

---

**Geld, Währung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No. 4  
Dezember/décembre 1990**

**8. Jahrgang/8e année**

---



## Inhalt/Table des matières

---

Übersicht	259
Sommaire	260
Sommario	261
Abstracts	262
<hr/>	
Die Geldpolitik im Jahre 1990 und 1991	263
La politique monétaire en 1990 et 1991	266
La politica monetaria nel 1990 e nel 1991	269
Monetary policy in 1990 and 1991	272
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	275
Situation économique et monétaire	305
<hr/>	
Jean Zwahlen:	
La Suisse dans la mouvance de l'Europe en gestation	335
<hr/>	
Robert Fluri:	
Monetäre Divisia-Aggregate – eine Alternative zu den traditionellen Geldmengen- indikatoren?	343
<hr/>	
Erweiterte Angaben über die Obligationen- renditen	355
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	363
Chronique monétaire	363
<hr/>	
Inhaltsverzeichnis 1990	364
Table des matières 1990	364

---



## Übersicht

### **Die Geldpolitik im Jahre 1991 (S. 263–265)**

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank hält im Einvernehmen mit dem Bundesrat angesichts der noch immer hohen Teuerung an seiner restriktiven Geldpolitik fest. Die Nationalbank betrachtet die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge weiterhin als geldpolitischen Hauptindikator, verzichtet jedoch im Hinblick auf die unsichere Ausgangslage darauf, für 1991 ein Jahresziel für das Wachstum dieses Aggregats festzulegen. Sie geht davon aus, dass eine mittelfristige Ausweitung der Geldversorgung um rund ein Prozent im Jahr geeignet ist, das Preisniveau in der Schweiz zu stabilisieren.

### **Wirtschafts- und Währungslage (S. 275–304)**

Im dritten Quartal 1990 ging das Wirtschaftswachstum in den meisten grossen Industrieländern zurück, und die konjunkturellen Aussichten verdüsterten sich. In Westdeutschland setzte sich jedoch der von der Binnennachfrage getragene Aufschwung fort, und auch die japanische Wirtschaft expandierte kräftig. Zur konjunkturellen Abkühlung im OECD-Raum trug der mit der Golfkrise verbundene starke Anstieg des Erdölpreises bei. Die Teuerung in den OECD-Ländern nahm deshalb nach dem leichten Rückgang im Frühjahr wieder zu. Angesichts der steigenden Teuerung hielten die meisten Industrieländer an ihrer restriktiven Geldpolitik fest, so dass die Zinssätze allgemein hoch blieben.

Das starke Wirtschaftswachstum setzte sich in der Schweiz auch im dritten Quartal fort. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gegenüber der Vorjahresperiode um 3,0%. Sowohl die Inland- wie auch die Auslandsnachfrage blieben kräftig. Bei einer weiterhin angespannten Arbeitsmarktlage nahm die Beschäftigung im Industrie- und Dienstleistungssektor erneut zu. Die Nationalbank hielt trotz der sich abzeichnenden konjunkturellen Abschwächung an ihrer restriktiven Geldpolitik fest, da die Inflationsgefahr noch nicht gebannt ist. Als sich der Schweizer Franken im August erneut zur Stärke zu neigen begann, beschloss die Nationalbank jedoch, den dadurch

gewonnenen Spielraum auszunützen. In der Folge sanken die schweizerischen Geldmarktsätze wieder unter diejenigen in Deutschland. Nachdem die Deutsche Bundesbank den Lombardsatz Anfang November erhöht hatte, stiegen die schweizerischen Geldmarktsätze wieder leicht an, blieben aber unterhalb der deutschen Sätze.

### **Die Schweiz im Sog des neuen Europa (S. 335–342)**

Die Schweiz mit ihren strukturellen Rigiditäten und der Dichotomie der Wirtschaft sieht sich einem immer schneller werdenden europäischen Integrationsprozess konfrontiert. Um nicht von dieser Entwicklung ausgegrenzt zu werden, ist Flexibilität und Offenheit gegen aussen vonnöten.

### **Monetäre Divisia-Aggregate – eine Alternative zu den traditionellen Geldmengenindikatoren? (S. 343–354)**

Bei monetären Divisia-Aggregaten werden im Gegensatz zu den traditionellen Geldmengen  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  die einzelnen Geldmengenkomponenten gewichtet; damit wird dem unterschiedlichen Liquiditätsgrad der verschiedenen monetären Aktiva Rechnung getragen. Neben der Darlegung der Gründe, weshalb die Konstruktion von Divisia-Aggregaten sinnvoll ist, und der Skizzierung der theoretischen Grundannahmen, werden im vorliegenden Artikel Resultate aus Korrelationsanalysen und Granger-Kausalitäts-Tests vorgestellt. Die Berechnungen ergaben für Divisia- $M_2$  einen statistisch eindeutig besser gesicherten Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Inflation als für die andern Geldmengen.

### **Erweiterte Angaben über die Obligationenrenditen (S. 355–362)**

Die Nationalbank veröffentlicht in ihrem Monatsbericht Durchschnittsrenditen von Obligationen inländischer Schuldner. Die Berechnung stellt auf die Fälligkeit und die Kündbarkeit der Anleihen ab.

## Sommaire

---

### **La politique monétaire en 1991 (p. 266–268)**

La Direction générale de la Banque nationale suisse a décidé, en accord avec le Conseil fédéral et du fait du renchérissement toujours élevé, de poursuivre sa politique monétaire restrictive. La Banque nationale continue à considérer la monnaie centrale dessaisialisée comme le principal indicateur de la politique monétaire, mais renonce à fixer, pour 1991, un objectif annuel de croissance en termes de cet agrégat. Elle estime qu'une progression à moyen terme de l'approvisionnement en monnaie, à un rythme d'environ 1% par an, est de nature à stabiliser le niveau des prix en Suisse.

### **Situation économique et monétaire (p. 305–334)**

Au troisième trimestre de 1990, la croissance économique a marqué un ralentissement dans la plupart des grands pays industrialisés, et les perspectives conjoncturelles se sont assombries. En revanche, l'essor de l'économie ouest-allemande est resté soutenu, grâce principalement à la demande intérieure, et la croissance a été vigoureuse au Japon. La forte hausse que les prix pétroliers ont enregistrée à la suite de la crise du Golfe a contribué à l'affaiblissement de la conjoncture dans les pays de l'OCDE. Elle explique aussi l'accélération du renchérissement dans cette zone. Etant donné l'évolution du renchérissement, les pays industrialisés ont pour la plupart maintenu leur politique monétaire restrictive, et les taux d'intérêt sont restés en général élevés.

En Suisse, la croissance économique a continué à un rythme vigoureux au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1989, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3%. La demande, tant intérieure qu'étrangère, a été forte. Les tensions ont persisté sur le marché du travail, et l'emploi a progressé encore dans l'industrie et les services. En dépit de l'affaiblissement de la conjoncture qui se dessine, la Banque nationale a poursuivi sa politique monétaire restrictive, étant donné que le danger inflationniste n'est pas encore jugulé. En août, quand le franc a

commencé à marquer une tendance au raffermissement, l'institut d'émission a toutefois décidé de mettre à profit la marge de manœuvre ainsi disponible. Les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse ont alors fléchi pour passer de nouveau au-dessous des taux allemands. Après le relèvement, au début du mois de novembre, du taux lombard en Allemagne, les taux suisses à court terme ont enregistré une nouvelle hausse, mais sont restés inférieurs aux taux allemands.

### **La Suisse dans la mouvance de l'Europe en gestation (p. 335–342)**

Confrontée à l'accélération des processus d'intégration européenne, la Suisse souffre de ses rigidités structurelles et de la dichotomie de son économie. Une plus grande souplesse et une ouverture accrue sur l'extérieur permettraient de créer les conditions-cadre propres à éviter le danger de marginalisation.

### **Les agrégats monétaires de Divisia – Une solution de rechange aux masses monétaires traditionnelles? (p. 343–354)**

En plus des masses monétaires traditionnelles,  $M_1$ ,  $M_2$  et  $M_3$ , on peut construire des agrégats monétaires (agrégats de Divisia). La pondération tient compte du degré de liquidité des composantes. Après une description des raisons qui peuvent inciter à construire de tels agrégats et des hypothèses théoriques fondamentales, l'article présente, pour la Suisse, les résultats d'analyses de corrélation et de tests de causalité de Granger. Ces calculs montrent que le lien entre la politique monétaire et l'inflation est statistiquement le meilleur pour  $M_2$  de Divisia que pour les autres agrégats monétaires.

