, gegründet.

Es gibt zwischen dem Europäischen Währungssystem und dem Konkordat, das die führenden schweizerischen Emissionsbanken im letzten Jahrhundert abgeschlossen, aber auch einen wesentlichen Unterschied. Er liegt in der Kontrolle der Geldschöpfung.

Die schweizerischen Emissionsbanken des 19. Jahrhunderts waren verpflichtet, eine Silberreserve zu halten. Sie mussten die von ihnen ausgegebenen Noten, wurden sie ihnen präsentiert, in Silber einlösen. Diese Pflicht begrenzte die Möglichkeit zur Geldausgabe. Das EWS kennt keine «silberne» Bremse. Der Geldschöpfung der Mitglieder sind nur indirekt Grenzen gesetzt. Ein komplizierter Interventionsmechanismus stellt sicher, dass Geld, das in einem Land inflationär geschaffen wurde, nicht automatisch von den Notenbanken der andern Länder aufgekauft werden muss. Das EWS zieht damit die Lehren aus den Erfahrungen des Systems von Bretton Woods. Die Notenbanken waren unter diesem System noch zum Ankauf amerikanischer Dollars verpflichtet, als die USA sich längst von dessen goldenem Anker losgebunden hatten. Was steht einer inflationären Politik der EG-Notenbanken ausser der freiwilligen Disziplin aber noch entgegen? Die Angst vor der Schmach, als die eine Abwertung der nationalen Währung in vielen Ländern empfunden wird, ist die einzige Bremse.

Das Element der Konkurrenz kommt hier nochmals ins Spiel. Die Bremse, die sich aus der Schmach einer Abwertung ergibt, entfällt aber mit der zweiten Stufe des Delors-Plans. Paritätsanpassungen sollen in dieser Phase nur in Ausnahmefällen erlaubt sein. Diese Vorstufe zur Währungsunion ist deshalb, so argumentiert jedenfalls der US-Ökonom und Nobel-Preisträger Milton Friedman, die kritische Phase. Das Risiko, dass einzelne Länder die Geldpolitik auf Kosten ihrer Partner im EWS für innenpolitische Ziele missbrauchen, wächst. Was heisst dies konkret? Nationale Regierungen sind vor allem in Wahlperioden zu vielem, das Stimmen verspricht, bereit. Aufwendige Sozialprogramme sind ein Beispiel. Die Abfederung der Währungsunion mit einem wirtschaftlich viel schwächeren Partner könnte, ohne dass ich damit die deutsch-deutsche Währungs-, Wirtschafts- und Sozialunion zum voraus benoten will, ein weiteres werden. Die Versuchung, solche Vorhaben teilweise über die Notenpresse zu finanzieren, ist, vor allem wenn die Notenbank von den Politikern abhängig ist, gross. Eine mehr oder weniger ausgeprägte Abhängigkeit der Notenbanken von den politischen Instanzen ist in Europa die Regel. Die Deutsche Bundesbank und die Schweizerische Nationalbank sind Ausnahmen. Die deutsch-deutsche Währungsunion machte uns allerdings bewusst, dass selbst die Unabhängigkeit autonomer Notenbanken nicht absolut ist. Der Missbrauch des Notenmonopols durch eine der nationalen Regierungen des EWS wäre besonders folgenreich. Er müsste das ganze System destabilisieren. Alle Mitglieder hätten die Anpassungskosten zu tragen. Friedman erachtet die zweite Stufe des Delors-Plans deshalb als schlechter als die beiden Extreme einer Währungsordnung: schlechter als eine volle Währungsunion und schlechter als ein System konkurrierender Landeswährungen. Dieses Urteil ist spitz. Es weist aber auf ein echtes Risiko hin.

Der Enthusiasmus, mit dem viele Europapolitiker die europäische Währungsintegration vertreten, erscheint mir demgegenüber als etwas kritikarm. Ich kann von Hayek in seinem Plädoyer für Währungskonkurrenz verstehen. Und ich möchte weder die britischen Vorschläge einer Währungskonkurrenz noch die deutsch-französischen Plädoyers für eine Währungsunion mit unterschied-

licher Geschwindigkeit als Drückebergerei vor europäischer Verantwortung missverstehen. Beide Initiativen zielen auf das Entscheidende: Währungsintegration muss den Weg von der Stabilität zur Einheit gehen. Der Weg von der Einheit zur Stabilität erscheint mir als zu risikoreich.

Viele Europapolitiker empfinden diese Forderung als unbequem. Sie haben nicht nur die Konkurrenz der Währungen satt. Sie möchten vielmehr rasch und direkt die Währungsunion mit einheitlicher Währung und gemeinsamer EG-Zentralbank ausrufen. Ist die Zeit für einen solchen Schritt, für einen solchen Sprung, reif? Ich bezweifle, dass die wirtschaftliche und politische Integration der EG schon genügend fortgeschritten ist. Der Plan, eine zentrale Notenbank zu schaffen, entstand auch in der Schweiz erst nach der Vereinheitlichung der Wirtschaftspolitik. Und es dauerte nochmals Jahrzehnte, bis die Schweizerische Nationalbank ihre Schalter öffnete. Dabei waren die Voraussetzungen in der Schweiz ausserordentlich günstig. Es gab weder bezüglich der Aufgaben des Noteninstituts noch bezüglich dessen Möglichkeiten und Grenzen Meinungsunterschiede. Der klare Konsens zugunsten einer soliden Währung – ein Konsens, der bis zum heutigen Tage erhalten blieb – war von Anfang an klar. Die Fundamente einer gemeinsamen Währung sind in der EG angesichts des wirtschaftlichen Gefälles von Norden nach Süden, des unterschiedlichen Grades der Zentralisierung der wirtschaftspolitischen Entscheidungen und der Meinungsdifferenzen über die Ziele der Geldpolitik vergleichsweise schwach. Die Notenbankchefs der EG-Länder einigten sich im Delors-Bericht zwar in allgemeiner Form über die institutionelle Ausgestaltung einer europäischen Zentralbank. Verschiedene Regierungsvertreter distanzieren sich aber bereits von dieser Einigung. Unter welchen Voraussetzungen vermag eine Notenbank ein stabiles Zahlungsmittel zu schaffen? Es ist reizvoll, aufgrund der schweizerischen Erfahrungen eine Antwort zu skizzieren.