### **Données sur les rendements d'obligations (p. 355–362)**

Dans son Bulletin mensuel, la Banque nationale publie des rendements moyens d'obligations de débiteurs suisses. Ces rendements sont calculés en tenant compte des clauses de dénonciation des emprunts.

## Sommario

### La politica monetaria nel 1991 (p. 269–271)

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera, d'intesa con il Consiglio federale, in considerazione dell'ancora elevato rincaro, mantiene l'orientamento restrittivo della politica monetaria. La Banca nazionale continua a considerare la base monetaria destagionalizzata come il principale indicatore della politica monetaria, tuttavia, vista l'incerta situazione, rinuncia a fissare un obiettivo di crescita annuale di questo aggregato per il 1991. Inoltre, ritiene che un'espansione a medio termine dell'offerta di moneta di circa l'uno per cento all'anno risulti appropriata per stabilizzare il livello dei prezzi in Svizzera.

### Situazione economica e monetaria (p. 275–334)

Nel terzo trimestre del 1990 la crescita economica si è affievolita nella maggior parte dei grandi paesi industrializzati e le prospettive congiunturali si sono deteriorate. Nella Germania occidentale si è tuttavia mantenuta una forte dinamica congiunturale stimolata dalla domanda interna. Anche l'economia giapponese ha registrato una forte espansione. In ambedue questi paesi si è tuttavia indebolita la domanda estera. Nei paesi dell'OCSE, il forte rialzo dei prezzi del petrolio connesso alla crisi del Golfo ha contribuito a rallentare la congiuntura e a accelerare il rincaro. In considerazione delle rinnovate pressioni ascensionali sui prezzi, la maggior parte dei paesi industrializzati ha mantenuto una politica monetaria restrittiva e il livello dei tassi d'interesse è rimasto generalmente alto.

In Svizzera, il ritmo della crescita economica è stato elevato anche nel terzo trimestre. Rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente, il prodotto interno lordo è cresciuto del 3% circa. Tanto la domanda interna quanto quella estera sono rimaste forti. Sul mercato del lavoro la situazione si è mantenuta tesa. Il grado di occupazione è aumentato nei settori dell'industria e dei servizi. Nonostante i segni d'indebolimento congiunturale, la Banca nazionale ha mantenuto la propria politica monetaria restrittiva, dato che il

pericolo d'inflazione non è ancora scongiurato. Nel mese d'agosto, quando il franco svizzero ha ripreso vigore, la Banca nazionale ha tuttavia deciso di sfruttare il margine d'azione che ne derivava. I tassi d'interesse sul mercato monetario svizzero sono perciò scesi al di sotto di quelli tedeschi. Dopo l'aumento del tasso lombardo da parte della Deutsche Bundesbank, all'inizio di novembre, sono risaliti leggermente, restando tuttavia inferiori a quelli tedeschi.

### La Svizzera nel vortice della nuova Europa (p. 335–342)

La Svizzera, con le sue strutture rigide e la sua economia dicotomica, si vede confrontata a un processo d'integrazione europea in continua accelerazione. Per evitare di essere esclusa da tale sviluppo deve far prova di flessibilità e d'apertura. Soltanto con un tale atteggiamento sarà possibile assumere una miglior posizione all'interno dell'Europa.

### Aggregati monetari di Divisia – un'alternativa agli indicatori tradizionali della massa monetaria? (p. 343–354)

Diversamente da quanto avviene per le masse monetarie tradizionali  $M_1$ ,  $M_2$  e  $M_3$ , gli aggregati costruiti con il metodo di Divisia prevedono una ponderazione delle singole componenti della massa monetaria secondo il loro grado di liquidità. Il presente articolo, oltre a illustrare motivi a favore della costruzione di questi aggregati e a schizzarne brevemente i fondamenti teorici, illustra i risultati delle analisi di correlazione e dei tests di causalità di Granger. Questi calcoli indicano che la relazione tra la politica monetaria e l'inflazione è statisticamente meglio accertata per  $M_2$  di Divisia che per gli altri aggregati monetari.

### Indicazioni più ampie sul rendimento delle obbligazioni (p. 355–362)

Nel suo bollettino mensile, la Banca nazionale pubblica il rendimento medio delle obbligazioni di debitori svizzeri. I calcoli sono riferiti alla scadenza e alla redimibilità dei prestiti.

## Abstracts

---

### **Monetary policy in 1991 (pp. 272–274)**

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, has decided to adhere to its restrictive monetary policy in view of the persistently high inflation rate. The Swiss National Bank continues to regard the seasonally-adjusted monetary base as the key monetary indicator. Given present uncertainties, however, it has decided against fixing an annual growth target for this aggregate in 1991. It considers a medium-term expansion of the money supply of around one percent per annum adequate for stabilising the price level in Switzerland.

### **Economic and monetary developments (pp. 275–334)**

In the third quarter of 1990 economic growth in most leading industrial countries slowed down, and economic prospects dimmed. West Germany, on the other hand, experienced an uninterrupted upswing propelled largely by domestic demand. The Japanese economy also expanded briskly. The sharp rise in the oil price in the wake of the Gulf crisis contributed to the cooling of the economic climate in the OECD countries. Consequently, inflation in these countries accelerated again following a slight improvement in spring. In view of the uptrend in inflation most industrialised countries adhered to their restrictive monetary policies, with interest rates in general remaining high.

The strong economic expansion in Switzerland continued in the third quarter. Real gross domestic product grew by 3.0% compared with the same period of the previous year. Both domestic and foreign demand remained vigorous. The labour market was still tight; while employment levels in industry and the service sector rose once more, the number of employed persons in the building trade stagnated. Despite signs of an impending decline in economic activity the Swiss National Bank adhered to its restrictive monetary policy since the spectre of inflation has not yet been banished. When, however, the Swiss franc

again began to firm in August, the Swiss National Bank decided to exploit the extra room for manoeuvre. Consequently, Swiss money market rates once more slipped below the West German level. After the German Bundesbank had raised the Lombard rate at the beginning of November, Swiss money market rates again moved up slightly, though remaining below the German level.

### **The pressures of a new Europe on Switzerland (pp. 335–342)**

Switzerland with its structural rigidities and the dichotomy of its economy is confronted with an increasingly rapid European process of integration. Flexibility and openness are needed if the country is not to be excluded from this development. Only then will we be able to improve our position in Europe.

### **Monetary Divisia aggregates – an alternative to the traditional money stock indicators? (pp. 343–354)**

In contrast to the traditional monetary aggregates ( $M_1$ ,  $M_2$  and  $M_3$ ), monetary Divisia aggregates provide for the weighting of individual money stock components. This method takes account of the monetary service provided by the various monetary assets. The article in this bulletin presents results of correlation analyses and of Granger causality tests, in addition to expounding on the usefulness of constructing Divisia aggregates and sketching the theoretical basic assumptions. The analyses revealed a statistically much better established connection between monetary policy and inflation for Divisia  $M_2$  than for the other monetary aggregates.

### **Additional data on bond yields (pp. 355–362)**

In its monthly bulletin the Swiss National Bank publishes average yields on bonds of domestic borrowers. Computations are based on the maturities and notice periods of bonds.



## Die Geldpolitik der Nationalbank im Jahre 1990 und 1991

### 1. Rückblick auf die Geldpolitik im Jahre 1990

Die Entwicklung der schweizerischen Wirtschaft im Jahre 1990 entsprach nur teilweise den Erwartungen der Nationalbank. Das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts stimmte mit den Prognosen, die die Nationalbank bei der Festlegung des Geldmengenziels für 1990 aufgestellt hatte, ungefähr überein. Die Teuerung stieg hingegen deutlicher als erwartet. Die zusätzlichen Teuerungsimpulse stammten anfänglich vor allem von der Schwäche des Schweizer Frankens, die Ende 1989 besorgniserregende Ausmasse annahm. Die Nationalbank sah sich um die Jahreswende 1989/1990 einmal mehr veranlasst, die Geldpolitik zu verschärfen, um der Frankenschwäche Einhalt zu gebieten. Sie befürchtete, die vom Aussenhandelssektor ausgehenden Teuerungsimpulse würden auf die übrigen Bereiche der Wirtschaft überschwapen. Sie musste für die teuerungspolitische Absicherung der ausenwirtschaftlichen Flanke jedoch einen Preis bezahlen: Die schweizerischen Geldmarktsätze stiegen über jene in Deutschland. Diese Zinskonstellation blieb bis Ende August bestehen.