5. Stabiles Preisniveau – oberstes Ziel jeder Notenbank

Die Gründerväter der Schweizerischen Nationalbank stritten sich vor rund 100 Jahren vor allem

um eine Frage: Sollte das Noteninstitut Privat- oder Staatsbank sein? Es ging aber um Grundlegenderes. Welche Konstruktion garantierte besser, dass die Nationalbank der Wirtschaft wertstabiles Geld zur Verfügung stellt? Die Verpflichtung auf die Stabilität ist – so versichern uns heute auch die Regierungsvertreter der EG-Länder – das oberste Ziel der europäischen Währungsunion. Dieses Ziel ist einfach zu formulieren. Es ist schwieriger zu erreichen. Wir finden in der Geschichte viele Beispiele des Missbrauchs des Monopols zur Geldausgabe. Ich zitiere nochmals Friedrich von Hayek: «Es ist offensichtlich, dass, als sich das Prägen der Münzen ausbreitete, die Staaten überall bald entdeckten, dass das ausschliessliche Münzrecht sowohl ein wichtiges Machtinstrument als auch eine attraktive Gewinnquelle war. Seit Anbeginn wurde das Prärogativ weder mit der Begründung beansprucht noch gewährt, es diene dem Wohl der Allgemeinheit, sondern es galt einfach als ein grundlegendes Element der Regierungsgewalt.»

Ich gehe mit von Hayek einig: Das Notenmonopol kann und wird immer wieder dazu verführen, missbräuchlich Geld zu emittieren. Die Notenbank wird zu oft mit dem Weihnachtsmann verwechselt. Sie soll allen Wirtschaftssubjekten, sie vermag es ja dank ihres Notenmonopols, alle Wünsche erfüllen. Wünsche an die Notenbank haben Regierungen und einzelne Wirtschaftszweige.

– Regierung und Parlament haben nur einen begrenzten Einnahmenspielraum. Sie unterliegen deshalb gerade in demokratischen Ländern immer wieder der Versuchung, ihre Wünsche über die Notenpresse zu befriedigen. Geld- und Fiskalpolitik müssen aus diesem Grunde sauber voneinander getrennt werden. Der Christophersen-Bericht schlägt für die EG ein Mischsystem aus zwischenstaatlicher Politik-Koordination und innerstaatlichen Regeln zur Selbstbeschränkung vor. Dieser Vorschlag soll sicherstellen, dass die auf Stabilität ausgerichtete Geldpolitik nicht durch die Fiskalpolitik unterlaufen wird. Die «unheilige und lange heimliche Ehe von Geld- und Fiskalpolitik», die von Hayek zu seiner Kritik veranlasste, ist in der Schweiz nie zustande gekommen. Wir verdanken dies nicht allein der Unabhängigkeit und

Widerstandskraft der Notenbank. Wir verdanken es auch unserer auf den Budgetausgleich ausgerichteten Fiskalpolitik. Viele EG-Staaten zeigen Mühe, ihre Defizite unter Kontrolle zu bringen. Die Gefahr eines Annäherungsversuches der Regierung an die Notenbank ist entsprechend grösser. Der Delors-Bericht sieht an dieser Gefahr nicht vorbei. Er will nicht nur der Budgetfinanzierung über die Notenpresse Grenzen setzen. Er postuliert vielmehr die Unabhängigkeit der europäischen Notenbank. Die künftige EG-Zentralbank soll aber, so heisst es heute in der EG-Kommission, nicht nach deutschem, sondern nach niederländischem Muster gestaltet werden. Auch die Nederlandsche Bank hat sich einen hohen Grad an Unabhängigkeit errungen. Ihre Unabhängigkeit kann in ausserordentlichen Situationen aber ausgesetzt werden. Eine solche Ausnahmeregelung ist nicht ohne Gefahr. Regierungen neigen gerade in ausserordentlichen Situationen – etwa in Zeiten mit hoher Arbeitslosigkeit – zu Romanzen mit der Notenbank.

- Aber nicht nur der Staat, sondern auch private Unternehmen können versucht sein, die Notenbank von ihrem Weg abzubringen. Wenn die Schweizerische Nationalbank sich Sünden vorzuwerfen hat, so liegen sie nicht in übertriebener Nachgiebigkeit gegenüber dem Staat. Sie sind eher in zu starker Rücksichtnahme auf privatwirtschaftliche Bedürfnisse zu orten. Wir intervenierten 1978 und 1979 zum Beispiel stark am Devisenmarkt, um einer übermässigen Aufwertung des Schweizer Frankens und der damit verbundenen Bedrohung einiger exportorientierter Branchen unserer Wirtschaft zu begegnen. Die befürchtete Rezession konnte zunächst abgewendet werden. Der Preis war eine Inflation, deren Bekämpfung die Rezession von 1982/83 verstärkte. Die Grenze zwischen dem Dienst an der Gesamtwirtschaft und der Bevorzugung einzelner Wirtschaftszweige ist unscharf. Eine Notenbank vermag ihre gesamtwirtschaftliche Aufgabe nur zu erfüllen, wenn sie ihre Unabhängigkeit auch gegenüber privatwirtschaftlichen Einzelinteressen zu wahren versteht.

Was bedeuten diese Hinweise für die institutionelle Ausgestaltung einer EG-Zentralbank? Es reicht nicht, sich eine auf Stabilität ausgerichtete

Geldpolitik vorzunehmen. Die Gefahr, in ausserordentlichen Situationen vom Pfad der Tugend abzukommen, ist auch für eine stabilitätsorientierte Notenbank zu gross. Wie lässt sich dieser Gefahr begegnen? Ich glaube, eine EG-Zentralbank sollte zwei konstitutionellen Anforderungen entsprechen:

- Sie müsste geldpolitisch gegenüber ihrer nationalen wie gegenüber einer supranationalen, europäischen Regierung autonom sein. Vermag sich eine Notenbank aus dem Gestrüpp der Tagespolitik herauszuhalten, so wachsen auch ihre Chancen, ihre Unabhängigkeit gegenüber partikularen Wirtschaftsinteressen zu wahren. Diese bedienen sich nämlich oft politischer Kräfte.
- Die EG-Notenbank sollte, konstitutionell verankert, verpflichtet sein, das Preisniveau stabil zu halten. Die Bundesverfassung meines Landes kennt diesen Gedanken mindestens ansatzweise. Sie nennt die Verhütung und Bekämpfung von Arbeitslosigkeit und Teuerung als Hauptziele der staatlichen Konjunkturpolitik (Art. 31 quinquies, BV). Wir haben in dieser Bestimmung möglicherweise noch nicht eine ausreichend explizite Stabilitätsverpflichtung der Notenbank. Die Schweiz ist im Vergleich zur EG aber ein sehr kleines Land. Ihre Bevölkerung hält den Stabilitätsgedanken höher als jene vieler EG-Länder.

Was nützt eine verfassungsmässige Verankerung der Pflicht, das Preisniveau stabil zu halten, wenn die Verfehlung des Ziels keine Sanktionen nach sich zieht? Dies ist die Frage nach der demokratischen Kontrolle der Notenbank. Die Notenbanken gewannen Anfang der siebziger Jahre durch die Freigabe der Wechselkurse einen zusätzlichen Grad an geldpolitischer Autonomie. Bedarf diese Freiheit der Grenzen? Die Schweizerische Nationalbank ging wie verschiedene andere Notenbanken dazu über, Geldmengenziele anzukündigen. Die Geldmengenziele blieben, auch wenn wir verschiedentlich kurzfristig von ihnen abweichen mussten, ein zentrales Element unserer Politik. Ich sehe in ihnen nicht nur eine Orientierungshilfe für die Wirtschaft. Die freiwillige Selbstbeschränkung, die mit der Bindung an ein Geldmengenziel verknüpft ist, ist für mich vielmehr ein Ersatz für direktere demokratische Kon-

trollen der Notenbank. Die Notenbank soll der Regierung zwar nicht unterstellt, aber doch verantwortlich sein. Es gilt, diesen Gedanken sinn- gemäss auf die heutige Situation anzuwenden. Hier liegt die politische Bedeutung der öffent- lichen Bekanntgabe von Geldmengenzielen: Sie zwingt die Notenbanken, die nicht mehr durch den Gold- und Devisenstandard gebunden sind, ihre Politik anzukünden und darzulegen. Und sie zwingt sie auch, Abweichungen von der gewähl- ten Linie zu begründen. Ich weiss: Die mit den Geldmengenzielen verbundene Bindung ist nicht unbestritten. Die Kritiker übersehen aber eines: Die Bindung stellt ein Korrektiv der weitgehenden Unabhängigkeit der Nationalbank dar. Es ist kein Zufall, dass vor allem unabhängige Notenbanken sich an Geldmengenzielen orientieren. Wir brauchen gerade wegen des hohen Grades unserer Autonomie diese indirekte demokratische Kon- trolle.

6. Die Haltung der Schweiz zur Europäischen Währungsunion

Diese Überlegungen führen zur Frage nach der Position, die die Schweiz gegenüber der Euro- päischen Währungsunion einnimmt. Die Antwort ist untrennbar mit dem politischen Entscheid über unser Verhältnis zur europäischen Integration verflochten. Die Mitgliedschaft im EWS, erst recht aber die Mitgliedschaft in der Europäischen Währungsunion, setzt meines Erachtens den Bei- tritt zur EG voraus. Er steht in der Schweiz zur- zeit nicht ernstlich zur Diskussion. Wir warten zu- nächst die Ergebnisse der Verhandlungen zwi- schen EG und EFTA über die Schaffung eines Europäischen Wirtschaftsraums ab. Ein schwei- zerischer Beitritt zur EG wäre zum heutigen Zeit- punkt politisch auch nicht realisierbar.

Sind der Schweizerischen Nationalbank damit auch die Hände zu einer verstärkten monetären Zusammenarbeit in Europa gebunden? Nein. Wir können, ohne Mitglied im heutigen EWS oder in der morgigen Währungsunion zu sein, zur mon- etären Stabilität in Europa beitragen. Die von mei- nen deutschen und französischen Notenbankkol- legen zur Diskussion gestellte «Union monétaire à deux vitesses» würde ein Konkurrenzelement in die künftige Währungsordnung Europas tragen.

Die Länder, die mit dem «Schengener Abkom- men» ein Kerneuropa ohne Binnengrenzen ver- einbarten, Deutschland, Frankreich und die drei Benelux-Staaten, würden einen Stabilitätsblock bilden. Die übrigen EG-Staaten, die in ihren Be- strebungen um geld- und wirtschaftspolitische Stabilität bisher weniger erfolgreich waren, könn- ten sich später – sobald es die Resultate ihrer Wirtschaftspolitik erlauben – dieser Währungs- union anschliessen. Der Anreiz, eine stabilitäts- orientierte Politik zu betreiben, würde gestärkt.

Die Schweiz, unsere Notenbank, würde sich die- sem Wettbewerb gerne stellen. Unser Land ge- hört, ohne EWS-Mitglied zu sein, bereits zum europäischen Stabilitätsblock. Wir sichern diese Zugehörigkeit zwar nicht durch eine direkte Bin- dung des Schweizer Frankens an die Deutsche Mark. Wir verfolgen aber gleich wie die Deutsche Bundesbank eine Geldpolitik, die sich immer wie- der am Ziel eines stabilen Preisniveaus orientiert. Die Schweizerische Nationalbank beweist damit ihre Solidarität mit ihren Schwesternotenbanken in der EG. Wir helfen die europäische Stabilitäts- zone zu vergrössern und geben dem stabilen Kern der EG mehr Gewicht. Dadurch tragen wir zu einer erfolgreichen Geldpolitik in Europa bei.