Die verstärkte Ausrichtung der Geldpolitik auf den Wechselkurs mässigte den Preisauftrieb in der Schweiz nicht sofort. Der Schweizer Franken begann sich zwar schon kurz nach der Jahreswende wieder aufzuwerten, so dass die Auslandteuerung deutlich nachliess. Die verschärfte geldpolitische Gangart führte jedoch zu einer dritten und vierten Hypothekarzinsrunde. Der Anstieg der Hypothekarzinsen heizte die schweizerische Teuerung – allerdings nur vorübergehend – weiter an, weil die Mieten, die im Rahmen des schweizerischen Mieterschutzes mit den Hypothekarzinsen verknüpft sind, in die Höhe kletterten. Die Zunahme der Mieten, die Ende 1990 um 9,6% über dem Vorjahresniveau lagen, ist zu einem grossen Teil für den unerwartet raschen Teuerungsanstieg verantwortlich.

Die Erhöhung der Erdölpreise, die auf die Invasion von Kuwait durch den Irak folgte, verstärkte den Preisauftrieb in der Schweiz ebenfalls. In der

Schweiz reagieren die inländischen Preise für Benzin und Heizöl mit nur geringer zeitlicher Verzögerung auf die Schwankungen der Notierungen am Rotterdamer Erdölmarkt. Der Anstieg der Erdölpreise schlug deshalb in der Schweiz rascher und deutlicher auf den Konsumentenpreisindex durch als in den meisten anderen Industrieländern. Im Oktober 1990 kletterte die Jahresteuerung auf 6,4%, ein seit Dezember 1981 nicht mehr erreichtes Niveau. Dank einem Rückgang des Erdölpreises verringerte sie sich im November 1990 wieder leicht auf 6,1%.

Die Nationalbank erkannte schon in den ersten Monaten des Jahres 1990, dass ihre wechselkursbezogene Geldpolitik nicht im Einklang mit dem auf 2% festgelegten Wachstumsziel für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stand. Sie hielt zwar die Giro Guthaben der Banken und Finanzgesellschaften während des ganzen Jahres bei ungefähr 3 Mrd. Franken. Der Notenumlauf schrumpfte aber. Erfahrungsgemäss reagiert er deutlich auf Veränderungen der Zinssätze, insbesondere der Sparzinsen. Da die Zinssätze als Folge der wechselkursorientierten Geldpolitik stark anzogen, nahm der Notenumlauf nicht wie prognostiziert zu, sondern bildete sich zurück. Der Rückgang der Notenbankgeldmenge spiegelte daher vor allem die Verschärfung der Geldpolitik um die Jahreswende.

Die Nationalbank war sich freilich der Gefahren ihrer wechselkursorientierten Geldpolitik bewusst. Sie konnte die Möglichkeit nicht ausschliessen, dass die wechselkursbedingte Drosselung des Geldmengenwachstums mittelfristig zu einer unnötig starken konjunkturellen Abschwächung der schweizerischen Wirtschaft führen würde. Als der Schweizer Franken im August zur Stärke zu neigen begann, beschloss die Nationalbank daher, den dadurch gewonnenen Spielraum auszunützen. In der Folge sanken die schweizerischen Geldmarktsätze wieder unter jene in Deutschland. Für den Zinsrückgang war nur eine vorübergehende Ausweitung der Giro Guthaben notwendig. Nachdem die Deutsche Bundesbank den Lombardsatz Anfang Novem-

ber erhöht hatte, stiegen die schweizerischen Geldmarktsätze wieder, blieben aber unter jenen in Deutschland.

Obwohl die Nationalbank bestrebt war, ihren Restriktionskurs im Spätsommer leicht zu mässigen, lag die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge auch Ende 1990 noch unter dem Vorjahresniveau. Im Durchschnitt des vierten Quartals 1990 betrug der Rückgang der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal schätzungsweise 2,5%. Damit wurde das Geldmengenziel von 2% um 4,5 Prozentpunkte unterschritten. Der Rückgang der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge scheint jedoch nahezu abgeschlossen zu sein.

## **2. Die schweizerische Geldpolitik im Jahre 1991**

In der Periode 1988–90 lag das effektive Wachstum der Notenbankgeldmenge regelmässig unter den von der Nationalbank festgelegten Zielen. Zwei Gründe waren für diese Zielunterschreitungen massgebend.

Im Jahre 1988 entsprang die Zielunterschreitung vorwiegend dem Rückgang der Giro Guthaben im Anschluss an die Revision der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften und der Einführung des elektronischen Interbank-Zahlungssystems SIC. Daher betrachtete die Nationalbank das Ziel für 1988 lediglich als Obergrenze für das Geldmengenwachstum und ging davon aus, dass es mit grosser Wahrscheinlichkeit unterschritten werde. Eine ähnliche Entwicklung trat auch im Jahre 1989 auf.

Ferner erschwerte das internationale Umfeld die Teuerungsbekämpfung. Der Anstieg der schweizerischen Teuerung wurde zwar durch die expansive Geldpolitik der Nationalbank im Jahre 1987 und in der ersten Hälfte 1988 ausgelöst. Er wurde jedoch durch den unerwartet kräftigen Konjunkturaufschwung in Westeuropa, der Mitte 1988 einsetzte, sowie durch den Kurszerfall des Schweizer Frankens im Jahre 1989 verstärkt. Aus diesen Gründen sah sich die Nationalbank ab 1989 wiederholt veranlasst, ihre Geldpolitik ge-

genüber dem angekündigten Geldmengenziel zu verschärfen.

Die Unsicherheiten, die vom internationalen Umfeld ausgehen, werden die Geldpolitik der Nationalbank auch im Jahre 1991 erschweren. Die schweizerische Teuerung dürfte sich in den kommenden Monaten als Folge der restriktiven Geldpolitik wieder mässigen. Sie wird vorerst nur langsam zurückgehen, da in der ersten Hälfte 1991 die Wohnungsmieten und zahlreiche administrierte Preise erneut heraufgesetzt werden. Bis Ende 1991 dürfte sich die Teuerung jedoch auf rund 4% vermindern. Das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts dürfte sich ebenfalls deutlich abschwächen. Die Nationalbank erwartet, dass dieses im Laufe des Jahres 1991 stagnieren wird.

Diese Prognosen beruhen unter anderem auf der Annahme, dass der Erdölpreis nicht wesentlich über 30 Dollar je Fass steigen wird. Sollte er erneut deutlich anziehen, wird der Rückgang der Teuerung länger auf sich warten lassen. Eine Rezession wäre dann nicht mehr auszuschliessen.

Die Nationalbank strebt im Jahre 1991 eine Ausweitung der Notenbankgeldmenge an, wobei sie sich an einem mittelfristigen Wachstumspfad orientiert. Sie wird die aussenwirtschaftlichen Restriktionen, die ihren geldpolitischen Aktionsradius eingrenzen, jedoch weiterhin berücksichtigen. So wird sie übermässige Schwankungen des Wechselkurses, insbesondere gegenüber der D-Mark und den übrigen EWS-Währungen, vermeiden. Da die deutschen Währungsbehörden ihre restriktive Geldpolitik wahrscheinlich fortsetzen werden, dürfte der Spielraum für eine Ausweitung der Notenbankgeldmenge vorderhand beschränkt bleiben. Deshalb rechnet die Nationalbank auch nicht mit einem raschen Rückgang des schweizerischen Zinsniveaus.

Angesichts des unsicheren internationalen Umfelds verzichtet die Nationalbank für 1991 auf ein Ziel für das Jahreswachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge. Sie benützt aber die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge weiterhin als Hauptindikator der schweizerischen Geldpolitik. Dieses Aggregat lässt zwar als kurzfristiger Indikator häufig zu wünschen übrig. Es erfüllt je-

doch eine nützliche Funktion als vorlaufender Indikator, d.h. es gibt Aufschluss über die Entwicklung der Teuerung in zwei bis drei Jahren.