7. Schluss

Wie vermag eine Notenbank ihrem Auftrag treu zu bleiben? Sie hat dann die besten Chancen, wenn sie sich auf das tatsächlich Erreichbare konzentriert. Wir mussten lernen, dass wir nicht, so wenig wie jeder andere, mehrere Fliegen mit einer Klappe zu schlagen vermögen. Dies gilt nicht nur für die Schweizerische Nationalbank. Es gilt auch für eine künftige EG-Notenbank. Das einzige Instrument, über das wir im Grunde verfü- gen, ist unsere Geldmenge. Sie lässt sich nur in den Dienst einer Zielsetzung stellen. Das Ziel, das wir mit geldpolitischen Mitteln mittelfristig auch tatsächlich erreichen können, ist die Stabi- lität des Preisniveaus. Ein stabiler Geldwert bietet sich damit als Grenze unseres Ehrgeizes an. Wei- ter gesteckte Ziele, etwa die Garantie der Vollbe- schäftigung oder andauernd tiefe Zinssätze, lie- gen ausserhalb der Reichweite der Geldpolitik.

Ich komme damit auf das Leitmotiv meiner Aus-

führungen zurück. Eine Notenbank vermag ihre Aufgabe im Dienste der gesamten Volkswirtschaft nur zu erfüllen, wenn sie nicht in den Sog tagespolitischer oder einzelwirtschaftlicher Interessen gerät. Oder noch einfacher: Die Notenbank muss nein sagen können. Der Mut ist deshalb die

wichtigste Tugend eines Notenbankleiters. Er setzt aber Unabhängigkeit voraus. Ich wünsche deshalb auch den EG-Politikern Mut: den Mut, eine europäische Notenbank, die ausserhalb ihres direkten Zugriffs und Einflusses liegt, zu schaffen.

Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1989

In der Zahlungsbilanz der Schweiz sind die wirtschaftlichen Transaktionen mit dem Ausland zusammengefasst. Die Ertragsbilanz enthält die Güter-, Dienstleistungs- und Einkommensströme sowie die unentgeltlichen Übertragungen. Die finanziellen Transaktionen erscheinen in der Kapitalverkehrsbilanz.

Die Ertragsbilanz des Jahres 1989 schloss wiederum mit einem hohen Überschuss ab. Er erreichte 12,2 Mrd. Franken, nach 13,2 Mrd. Fran-

ken im Vorjahr. Der Fehlbetrag der Kapitalverkehrsbilanz sank von 21,8 Mrd. im Vorjahr auf 4,3 Mrd. Franken im Jahre 1989 (vgl. Tabelle 1).

Ertragsbilanz

Sowohl die in der Ertragsbilanz ausgewiesenen Einnahmen als auch die Ausgaben stiegen im Jahre 1989 stark an (+16% bzw. +18%). Die Güterexporte und -importe lagen um 13,8% bzw.

Tabelle 1: Schweizerische Zahlungsbilanz (in Milliarden Franken)

Übersicht ¹	1984	1985	1986	1987	1988 r	1989 p
I. Ertragsbilanz (Saldo)						
Warenverkehr	- 9,0	- 8,7	- 7,4	- 8,5	- 8,9	- 11,7
Dienstleistungen	8,4	9,7	10,1	10,6	10,1	11,2
Arbeits- und Kapitaleinkommen	12,8	13,4	11,6	11,4	14,5	15,4
Unentgeltliche Übertragungen	- 2,0	- 2,0	- 2,0	- 2,2	- 2,5	- 2,8
<i>Saldo der Ertragsbilanz</i>	10,3	12,4	12,3	11,3	13,2	12,2
II. Kapitalverkehr (ohne Nationalbank)						
<i>1. Schweizerische Anlagen im Ausland</i>	- 22,9	- 52,3	- 40,4	- 47,3	- 44,2	- 41,9
Direktinvestitionen	- 2,7	- 11,2	- 2,6	- 1,9	- 12,7	- 11,4
Portfolioinvestitionen	- 10,9	- 16,1	- 13,6	- 9,5	- 20,2	- 14,2
Geschäftsbanken: Kredite ans Ausland	- 4,1	- 18,1	- 19,5	- 25,6	- 0,4	11,2
Übriger langfristiger Kapitalexport	0,5	- 2,0	- 0,8	- 2,1	- 2,9	- 2,3
Übriger kurzfristiger Kapitalexport	- 5,8	- 4,9	- 3,9	- 8,2	- 7,8	- 25,3
<i>2. Ausländische Anlagen in der Schweiz</i>	9,3	34,4	34,8	35,2	22,6	36,0
Direktinvestitionen	1,2	2,6	3,2	3,0	0,1	3,1
Portfolioinvestitionen	4,2	13,3	16,1	6,9	9,4	11,9
Geschäftsbanken: Kredite aus dem Ausland	0,6	12,2	9,3	20,0	4,9	13,6
Übriger langfristiger Kapitalimport	0,1	1,3	3,3	1,0	1,6	0,5
Übriger kurzfristiger Kapitalimport	3,1	5,0	2,8	4,2	6,7	7,1
<i>3. Saldo des Edelmetallverkehrs</i>	4,2	2,5	- 4,0	- 1,9	- 0,3	1,7
<i>Saldo des Kapitalverkehrs</i>	- 9,5	- 15,4	- 9,6	- 14,0	- 21,8	- 4,3
III. Veränderung des Nettoauslandstatus der Nationalbank	- 6,2	0,8	1,8	- 1,1	1,5	- 3,7
IV. Gegenbuchung zu den Wertveränderungen auf dem Nettoauslandstatus der Nationalbank	2,7	- 3,6	- 3,7	- 3,5	2,0	1,4
V. Saldo der nicht erfassten Transaktionen und statistischen Fehler	2,8	5,9	- 0,8	7,4	5,1	- 5,7

¹ Ein Minuszeichen in der Ertragsbilanz bedeutet einen Überschuss der Importe über die Exporte, in der Kapitalverkehrsbilanz einen Kapitalexport. Beim Auslandstatus der Nationalbank bedeutet das Minuszeichen eine Zunahme der Guthaben.