Dies trifft zwar auch auf die Geldmenge  $M_1$  zu. Sie ist jedoch noch zinsempfindlicher als die Notenbankgeldmenge, so dass die Festlegung von Jahreszielen für  $M_1$  ebenfalls Schwierigkeiten bereiten würde. Die Geldmenge  $M_3$  schwankt in der kurzen Frist normalerweise weniger stark als die eng definierten Aggregate. Die Qualität der Geldmenge  $M_3$  als vorlaufender Indikator der Preisentwicklung lässt nach den heutigen Erkenntnissen der Nationalbank (vgl. Fischer/Peytrignet, 1990) jedoch zu wünschen übrig. Aus diesen Gründen sieht die Nationalbank davon ab, die Notenbankgeldmenge durch eine neue Orientierungsgrösse zu ersetzen. Dieses Aggregat wird vor allem die Rolle eines *mittelfristigen* geldpolitischen Indikators spielen. Die Nationalbank beabsichtigt, die Notenbankgeldmenge in Richtung des mittelfristig angestrebten Wachstumspfad auszuweiten. Die Geschwindigkeit, mit der sie sich auf diesen Pfad zubewegt, wird vor allem von der Wechselkursentwicklung abhängen.

Bisher ging die Nationalbank von der laufend überprüften Annahme aus, ein auf jährlich 2% bezogenes Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge gewährleiste mittelfristig ein stabiles Preisniveau. Eine erneute Überprüfung führte zum Schluss, dass das mittelfristig angestrebte Geldmengenwachstum inskünftig eher bei 1% liegen sollte. Zwei Gründe sprechen für diese Anpassung.

Zum einen scheinen die Neuerungen im Zahlungsverkehr das Trendwachstum der Nachfrage nach Banknoten und damit nach Notenbankgeld etwas reduziert zu haben. Zum andern hat sich das Gewicht des Notenumlaufs in der Notenbankgeldmenge – als Folge der Revision der Liquiditätsvorschriften und der Einführung des Swiss Interbank Clearing (SIC) – erhöht. Die Zunahme der Giro Guthaben, die sich aus dem Potentialwachstum der schweizerischen Wirtschaft ergibt, ist erfahrungsgemäss prozentual stärker als jene des Notenumlaufs. Das erhöhte Gewicht des Notenumlaufs erfordert daher eine leichte Verringerung des mittelfristig angestrebten Geldmengenwachstums.

Die Überlegungen zum mittelfristig angestrebten Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge bedeuten freilich nicht, dass die Nationalbank dieses Aggregat Jahr für Jahr um 1% ausweiten sollte. Vorübergehende Abweichungen vom mittelfristig angestrebten Wachstumspfad sind unter Umständen angebracht. Wie oben ausgeführt wurde, reagiert die Nachfrage nach Notenbankgeld deutlich auf Veränderungen der inländischen Zinssätze. Klettert die inländische Teuerung in die Höhe, ist der Zinsanstieg, der bei einem stetigen Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge ausgelöst wird, nicht immer genügend ausgeprägt, um den Restriktionskurs der Nationalbank wirksam zu gestalten. Die Wirksamkeit der restriktiven Geldpolitik wird insbesondere dann beeinträchtigt, wenn eine Frankenschwäche oder ein starker Konjunkturaufschwung im Ausland den Preisaufrtrieb in der Schweiz verstärken. Unter solchen Umständen ist es sinnvoll, das mittelfristig angestrebte Wachstum vorübergehend zu unterschreiten und damit einen Zinsanstieg zu verstärken. Umgekehrt kann es sich als notwendig erweisen, den Wachstumspfad zu überschreiten, wenn die Zinssätze und die Teuerung wieder zurückgehen.

#### Literaturverzeichnis

- Fischer, Andreas und Michel Peytrignet (1990): «Are Larger Monetary Aggregates Interesting? Some Exploratory Evidence for Switzerland Using Feedback Models.» Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik. 126, Dezember.

## La politique monétaire suisse en 1990 et 1991

### 1. Un aperçu de l'année 1990

En 1990, l'évolution de l'économie suisse n'a correspondu que partiellement à ce qu'attendait la Banque nationale. Si la croissance du produit intérieur brut réel a été très proche des prévisions que l'institut d'émission avait faites lors de la fixation de son objectif monétaire pour 1990, le renchérissement s'est accéléré beaucoup plus que prévu. Dans une première phase, des impulsions inflationnistes supplémentaires ont découlé principalement de la faiblesse du franc sur les marchés des changes, faiblesse dont l'ampleur était inquiétante à la fin de 1989. Aussi la Banque nationale a-t-elle été amenée, vers la fin de 1989 et au début de 1990, à accentuer une fois encore le caractère restrictif de sa politique monétaire pour mettre un terme à la baisse du franc. Elle craignait que les impulsions inflationnistes venant des importations et des exportations ne se transmettent au reste de l'économie. Pour conjurer ce danger, il lui a fallu payer un prix. En effet, les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse ont augmenté et passé au-dessus des taux allemands; l'écart en faveur des taux suisses s'est maintenu jusqu'à fin août.

Cette politique monétaire axée davantage sur les cours de change n'a pas modéré immédiatement le rythme de la hausse des prix en Suisse. Le franc a commencé à se redresser au début de 1990, ce qui a permis d'obtenir un net affaiblissement du renchérissement importé. Mais le resserrement des rênes monétaires a engendré une troisième, puis une quatrième hausse des taux hypothécaires. Ces hausses ont encore attisé temporairement le renchérissement en Suisse, parce que les loyers ont augmenté, étant donné le lien établi entre ceux-ci et les taux hypothécaires au titre de la protection des locataires. Les loyers, dont la hausse a atteint 9,6% en 1990, expliquent pour une part notable l'accélération, d'une rapidité inattendue, du renchérissement.

La hausse que les prix pétroliers ont enregistrée après l'invasion du Koweït par l'Irak a renforcé elle aussi le renchérissement. En Suisse, les prix

de l'essence et du mazout réagissent dans un laps de temps très bref aux fluctuations des cours sur le marché pétrolier de Rotterdam. Par conséquent, l'envolée des prix de l'or noir s'est répercutée sur l'indice des prix à la consommation plus rapidement et plus fortement en Suisse que dans la plupart des autres pays industrialisés. En octobre, le taux annuel de renchérissement a grimpé à 6,4%, soit à un niveau qui n'avait plus été observé depuis le mois de décembre 1981. Il a passé à 6,1% en novembre, grâce au repli des prix pétroliers.

Dès les premiers mois de 1990, la Banque nationale a constaté qu'une politique axée davantage sur les cours de change n'était pas compatible avec son objectif monétaire, en d'autres termes avec une croissance de 2% de la monnaie centrale dessaisonnalisée. Pendant toute l'année, elle a maintenu à environ 3 milliards de francs le montant des avoirs que les banques et sociétés financières détiennent en comptes de virements. Les billets en circulation ont cependant diminué. On sait, par expérience, que le volume des billets en circulation réagit sensiblement aux variations des taux d'intérêt, en particulier des rémunérations servies sur les dépôts d'épargne. Les taux d'intérêt ayant enregistré une nette hausse du fait de la réorientation de la politique monétaire, les billets en circulation ont fléchi, au lieu d'augmenter comme prévu. Par conséquent, le repli de la monnaie centrale est dû principalement au resserrement des rênes monétaires en hiver 1989/90.

La Banque nationale était bien sûr consciente des dangers que pouvait engendrer une politique monétaire axée davantage sur les cours de change. Réduire la croissance de la monnaie centrale pour tenir compte de l'évolution des cours de change risquait de conduire, à moyen terme, à un affaiblissement trop fort de la conjoncture en Suisse. Aussi, quand le franc a marqué, au mois d'août, une tendance au raffermissement, la Banque nationale a-t-elle décidé de mettre à profit la marge de manœuvre ainsi disponible. Les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse ont alors diminué pour passer au-dessous des

taux allemands. Il a suffi d'un relèvement temporaire des avoirs en comptes de virements pour déclencher cette baisse. Après la hausse, au début de novembre, du taux lombard de la Banque fédérale d'Allemagne, les taux suisses à court terme ont de nouveau augmenté, tout en restant inférieurs aux taux allemands.

En dépit du léger assouplissement que la Banque nationale s'est efforcée de donner à sa politique monétaire vers la fin de l'été, la monnaie centrale dessaisonnalisée était toujours inférieure, à la fin de 1990, au niveau observé un an auparavant. En moyenne du quatrième trimestre, elle s'inscrivait approximativement 2,5% au-dessous de son niveau de la période correspondante de 1989. Ainsi, l'écart par rapport à l'objectif de 2% est de 4,5 points de pourcentage. Le mouvement de recul de la monnaie centrale dessaisonnalisée semble cependant à peu près achevé.

## 2. La politique monétaire suisse en 1991

De 1988 à 1990, l'évolution effective de la monnaie centrale a été chaque année inférieure aux objectifs fixés par la Banque nationale. Ces écarts sont dus principalement à deux causes.