r) revidiert p) provisorisch

Tabelle 2:
Die Ertragsbilanz der Schweiz 1980–1989
 (in Mrd. Franken)

Jahr	Einnahmen	Ausgaben	Saldo	Saldo in % des Brutto- sozial- produktes
1980	81,7	82,6	-0,9	-0,5
1981	94,8	89,3	5,4	2,8
1982	95,5	87,5	8,0	3,9
1983	97,2	89,1	8,1	3,8
1984	110,4	100,2	10,2	4,5
1985	120,1	107,7	12,4	5,1
1986	118,9	106,5	12,3	4,8
1987	121,4	110,1	11,3	4,2
1988	132,5	119,2	13,2	4,7
1989	153,1	140,9	12,2	4,0

15,5% über den Vorjahreswerten. Die Fremdenverkehrseinnahmen nahmen um 10% zu. Dies ist der stärkste Zuwachs seit 1984. Demgegenüber flachte das Wachstum der Fremdenverkehrsausgaben von 12,5% im Vorjahr auf 8,8% im Jahr 1989 ab. Die günstige Entwicklung des Welthandels bewirkte eine Zunahme des Transithandels (+25,5%) und der Gütertransporte (+11,7%). Die Einnahmen in Form von Bankkommissionen fielen deutlich höher aus als im Vorjahr. Im Jahre 1988 waren sie im Vergleich zum Vorjahr sogar zurückgegangen.

Die ans Ausland bezahlten Arbeitseinkommen nahmen um eine Milliarde auf 7 Mrd. Franken zu. In dieser Entwicklung widerspiegelt sich die im Jahresmittel um 12% höhere Zahl der ausländischen Grenzgänger in der Schweiz. Die Überweisungen der Immigranten (Saisonarbeiter, Jahresaufenthalter und Niedergelassene) an ihre Heimatländer stiegen von 2,4 Mrd. im Vorjahr auf 2,6 Mrd. Franken 1989 an (vgl. Tabelle 3)

Sowohl die Erträge schweizerischer Kapitalanlagen im Ausland als auch die Erträge ausländischer Kapitalanlagen in der Schweiz stiegen stark (25,7% bzw. 54,6%). Der Aktivsaldo erreichte einen Wert von 21,4 Mrd. Franken. Der Zuwachs resultierte aus der Zunahme der Bestände an Kapitalanlagen, aber auch aus dem Anstieg der Zinssätze und der Abschwächung des Aussenwertes des Schweizer Frankens.

Kapitalverkehr

Der Kapitalverkehr der Schweiz mit dem Ausland veränderte sich im abgelaufenen Jahr markant. Die Kapitalimporte stiegen von 22,6 Mrd. auf 36,0 Mrd. Franken. Gleichzeitig gingen die Kapitalexporte um 2,3 Mrd. auf 41,9 Mrd. Franken zurück. Der traditionell hohe Fehlbetrag im Kapitalverkehr mit dem Ausland schwächte sich von 21,8 Mrd. im Jahre 1988 auf noch 4,3 Mrd. Franken ab.

Die kurzfristigen Kapitalexporte stiegen wegen der inversen Zinsstruktur stark an, während die langfristigen zurückgingen. Die Veränderung der Position «übrige kurzfristige Kapitalexporte» war vor allem auf die stark angewachsenen Treuhandgeldabflüsse zurückzuführen. Sie nahmen von 7,7 Mrd. Franken im Vorjahr auf 24 Mrd. Franken im Jahre 1989 zu.

Die Direktinvestitionen schweizerischer Unternehmen im Ausland erreichten im Jahre 1989 11,4 Mrd. Franken (Vorjahr: 12,7 Mrd.). Zur Abnahme trugen die Rückzahlungen von Konzernkrediten im Umfang von 2 Mrd. Franken bei. Während im Jahre 1988 die Kapitalexporte überwiegend in die EG flossen, reduzierte sich im Jahre 1989 der EG-Anteil auf ein Viertel. Rund 40% der Direktinvestitionen gingen in die USA und nach Kanada und rund 20% in die Entwicklungsländer. Die schweizerischen Anleger verminderten ihre Portfolioinvestitionen im Ausland per saldo um 6 Mrd. auf 14,2 Mrd. Franken. Sie kauften für 16 Mrd. Franken festverzinsliche Wertpapiere (1988: 25,2 Mrd.) und verkauften für 1,8 Mrd. Dividendenpapiere (4,9 Mrd.). Bei den festverzinslichen Wertpapieren waren vermehrt Frankenanleihen ausländischer Schuldner gefragt.

Die Kapitalimporte wuchsen stark. Die kurzfristigen Zuflüssen nahmen um 48%, die langfristigen um 85% zu. Die Direktinvestitionen ausländischer Firmen in der Schweiz betragen 1989 3,1 Mrd. Franken. Ein Drittel der Gelder kam aus dem EG-Raum, 40% investierten Unternehmungen aus den USA. Die ausländischen Anleger steigerten ihre Käufe schweizerischer Wertpapiere um 2,5 Mrd. auf 11,9 Mrd. Franken. Während 1988 der grösste Teil der ausländischen Mittel den Anlage-

Tabelle 3: Einnahmen und Ausgaben der Ertragsbilanz 1989 in Mrd. Franken¹ und prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr

Komponenten	1989 p		1989 p		1989 p	1988 r
	Einnahmen		Ausgaben		Saldo	Saldo
	Mrd. Fr.	% ²	Mrd. Fr.	% ²	Mrd. Fr.	Mrd. Fr.
A. Warenverkehr	87,0	13,8	98,7	15,5	- 11,7	8,9
1. Spezialhandel	84,3	13,8	95,2	15,5	- 10,9	- 1,1
2. Übriger Warenverkehr	1,5	16,4	2,6	9,6	- 1,1	0,5
3. Elektrische Energie	1,2	9,8	0,8	37,9	0,4	0,5
B. Dienstleistungen	23,7	10,0	12,5	9,3	11,2	10,1
4. Fremdenverkehr	11,5	10,0	9,5	8,8	2,0	1,7
5. Privatversicherungen	1,3	7,3	0,0	-	1,3	1,1
6. Transithandels-geschäfte	1,0	25,5	-	-	1,0	0,8
7. Gütertransporte	0,7	11,7	0,1	2,8	0,6	0,6
8. Post- und Fernmeldeverkehr	0,6	- 5,1	0,7	0,7	- 0,1	- 0,1
9. Sonstige Dienstleistungen	8,7	10,0	2,2	14,6	6,5	6,0
C. Arbeits- und Kapitaleinkommen	39,3	24,9	23,9	41,0	15,4	14,5
10. Arbeitseinkommen	1,0	1,7	7,0	16,4	- 6,0	- 5,0
11. Kapitalerträge	38,3	25,7	16,9	54,6	21,4	19,5
Aussenbeitrag zum BSP (A+B+C)	150,0	15,9	135,0	18,7	15,0	15,7
D. Unentgeltliche Übertragungen	3,1	4,6	5,9	7,0	- 2,8	- 2,5
12. Private	0,4	- 3,4	3,1	7,2	- 2,7	- 2,5
13. Sozialversicherungen	0,9	14,5	1,7	7,3	- 0,8	- 0,7
14. Staat	1,8	1,9	1,1	5,9	0,7	0,7
Total (A+B+C+D)	153,1	15,6	140,9	18,2	12,2	13,2

¹ Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

² Veränderung in Prozent gegenüber dem Vorjahr

p) provisorisch, r) revidiert

fonds zufloss, investierten die Ausländer im Jahr 1989 vorwiegend in Aktien und Partizipations-scheine.

Die Banken importierten 31,5 Mrd. Franken über den internationalen Interbankenmarkt. Damit gerieten sie erstmals auf diesem Markt in eine Schuldnerposition. Die Banken steigerten die Kreditgewährung an Nichtbanken von 2,8 Mrd. im Vorjahr auf 5,1 Mrd. Franken im Jahr 1989. Im Einlagengeschäft mit dem Ausland kompensierten sich die Abflüsse von Spareinlagen mit dem Zufluss von Sicht- und Termineinlagen.

Die Nationalbank erhöhte ihre Auslandguthaben um 3,7 Mrd. Franken. Dabei standen den Devisenabgaben für Interventionen (3,8 Mrd.) und für kommerzielle Zwecke (1,0 Mrd.) grössere Zuflüsse gegenüber. Sie stammten aus geldpolitisch bedingten Swapabschlüssen mit den Ge-

schaftsbanken (4,2 Mrd.) und aus Kapitalerträgen auf dem Devisenbestand (2,9 Mrd.). Die Wechselkursgewinne auf den Währungsreserven (1,4 Mrd.) wirkten in die gleiche Richtung.

Der Saldo der nicht erfassten Transaktionen und statistischen Fehler (Restposten) veränderte sich von +5,1 Mrd. im Vorjahr auf -5,7 Mrd. Franken im Jahre 1989. Er betrug 1989 rund 3% der statistisch erfassten Transaktionen. Ein Restposten mit einem positiven Vorzeichen verweist auf nicht erfasste Ertragsbilanzeinnahmen und Kapitalimporte, mit negativem Vorzeichen auf nicht erfasste Ertragsbilanzausgaben und Kapitalexporte. Die markante Veränderung des Restpostens im Jahre 1989 deutet darauf hin, dass dieser hauptsächlich von nicht erfassten Kapitalexporten herrührt. Es dürfte sich dabei um Kapitalexporte der Nichtbanken, die in kurzfristige Anlagen flossen, handeln. Dieser Bereich ist in der

Schweiz, mit seinem liberalisierten Kapitalverkehr, besonders schwierig zu ermitteln. Die Position übrige kurzfristige Kapitalexporte dürfte deshalb im Jahre 1989 effektiv noch höher ausgefallen sein als in Tabelle 1 ausgewiesen. Damit ist aber auch der Passivsaldo des Kapitalverkehrs im Jahre 1989 mit -4,3 Mrd. Franken unterschätzt worden.

Ein ausführlicher Bericht über die schweizerische Zahlungsbilanz im Jahre 1989 wird Ende September als Beilage zum Monatsbericht der Nationalbank erscheinen.

La balance suisse des paiements en 1989

La balance des paiements recense l'ensemble des opérations à caractère économique qui sont passées avec l'étranger. Les échanges de biens et de services, les revenus de facteurs et les transferts sans contrepartie constituent la balance des transactions courantes ou balance des revenus, alors que les transactions à caractère financier sont groupées dans la balance des mouvements de capitaux.

En 1989, la balance des transactions courantes a dégagé une fois encore un solde actif; l'excédent a toutefois diminué d'une année à l'autre puisqu'il

s'est chiffré à 12,2 milliards de francs, contre 13,2 milliards en 1988. Le solde passif de la balance des capitaux a reculé fortement, passant de 21,8 milliards de francs en 1988 à 4,3 milliards en 1989 (voir tableau 1).

Balance des transactions courantes

D'une année à l'autre, les recettes comptabilisées dans la balance des transactions courantes se sont accrues de 16% et les dépenses de 18%. Les exportations de marchandises ont augmenté

Tableau 1: La balance suisse des paiements, de 1984 à 1989 (en milliards de francs)