L'écart observé en 1988 a découlé essentiellement du recul que les avoirs en comptes de virements ont enregistré après la révision des dispositions légales sur les liquidités bancaires et la mise en service du système électronique de paiements interbancaires SIC. Du fait de ces deux innovations, la Banque nationale avait considéré son objectif monétaire pour 1988 uniquement comme la limite supérieure à ne pas dépasser et estimé qu'elle avait une forte probabilité de ne pas atteindre son objectif. Une évolution semblable a été enregistrée en 1989 également.

En outre, l'environnement international a rendu plus difficile la lutte contre l'inflation. L'accélération du renchérissement en Suisse a découlé de la politique monétaire expansionniste que la Banque nationale avait menée en 1987 et dans la première moitié de 1988. Elle a été toutefois renforcée par l'essor, d'une ampleur inattendue, qu'a pris la conjoncture en Europe occidentale à partir du milieu de 1988 et par la baisse du cours du

franc en 1989. Pour ces raisons, la Banque nationale a été amenée, à partir de 1989, à resserrer à plusieurs reprises sa politique monétaire pour lui donner un caractère plus restrictif que le cours prévu par les objectifs annoncés.

Les incertitudes dues à l'environnement international rendront plus difficile, en 1991 également, la conduite de la politique monétaire. Ces prochains mois, le renchérissement marquera probablement un repli en Suisse, grâce à la politique monétaire restrictive. Dans une première phase, le repli sera lent, étant donné que les loyers des logements et de nombreux prix administrés augmenteront encore au premier semestre. Le renchérissement devrait toutefois diminuer à 4% environ jusqu'à la fin de 1991. De même, la croissance du produit intérieur brut réel devrait faiblir nettement. La Banque nationale s'attend à ce que le PIB réel entre dans une phase de stagnation au cours de l'année 1991.

Ces prévisions reposent sur plusieurs hypothèses, notamment sur un prix du baril de pétrole brut qui ne dépasse pas nettement 30 dollars. Si le prix du baril devait augmenter de nouveau fortement, le repli du renchérissement se ferait attendre plus longtemps encore. Une récession ne pourrait alors plus être exclue.

En 1991, la Banque nationale tendra à augmenter la monnaie centrale pour amener celle-ci sur un sentier de croissance à moyen terme. Toutefois, elle continuera à tenir compte des contraintes venant de l'extérieur, contraintes qui réduisent sa marge de manœuvre. Ainsi, elle cherchera à éviter des fluctuations excessives des cours du franc, en particulier vis-à-vis du mark allemand et des autres monnaies du SME. Attendu que les autorités monétaires allemandes poursuivront vraisemblablement leur politique monétaire restrictive, la marge de manœuvre pour une augmentation de la monnaie centrale restera restreinte dans un premier temps. C'est pourquoi la Banque nationale ne s'attend pas à une baisse rapide du niveau des taux d'intérêt en Suisse.

Etant donné l'environnement international incertain, la Banque nationale renonce à fixer, pour 1991, un objectif annuel de croissance en termes de monnaie centrale dessaisonnalisée. Elle conti-

nuera cependant à utiliser cet agrégat comme indicateur principal de la politique monétaire suisse. La monnaie centrale dessaisonnalisée n'est souvent pas un très bon indicateur à court terme, mais elle remplit une fonction utile en tant qu'indicateur avancé; elle fournit en effet des indications sur l'évolution dans deux ou trois ans du renchérissement.

La masse monétaire  $M_1$  offre elle aussi cette caractéristique. Toutefois, elle est encore plus sensible que la monnaie centrale aux taux d'intérêt, si bien que la fixation d'objectifs annuels en termes de  $M_1$  réserverait également des difficultés. Normalement, la masse monétaire  $M_3$  enregistre des fluctuations à court terme qui sont moins fortes que celles des agrégats répondant à des définitions étroites. La qualité de  $M_3$  en tant qu'indicateur avancé du renchérissement laisse cependant à désirer, en l'état actuel des connaissances scientifiques (voir Fischer et Peytrignet, 1990). Pour ces raisons, la Banque nationale renonce à remplacer la monnaie centrale par un autre indicateur. Cet agrégat jouera principalement le rôle d'un indicateur à moyen terme de la politique monétaire. La Banque nationale envisage d'augmenter la monnaie centrale pour l'amener sur son sentier de croissance visé à moyen terme. Le temps que prendra l'agrégat pour rejoindre ce sentier de croissance dépendra de l'évolution des cours de change principalement.

Jusqu'à-là, la Banque nationale partait de l'hypothèse – soumise à intervalles réguliers à des tests – qu'une progression limitée à 2% de la monnaie centrale dessaisonnalisée devait assurer à moyen terme la stabilité du niveau des prix. Un nouvel examen a montré que la croissance monétaire à viser à moyen terme se situe dorénavant plutôt à 1%. Deux facteurs ont incité à cette adaptation. Les innovations dans le trafic des paiements semblent avoir quelque peu réduit le rythme de l'augmentation de la demande de billets de banque et, partant, de monnaie centrale. En outre, le poids des billets en circulation au sein de la monnaie centrale s'est accru après la révision des dispositions régissant les liquidités bancaires et l'introduction du système de paiements interbancaires SIC. L'expérience montre que la progression des avoirs en comptes de virements qui résulte de la croissance potentielle de l'économie suisse

est en pourcentage plus forte que celle des billets en circulation. Par conséquent, il est nécessaire, vu le poids accru des billets en circulation, de réduire légèrement la progression, visée à moyen terme, de la monnaie centrale.

Ces réflexions sur la croissance de la monnaie centrale dessaisonnalisée qui est visée à moyen terme n'impliquent évidemment pas que la Banque nationale doive augmenter cet agrégat de 1% chaque année. Selon les circonstances, des écarts temporaires par rapport au sentier de croissance visé à moyen terme peuvent être judicieux. La demande de monnaie réagit nettement aux variations des taux d'intérêt en Suisse (voir ci-dessus). En cas d'accélération du renchérissement en Suisse, la hausse des taux d'intérêt qui est enregistrée si la croissance de la monnaie centrale ajustée reste constante n'est pas toujours suffisamment forte pour donner l'efficacité nécessaire à la politique restrictive de la Banque nationale. La politique monétaire restrictive perd de son efficacité notamment lorsqu'une baisse du franc sur les marchés des changes ou un vif essor de la conjoncture à l'étranger vient attiser les poussées qui s'exercent sur les prix en Suisse. Dans de telles circonstances, il est judicieux de maintenir temporairement la monnaie centrale au-dessous de son sentier de croissance à moyen terme pour accentuer la hausse des taux d'intérêt. A l'inverse, il peut être nécessaire d'imprimer une progression plus forte à l'agrégat monétaire, si les taux d'intérêt et le renchérissement reculent.

#### Bibliographie

Andreas Fischer et Michel Peytrignet: «Are Larger Monetary Aggregates Interesting? Some Exploratory Evidence for Switzerland Using Feedback Models», *Revue suisse d'économie politique et de statistique*, no 126, décembre 1990.

## La politica monetaria della Banca nazionale nel 1990 e nel 1991

### 1. Sguardo retrospettivo sulla politica monetaria nel 1990

Nel 1990, l'evoluzione dell'economia svizzera ha solo parzialmente corrisposto alle aspettative della Banca nazionale. La crescita reale del prodotto interno lordo non si è scostata significativamente dalle previsioni formulate dalla Banca nazionale al momento della fissazione dell'obiettivo monetario per il 1990. Per contro, il rincaro è salito oltre il previsto. Inizialmente, gli impulsi addizionali al rincaro sono derivati principalmente dalla debolezza del franco svizzero, che alla fine del 1989 aveva assunto dimensioni allarmanti. Verso l'inizio del 1990, la Banca nazionale ha nuovamente inasprito la propria politica monetaria per arrestare la debolezza del franco. Temeva che le pressioni al rincaro originate dal commercio estero si propagassero al resto dell'economia. La Banca nazionale, per assicurare l'efficacia della politica di lotta al rincaro sul fronte esterno, ha tuttavia dovuto pagare un tributo, permettendo ai tassi del mercato monetario svizzero di inalzarsi oltre quelli tedeschi. Questa costellazione dei tassi si è mantenuta fino alla fine di agosto.