Aperçu ¹	1984	1985	1986	1987	1988 r	1989 p
I. Transactions courantes						
Trafic de marchandises	- 9,0	- 8,7	- 7,4	- 8,5	- 8,9	- 11,7
Services	8,4	9,7	10,1	10,6	10,1	11,2
Revenus de facteurs	12,8	13,4	11,6	11,4	14,5	15,4
Transferts sans contrepartie	- 2,0	- 2,0	- 2,0	- 2,2	- 2,5	- 2,8
<i>Solde des transactions courantes</i>	10,3	12,4	12,3	11,3	13,2	12,2
II. Mouvements de capitaux (sans la Banque nationale)						
<i>1. Placements suisses à l'étranger</i>	- 22,9	- 52,3	- 40,4	- 47,3	- 44,2	- 41,9
Investissements directs	- 2,7	- 11,2	- 2,6	- 1,9	- 12,7	- 11,4
Investissements de portefeuille	- 10,9	- 16,1	- 13,6	- 9,5	- 20,2	- 14,2
Banques commerciales: crédits à l'étranger	- 4,1	- 18,1	- 19,5	- 25,6	- 0,4	11,2
Autres exportations de capitaux à long terme	0,5	- 2,0	- 0,8	- 2,1	- 2,9	- 2,3
Autres exportations de capitaux à court terme	- 5,8	- 4,9	- 3,9	- 8,2	- 7,8	- 25,3
<i>2. Placements étrangers en Suisse</i>	9,3	34,4	34,8	35,2	22,6	36,0
Investissements directs	1,2	2,6	3,2	3,0	0,1	3,1
Investissements de portefeuille	4,2	13,3	16,1	6,9	9,4	11,9
Banques commerciales: crédits obtenus de l'étranger	0,6	12,2	9,3	20,0	4,9	13,6
Autres importations de capitaux à long terme	0,1	1,3	3,3	1,0	1,6	0,5
Autres importations de capitaux à court terme	3,1	5,0	2,8	4,2	6,7	7,1
<i>3. Solde des transactions sur métaux précieux</i>	4,2	2,5	- 4,0	- 1,9	- 0,3	1,7
<i>Solde des mouvements de capitaux</i>	- 9,5	- 15,4	- 9,6	- 14,0	- 21,8	- 4,3
III. Variation de la position extérieure nette de la Banque nationale	- 6,2	0,8	1,8	- 1,1	1,5	- 3,7
IV. Compensation pour les ajustements de valeur sur la position extérieure nette de la Banque nationale	2,7	- 3,6	- 3,7	- 3,5	2,0	1,4
V. Erreurs et omissions	2,8	5,9	- 0,8	7,4	5,1	- 5,7

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) Chiffres révisés p) Chiffres provisoires

Tableau 2:
La balance suisse des transactions courantes,
de 1980 à 1989 (en milliards de francs)

Année	Recettes	Dépenses	Solde	Solde en % du PNB
1980	81,7	82,6	-0,9	-0,5
1981	94,8	89,3	5,4	2,8
1982	95,5	87,5	8,0	3,9
1983	97,2	89,1	8,1	3,8
1984	110,4	100,2	10,2	4,5
1985	120,1	107,7	12,4	5,1
1986	118,9	106,5	12,3	4,8
1987	121,4	110,1	11,3	4,2
1988	132,5	119,2	13,2	4,7
1989	153,1	140,9	12,2	4,0

de 13,8% et les importations de 15,5%. Dans le domaine du tourisme, les recettes ont progressé de 10%, enregistrant ainsi leur plus forte expansion depuis 1984; la croissance des dépenses touristiques s'est inscrite à 8,8%, contre 12,5% l'année précédente. L'évolution favorable du commerce mondial a eu des répercussions positives sur les recettes tirées des opérations de commerce en transit (+25,5%) et des transports de marchandises (+11,7%). Après avoir marqué un recul en 1988, les commissions encaissées par les banques ont augmenté sensiblement.

Les salaires versés à l'étranger se sont chiffrés à 7 milliards de francs, contre 6 milliards en 1988. Leur progression est due principalement à l'augmentation de 12% de l'effectif annuel moyen des frontaliers étrangers travaillant en Suisse. Les immigrés (saisonniers, travailleurs à l'année et travailleurs ayant un permis d'établissement) ont transféré dans leur pays d'origine un montant de 2,6 milliards de francs, contre 2,4 milliards l'année précédente (voir tableau 3).

Le solde actif des revenus de capitaux s'est établi à 21,4 milliards de francs. Le produit des capitaux suisses placés à l'étranger et celui des capitaux étrangers placés en Suisse se sont accrus fortement. La progression a atteint 25,7% du côté des recettes et 54,6% du côté des dépenses. Ces taux élevés s'expliquent par l'augmentation des avoirs à l'étranger et des engagements envers l'étranger, par la hausse des taux d'intérêt et par le repli de la valeur extérieure du franc suisse.

Mouvements de capitaux

Par rapport à l'année précédente, les mouvements de capitaux ont enregistré de sensibles modifications. Les importations de capitaux, qui avaient été de 22,6 milliards en 1988, ont atteint 36 milliards de francs en 1989. Quant aux exportations de capitaux, elles se sont chiffrées à 41,9 milliards de francs, contre 44,2 milliards en 1988. Le solde passif, traditionnellement très élevé, des mouvements de capitaux a diminué par conséquent de 21,8 milliards en 1988 à 4,3 milliards de francs l'année suivante.

Du fait de la structure inverse des taux d'intérêt, les exportations de capitaux à court terme ont augmenté fortement par rapport à l'année précédente, alors que celles qui sont à long terme ont diminué. L'expansion des exportations de capitaux à court terme est due principalement à l'essor des opérations fiduciaires. Les fonds fiduciaires que les banques ont placés à l'étranger pour le compte de résidents ont entraîné en effet des sorties de capitaux atteignant 24 milliards de francs, contre 7,7 milliards en 1988.

Les investissements directs que des entreprises suisses ont effectués à l'étranger ont porté sur une somme de 11,4 milliards de francs, contre 12,7 milliards l'année précédente. Leur repli s'explique par le fait que des crédits ont été remboursés pour un montant de 2 milliards de francs. Après avoir reçu, en 1988, l'essentiel des investissements directs suisses à l'étranger, les pays de la CE ont vu leur part se réduire à un quart en 1989. La part des Etats-Unis et du Canada a atteint 40% environ et celle des pays en développement 20% en chiffre rond. Pour des investissements de portefeuille, les résidents ont exporté 14,2 milliards de francs, soit un montant inférieur de 6 milliards au flux enregistré en 1988. Ils ont acquis des titres à revenu fixe pour un montant de 16 milliards de francs (1988: 25,2 milliards) et vendu des titres donnant droit à un dividende pour 1,8 milliard (4,9 milliards). Dans le domaine des titres à revenu fixe, les emprunts émis en francs suisses pour le compte de débiteurs étrangers ont fait l'objet d'une demande accrue.