L'accresciuto orientamento della politica monetaria sui tassi di cambio non ha immediatamente moderato le pressioni ascensionali sui prezzi in Svizzera. Certo, fin dall'inizio del 1990, il franco svizzero, ha ricominciato a apprezzarsi, moderando sostanzialmente il rincaro d'origine esterna. L'irrigidimento della politica monetaria ha tuttavia condotto a un terzo e a un quarto aumento generalizzato dei tassi ipotecari. Questi rialzi hanno provocato fasi di spinte addizionali sul rincaro domestico, poichè i canoni d'affitto, che in Svizzera sono collegati con i tassi ipotecari nell'ambito della protezione degli inquilini, sono aumentati. L'incremento dei canoni d'affitto, risultato del 9,6% alla fine del 1990 rispetto alla fine del 1989, è in larga misura responsabile dell'imprevisto e rapido aumento del rincaro.

L'aumento dei prezzi del petrolio in seguito all'invasione del Kuwait da parte dell'Irak ha a sua

volta accresciuto le pressioni al rialzo sui prezzi. In Svizzera, i prezzi domestici della benzina e dell'olio combustibile reagiscono solo con lieve ritardo alle variazioni delle quotazioni sul mercato petrolifero di Rotterdam. L'incremento dei prezzi del petrolio si è dunque ripercosso più rapidamente e più palesemente sull'indice dei prezzi al consumo in Svizzera che non nella maggior parte degli altri paesi industrializzati. Nel mese di ottobre 1990 il tasso di rincaro su dodici mesi è salito al 6,4%, un livello non più raggiunto dal 1981. Grazie a un ribasso dei prezzi del petrolio, nel mese di novembre, si è di nuovo ridotto lievemente, situandosi al 6,1%.

Fin dai primi mesi del 1990, la Banca nazionale si è resa conto che la propria politica del tasso di cambio non era conforme all'obiettivo di crescita della base monetaria destagionalizzata posto al 2%. Ha mantenuto per tutto l'anno le disponibilità in conto giro delle banche e società finanziarie attorno ai 3 miliardi di franchi. Il volume delle banconote in circolazione si è tuttavia ridotto. Per esperienza, è molto sensibile alle variazioni dei tassi d'interesse, in particolare a quelli serviti sui depositi a risparmio. L'orientamento sui tassi di cambio della politica monetaria ha provocato un marcato aumento dei tassi d'interesse e il volume delle banconote in circolazione, invece di crescere come previsto, si è contratto. La riduzione della base monetaria ha così principalmente riflettuto l'inasprimento della politica monetaria verso l'inizio del 1990.

La Banca nazionale era consapevole che il maggiore impegno nel sostenere il tasso di cambio non fosse esente da pericoli. In particolare, la compressione della crescita monetaria connessa con la difesa del cambio, a medio termine, avrebbe potuto condurre a un'indesiderato e consistente rallentamento congiunturale dell'economia svizzera. Pertanto, durante il mese d'agosto, quando il franco svizzero ha mostrato una tendenza a un sensibile apprezzamento, la Banca nazionale ha deciso di sfruttare il margine d'azione resosi disponibile, permettendo ai tassi d'interesse sul mercato monetario svizzero di

scendere al disotto di quelli tedeschi. Un'espansione transitoria delle disponibilità in conto giro è stata sufficiente a consentire questa diminuzione. Dopo il rialzo del tasso lombardo da parte della Deutsche Bundesbank, all'inizio di novembre, i tassi monetari svizzeri sono di nuovo cresciuti, pur rimanendo inferiori a quelli tedeschi.

Sebbene a estate inoltrata la Banca nazionale si sia sforzata di allentare leggermente il grado di restrizione della politica monetaria, anche alla fine del 1990, la base monetaria stagionalizzata è risultata inferiore al suo livello di un anno prima. In media, nel quarto trimestre 1990, la base monetaria stagionalizzata è diminuita di circa il 2,5% rispetto al quarto trimestre 1989, situandosi di 4,5 punti percentuali sotto l'obiettivo di crescita del 2%. La contrazione della base monetaria sembra tuttavia quasi conclusa.

## 2. La politica monetaria nel 1991

Nel periodo 1988-1990, la crescita effettiva della base monetaria stagionalizzata si è regolarmente situata al disotto dell'obiettivo stabilito dalla Banca nazionale. Due motivi sono all'origine del decremento rispetto all'obiettivo.

Nel 1988, lo scarto negativo rispetto all'obiettivo è dipeso principalmente dalla riduzione delle disponibilità in conto giro prodotta dalla revisione delle prescrizioni sulle liquidità bancarie e dall'introduzione del sistema elettronico di pagamenti interbancari (SIC). Per questo motivo, la Banca nazionale ha considerato l'obiettivo per il 1988 unicamente come un limite superiore per l'espansione monetaria, prevedendo che sarebbe stato difficilmente raggiunto. Un simile sviluppo si è prodotto anche nel 1989.

In secondo luogo, la situazione internazionale ha ostacolato la lotta all'inflazione. In Svizzera, l'aumento del rincaro è stato provocato dalla politica monetaria espansiva della Banca nazionale durante il 1987 e la prima metà del 1988. Fu tuttavia accentuato dall'imprevista forte ripresa congiunturale nell'Europa occidentale, sviluppatasi nel 1988, e dal deprezzamento del franco nel 1989. Per questi motivi nel 1989 la Banca nazionale è stata nuovamente costretta a inasprire la politica

monetaria rispetto all'obiettivo d'espansione annunciato.

Le incertitudini derivanti dalla situazione internazionale ostacoleranno anche nel 1991 la politica della Banca nazionale. In Svizzera, il rincaro dovrebbe moderarsi nei prossimi mesi per effetto della politica monetaria restrittiva. In un primo momento, diminuirà solo lentamente poiché nella prima metà del 1991 i canoni d'affitto e numerosi prezzi sottoposti a controllo pubblico subiranno nuovi incrementi. Entro la fine del 1991, il rincaro dovrebbe tuttavia scendere a circa il 4%. Anche la crescita reale del prodotto interno lordo dovrebbe indebolirsi sensibilmente. La Banca nazionale prevede una stagnazione in termini reali del prodotto interno lordo nel corso del 1991.

Queste previsioni si fondano, tra l'altro, sull'ipotesi che il prezzo del petrolio non oltrepassi in modo sostanziale i 30 dollari per barile. Se il prezzo del barile dovesse nuovamente aumentare in modo consistente, la diminuzione del rincaro ne sarebbe ritardata. In questo caso, una recessione non potrebbe più essere esclusa.

Nel 1991 la Banca nazionale intende espandere la base monetaria, orientandosi su un sentiero di crescita a medio termine. Tuttavia, terrà ancora conto dei condizionamenti economici esterni, che limitano il raggio d'azione della politica monetaria. Eviterà eccessive fluttuazioni del tasso di cambio, in particolare nei confronti del marco tedesco e delle altre monete appartenenti allo SME. Ammesso che le autorità monetarie tedesche mantengano la loro politica restrittiva, il margine disponibile per un'aumento della base monetaria dovrebbe, inizialmente, rimanere limitato. Perciò la Banca nazionale non prevede una rapida diminuzione del livello dei tassi d'interessi svizzeri.

La Banca nazionale, vista l'incerta situazione internazionale, rinuncia a fissare un obiettivo di crescita annuale della base monetaria stagionalizzata per il 1991. Continua tuttavia a considerarla il principale indicatore della politica monetaria. La base monetaria, sebbene sia poco affidabile quale indicatore a breve termine, assolve un'utile funzione come indicatore anticipatore, fornendo informazioni sull'andamento del tasso di rincaro nei prossimi due-tre anni.



Questo è valido anche per la massa monetaria  $M_1$ . Essa è tuttavia ancora più sensibile della base monetaria alle variazioni dei tassi d'interesse e dunque stabilire obiettivi annuali per  $M_1$  creerebbe ugualmente difficoltà. Di norma, la massa monetaria  $M_3$ , nel breve periodo, fluttua in modo meno marcato degli aggregati di stretta definizione. Tuttavia, sulla base delle conoscenze attuali della Banca nazionale (cfr. Fischer/Peytrignet, 1990), la qualità della massa monetaria  $M_3$  come indicatore anticipatore lascia alquanto a desiderare. Per queste ragioni, la Banca nazionale rinuncia a sostituire la base monetaria con una nuova grandezza di riferimento. Questo aggregato assumerà essenzialmente il ruolo di indicatore monetario a medio termine. La Banca nazionale si propone di espandere la base monetaria in conformità con il sentiero di crescita desiderato a medio termine. La rapidità con cui la base monetaria si avvicinerà a questa direttrice di crescita dipenderà in special modo dalla situazione sul mercato dei cambi.

Finora, la Banca nazionale ha ritenuto che un aumento annuale limitato al 2% della base monetaria garantisca a medio termine la stabilità del livello dei prezzi. Una recente verifica di questa ipotesi, che è stata ripetutamente riesaminata negli scorsi anni, ha permesso di concludere che l'espansione desiderabile a medio termine della base monetaria dovrebbe situarsi piuttosto attorno all'1%. Due motivi militano a favore di questo aggiustamento. Da un lato, le innovazioni nel sistema dei pagamenti sembrano aver leggermente rallentato la crescita tendenziale della domanda di banconote e quindi di base monetaria. Dall'altro, la proporzione delle banconote in circolazione nella base monetaria è aumentata in seguito alla revisione delle prescrizioni sulle liquidità bancarie e all'introduzione del sistema di pagamenti interbancari SIC. Per esperienza, l'aumento delle disponibilità in conto giro, che risulta dalla crescita potenziale dell'economia svizzera, è percentualmente maggiore di quello delle banconote in circolazione. Il maggiore peso delle banconote in circolazione richiede una leggera diminuzione della crescita monetaria desiderabile a medio termine.

Le considerazioni sulla crescita auspicabile a medio termine della base monetaria destagionaliz-

zata non significano che la Banca nazionale deve espandere questo aggregato dell'1% ogni anno. Secondo le circostanze, temporanee deviazioni dalla direttrice di crescita a medio termine possono essere opportune. Come abbiamo visto sopra, la domanda di base monetaria reagisce marcatamente alle variazioni dei tassi d'interesse svizzeri. Nel caso di un'accelerazione del rincaro domestico, l'aumento dei tassi d'interesse provocato da una crescita costante della base monetaria può rivelarsi insufficiente per conferire la necessaria efficacia alla politica restrittiva della Banca nazionale. L'efficacia della politica monetaria restrittiva si riduce in particolare quando un'indebolimento del franco o una forte ripresa congiunturale all'estero accentuano le pressioni ascensionali sui prezzi in Svizzera. Sulla base di queste premesse è sensato situare temporaneamente la crescita monetaria al disotto del sentiero d'espansione a medio termine per rafforzare un aumento dei tassi d'interesse. Al contrario, può dimostrarsi necessario un incremento superiore di quello auspicato a medio termine se i tassi d'interesse e il rincaro diminuiscono.

#### Bibliografia

Fischer, Andreas e Michel Peytrignet (1990): «Are Larger Monetary Aggregates Interesting? Some Exploratory Evidence for Switzerland Using Feedback Models». *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*. 126, dicembre.

## Monetary policy in 1990 and 1991

---

### 1. Monetary policy in 1990 in retrospect

The development of the Swiss economy in 1990 came only partially up to the expectations of the Swiss National Bank. The growth of real gross domestic product largely conformed to the forecasts made by the Swiss National Bank when setting the money supply target for 1990. Inflation, on the other hand, rose more markedly than expected. Initially, the additional inflationary stimuli derived mainly from the weakness of the Swiss franc, which gave cause for considerable concern at the end of 1989. At the turn of the year 1989 to 1990 the Swiss National Bank once again saw a need to tighten monetary policy in order to arrest the decline of the Swiss franc. It feared that the inflationary stimuli emanating from the foreign trade sector would spill over into the other sectors of the economy. However, there was a price to be paid for protecting external trade against inflationary effects: Swiss money market rates soared above German levels. This interest rate configuration continued until the end of August.

The increased orientation of monetary policy to the exchange rate did not immediately check the upward trend in prices. Shortly after the start of the new year the Swiss franc began to appreciate once more, and imported inflation fell substantially. The more restrictive monetary course, however, ushered in a third and a fourth round of mortgage rate increases. The rising mortgage rates continued to fuel Swiss inflation – albeit only temporarily – because rents, which are linked to mortgage rates under Swiss tenants protection regulations, began to soar. Higher rents, which at the end of 1990 exceeded the previous year's level by 9.6%, are largely responsible for the stronger than expected surge in inflation.

The increase in oil prices following the invasion of Kuwait by Iraq also put greater upward pressure on prices in Switzerland. Prices for petrol and fuel oil in Switzerland react with only a small time lag to fluctuations in the quotations on the Rotter-

dam oil market. Mounting oil prices therefore impacted on the consumer price index much more rapidly and perceptibly in Switzerland than in most other industrialised countries. In October 1990 the annual inflation rate climbed to 6.4%, a level not reached since December 1981. Thanks to a decline in the oil price, it subsequently receded slightly to 6.1% in November 1990.

The Swiss National Bank already realised in the first few months of 1990 that its exchange rate-oriented monetary policy was not in line with the growth target, set at 2%, for the seasonally-adjusted monetary base. Although it kept the sight deposits of banks and finance companies at approximately Sfr 3 billion throughout the year, note circulation contracted. Experience has shown that note circulation reacts sharply to changes in interest rates, in particular to rates on savings deposits. Since interest rates rose markedly as a result of the exchange rate-oriented monetary policy, note circulation did not increase as predicted, but diminished instead. The reduction of the monetary base therefore reflected mainly the tightening of monetary policy at the turn of the year.

The Swiss National Bank was well aware of the dangers inherent in its exchange rate-oriented monetary policy. It could not rule out the possibility that an exchange rate-induced curb on money supply expansion would, in the medium term, lead to an unnecessarily strong setback in the Swiss economy. When, in August, the Swiss franc began to firm, the Swiss National Bank therefore decided to exploit the extra room for manoeuvre. Consequently, Swiss money market rates again slipped below the German level. Only a temporary expansion of sight deposits was needed to bring about the fall in interest rates. After the German Bundesbank had raised the Lombard rate at the beginning of November, Swiss money market rates moved up once more, though remaining below the German level.

Although the Swiss National Bank made endeavours to relax its restrictive policy somewhat in late summer, the seasonally-adjusted monetary

base again fell short of the previous year's level at the end of 1990. On a fourth-quarter average, the decline in the seasonally-adjusted monetary base from the previous year's level is estimated to be 2,5%; this undershoots the money supply target of 2% by 4,5 percentage points. The decline in the seasonally-adjusted monetary base, however, seems to be drawing to a close.

## 2. Swiss monetary policy in 1991

In the period from 1988 to 1990 the actual expansion of the money supply consistently fell short of the targets set by the Swiss National Bank. This is due to two main reasons.

In 1988, the shortfall was attributable chiefly to the decline in sight deposits following revision of the liquidity requirements for the banks and the introduction of the electronic interbank payments system SIC. The Swiss National Bank thus merely regarded the 1988 target as the upper limit for money supply growth and fully expected it to be undershot. A similar development occurred in 1989.

Moreover, the international environment complicated the battle against inflation. Admittedly, the Swiss National Bank's expansionary monetary policy in 1987 and in the first half of 1988 triggered the rise in Switzerland's inflation rate. It was, however, further boosted by the unexpectedly vigorous economic upswing in western Europe which commenced in mid-1988, as also by the downside of the Swiss franc in 1989. From then onwards the Swiss National Bank thus repeatedly faced the need to tighten its monetary policy in relation to the announced money supply target.

The uncertainties emanating from the international environment will continue to complicate monetary policy for the Swiss National Bank in 1991. In the months ahead, Switzerland's inflation rate is likely to ease again due to a restrictive monetary policy. The decline will be hesitant at first since, in the first half of 1991, rents and numerous administered prices will again be raised. By the end of 1991, however, inflation is expected to have dropped to 4%. A distinct slowdown in

growth of real gross domestic product is also anticipated. The Swiss National Bank actually expects real GDP to stagnate in the course of 1991.

These forecasts rest, among other things, on the assumption that the oil price will not rise substantially above 30 dollars a barrel. Should it begin to soar once more, the decline of inflation will be delayed and a recession could no longer be ruled out.

In 1991, the Swiss National Bank aims to increase the monetary base to approach a medium-term expansion path. It will, however, continue to take into account the restrictions imposed by the international economy, which narrow its monetary scope. Thus it will avoid excessive exchange rate fluctuations, notably vis-à-vis the D-mark and the other EMS currencies. Since the German monetary authorities will probably adhere to their restrictive monetary policy, the possibility for an expansion of the monetary base is likely to remain limited for the time being. For this reason, the Swiss National Bank does not expect a rapid fall in Swiss interest rates.