Les importations de capitaux ont augmenté fortement. Par rapport à l'année précédente, le flux à

Tableau 3: Recettes et dépenses de la balance des transactions courantes de 1989¹

Composantes	1989 p		1989 p		1989 p	1988 r
	Recettes en mrds de francs	variation en % ²	Dépenses en mrds de francs	variation en % ²	Solde en mrds de francs	Solde en mrds de francs
A. Trafic de marchandises	87,0	13,8	98,7	15,5	- 11,7	8,9
1. Commerce spécial	84,3	13,8	95,2	15,5	- 10,9	- 1,1
2. Autres postes	1,5	16,4	2,6	9,6	- 1,1	0,5
3. Energie électrique	1,2	9,8	0,8	37,9	0,4	0,5
B. Services	23,7	10,0	12,5	9,3	11,2	10,1
4. Tourisme	11,5	10,0	9,5	8,8	2,0	1,7
5. Assurances privées	1,3	7,3	0,0	-	1,3	1,1
6. Opérations de commerce en transit	1,0	25,5	-	-	1,0	0,8
7. Transport de marchandises	0,7	11,7	0,1	2,8	0,6	0,6
8. Postes et télécommunications	0,6	- 5,1	0,7	0,7	- 0,1	- 0,1
9. Autres services	8,7	10,0	2,2	14,6	6,5	6,0
C. Revenus de facteurs	39,3	24,9	23,9	41,0	15,4	14,5
10. Revenus du travail	1,0	1,7	7,0	16,4	- 6,0	- 5,0
11. Revenus de capitaux	38,3	25,7	16,9	54,6	21,4	19,5
Contribution de l'extérieur au PNB (A+B+C)	150,0	15,9	135,0	18,7	15,0	15,7
D. Transferts sans contrepartie	3,1	4,6	5,9	7,0	- 2,8	- 2,5
12. Transferts privés	0,4	- 3,4	3,1	7,2	- 2,7	- 2,5
13. Assurances sociales	0,9	14,5	1,7	7,3	- 0,8	- 0,7
14. Transferts de l'Etat	1,8	1,9	1,1	5,9	0,7	0,7
Total (A+B+C+D)	153,1	15,6	140,9	18,2	12,2	13,2

¹ Les différences dans les totaux viennent du fait que les chiffres ont été arrondis

² Par rapport à l'année précédente

p) Chiffres provisoires, r) Chiffres révisés

court terme s'est accru de 48% et celui qui est à long terme de 85%. Les investissements directs que des entreprises étrangères ont effectués en Suisse ont porté sur 3,1 milliards de francs. De ce montant, un tiers provenait de la CE et 40% des Etats-Unis. Les non-résidents ont acquis des titres suisses pour 11,9 milliards de francs, contre 9,4 milliards l'année précédente. Ils ont investi principalement en actions et bons de participation, après avoir marqué, en 1988, une nette préférence pour les parts de fonds de placement.

Dans leurs opérations interbancaires, les banques ont importé des capitaux pour 31,5 milliards de francs. Leur position est ainsi devenue pour la première fois débitrice sur le marché interbancaire. Les banques ont accordé des crédits au secteur non bancaire étranger pour 5,1 milliards de francs, contre 2,8 milliards l'année précédente. Dans le domaine des dépôts des non-résidents,

le reflux de fonds d'épargne a été compensé par un afflux de fonds à vue et à terme fixe.

Les créances de la Banque nationale sur l'étranger ont augmenté de 3,7 milliards de francs. L'institut d'émission a cédé des devises pour des interventions sur les marchés des changes (3,8 milliards) et pour des opérations à caractère commercial (1 milliard). Ces cessions ont été toutefois plus que compensées par l'accroissement du montant des swaps conclus avec les banques pour les besoins de la politique monétaire (4,2 milliards), par le produit des placements de devises (2,9 milliards) et par les ajustements de valeur sur les réserves monétaires (1,4 milliard).

Le poste «Erreurs et omissions» a dégagé un solde de -5,7 milliards de francs (+5,1 milliards

en 1988), soit 3% du total des opérations comptabilisées dans la balance des paiements. Un tel solde signifie, lorsqu'il est positif, que des recettes de la balance des transactions courantes et des importations de capitaux n'ont pas été enregistrées et, lorsqu'il est négatif, que des dépenses de la balance des transactions courantes et des exportations de capitaux n'ont pas été prises en considération. La forte variation que ce solde a enregistrée d'une année à l'autre semble due principalement à des exportations de capitaux qui n'ont pas été comptabilisées. Il s'agit probablement de sorties de capitaux à court terme du secteur non bancaire. Les mouvements de capi-

taux étant libres en Suisse, il est particulièrement difficile de recenser les flux du secteur non bancaire. Par conséquent, le poste «Autres exportations de capitaux à court terme» a sans doute atteint en réalité un montant plus élevé que celui qui est indiqué dans le tableau 1. Ainsi, le solde passif de la balance des capitaux a été lui aussi sous-évalué.

Un rapport détaillé sur la balance suisse des paiements en 1989 paraîtra, à fin septembre, en annexe au Bulletin mensuel de la Banque nationale suisse.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Überbrückungskredit an Ungarn

Mitte Juni gewährten die Währungsbehörde der USA und – über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) – die Währungsbehörden der übrigen Länder der Zehnergruppe sowie Österreichs einen Überbrückungskredit in Höhe von 280 Mio. Dollar an Ungarn. Die Schweizerische Nationalbank leistete eine Substitutionszusage von insgesamt 5 Mio. Dollar. Die Beteiligung der Nationalbank wird vom Bund garantiert.

Crédit relais en faveur de la Hongrie

A la mi-juin, les Etats-Unis et, par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), les autres pays du Groupe des Dix et l'Autriche ont accordé un crédit relais de 280 millions de dollars à la Hongrie. La Banque nationale suisse a fourni une promesse de substitution de 5 millions de dollars. Pour sa participation, elle a reçu une garantie de la Confédération.