In view of the uncertain international environment the Swiss National Bank has decided against fixing an annual growth target for the seasonally-adjusted monetary base in 1991. Nevertheless, it continues to employ the seasonally-adjusted monetary base as the main indicator of Swiss monetary policy. Although this aggregate often leaves much to be desired as a short-term indicator, it fulfils a useful function as a leading indicator, i.e. it anticipates the development of inflation over the following two to three years.

The same applies to the money stock  $M_1$  which is, however, even more interest-sensitive than the monetary base. Setting annual targets for  $M_1$  would therefore also prove difficult. The money stock  $M_3$  usually exhibits fewer short-term fluctuations than the narrowly-defined aggregates. However, current research (cf. Fischer/Peytrignet, 1990) shows the quality of the money stock  $M_3$  as a leading indicator of price developments to be inadequate. The Swiss National Bank is therefore not considering substituting another aggregate for the monetary base. This aggregate will serve mainly as a **medium-term** monetary in-

indicator. The Swiss National Bank intends to increase the monetary base to approach the medium-term expansion path envisaged. The speed with which it will move towards this path will depend largely on exchange rate developments.

In the past, the Swiss National Bank regarded an annual expansion of the seasonally-adjusted monetary base of 2% as compatible with medium-term price stability in Switzerland. This assumption was checked regularly. Upon reconsideration, the Swiss National Bank concluded that a medium-term money supply growth of around 1% would be more adequate in future. There are two reasons for this change.

On the one hand, the innovations in the field of payments transactions seem to have somewhat reduced the growth trend in demand for bank notes and thus also for central bank money. On the other hand, note circulation has become relatively more important as a component of the monetary base due to the revised liquidity requirements and the introduction of Swiss Interbank Clearing (SIC). Experience has shown that the growth potential of the Swiss economy leads to a stronger increase – percentage-wise – in sight deposits than in note circulation. The added significance of note circulation thus calls for a slight reduction in money supply expansion aimed at in the medium term.

The considerations in favour of the envisaged medium-term growth of the seasonally-adjusted monetary base do not, however, imply that the Swiss National Bank should increase this aggregate by 1% year by year. Temporary deviations from the medium-term expansion path aimed at may become necessary. As set out above, demand for central bank money is clearly influenced by adjustments in domestic interest rates. In the event of surging domestic inflation the interest rate rise triggered by the steady growth of the seasonally-adjusted monetary base is not always sufficiently pronounced to render the restrictive course of the Swiss National Bank effective. The efficacy of the restrictive monetary policy is particularly impeded when a weak Swiss franc or a vigorous economic upswing abroad exerts increased pressure on prices in Switzerland. Under these circumstances, it may be indicated to tem-

porarily reduce the growth in central bank money below the medium-term expansion path envisaged in order to stimulate interest rate rises. Conversely, it may prove necessary to exceed the expansion path when interest rates and inflation are once more on the decline.

#### **Bibliography**

Fischer, Andreas and Peytrignet, Michel: "Are Larger Monetary Aggregates Interesting? Some Exploratory Evidence for Switzerland Using Feedback Models." *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 126, December 1990.

# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 14. Dezember 1990\*

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

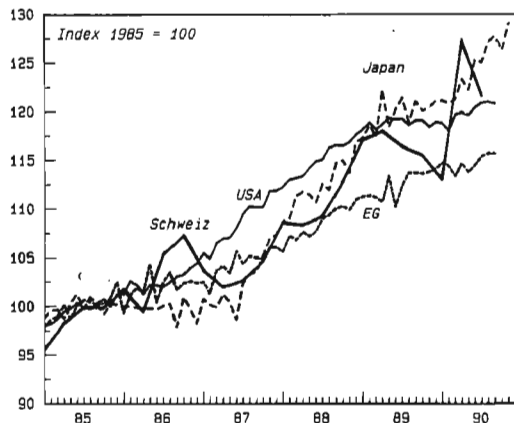
### 1. Ausland

#### Konjunkturentwicklung

Im dritten Quartal 1990 schwächte sich das Wirtschaftswachstum in den meisten grossen Industrieländern ab. Zur konjunkturellen Abkühlung trug nicht nur die restriktive Geldpolitik, sondern auch der mit der Golfkrise verbundene starke Anstieg des Erdölpreises bei. Gemäss ersten Schätzungen wuchs die amerikanische Wirtschaft zwar stärker, als nach der Stagnation im zweiten Quartal erwartet worden war. In verschiedenen Sektoren der Wirtschaft – insbesondere der Bauwirtschaft – verstärkten sich jedoch die Stagnations- und Rezessionssignale. Auch die britische Konjunktur kühlte sich weiter ab. Nachdem die Binnennachfrage deutlich nachgelassen hatte, verlor nun auch der Exportsektor an Dynamik. In den kontinental europäischen Ländern verlief die Konjunktur unterschiedlich. In Westdeutschland setzte sich der vor allem von der Inlandnachfrage getragene Konjunkturaufschwung fort, während die französische und die italienische Wirtschaft deutlich langsamer wuchsen. In Frankreich war die konjunkturelle Abkühlung vor allem auf die geringere Auslandnachfrage, in Italien dagegen auf die nachlassende Investitionstätigkeit zurückzuführen. Die japanische Wirtschaft expandierte im dritten Quartal kräftig. Die wichtigsten konjunkturellen Impulse gingen dabei erneut von der Investitions- und der Konsumnachfrage aus, während sich die Baukonjunktur infolge des starken Anstiegs der Zinssätze etwas abkühlte.

In den Vereinigten Staaten führte die konjunkturelle Verlangsamung zu einem Rückgang der Be-

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

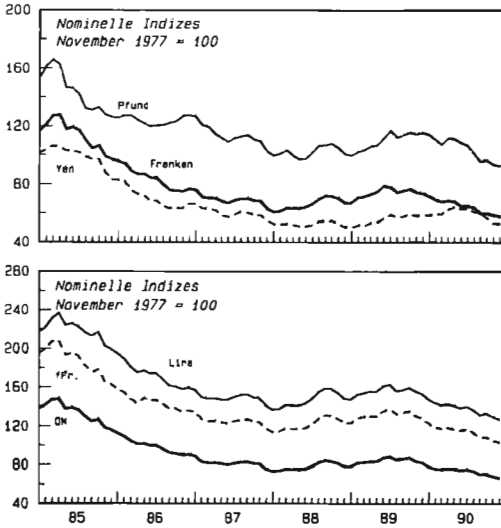
schäftigung, so dass die Arbeitslosigkeit deutlich zunahm. In den EG-Ländern entwickelte sich die Arbeitslosenquote unterschiedlich: Während die Zahl der Arbeitslosen in Grossbritannien leicht stieg, ging sie in Westdeutschland weiter zurück. In den meisten übrigen EG-Ländern blieb die Arbeitslosenquote unverändert.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerungsrate der OECD-Länder stieg in den Monaten Juni bis September von 6,0% auf 7,0%. Im September betrug der monatliche Preisanstieg 1,1%, gegenüber 0,3% im Juni. Der starke Preisauftrieb ist vor allem auf die massive Verteuerung des Erdöls zurückzuführen. Zwischen Juni und September stieg der Rohölpreis von rund 16 Dollar pro Barrel auf etwa 33 Dollar; im dritten Quartal 1989 hatte er durchschnittlich 17 Dollar pro Barrel betragen.

Gemäss Schätzungen der OECD wuchs das reale Bruttosozialprodukt der Industrieländer im Jahre 1990 um 2,8%, gegenüber 3,4% im Vorjahr. Für das Jahr 1991 rechnet die OECD mit einem Rückgang des Wirtschaftswachstums auf

\* Der Bericht wurde Mitte November abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im August, September und Oktober 1990 bekannt wurden.

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



durchschnittlich 2,1%. Konjunkturdämpfend wirken vor allem die höheren Zinssätze und der gestiegene Erdölpreis.

### **Wirtschaftspolitik**

Die meisten Industrieländer hielten im dritten Quartal an ihrer restriktiven Geldpolitik fest, so dass die kurzfristigen Zinssätze im OECD-Raum hoch blieben oder sogar nochmals leicht stiegen. Angesichts der kräftigen Konjunktur und der steigenden Inflationsgefahr verknappte die Deutsche Bundesbank die Liquidität des Bankensystems. Anfang November passte sie den offiziellen Lombardsatz an das gestiegene Zinsniveau an, indem sie ihn um einen halben Prozentpunkt auf 8,5% erhöhte. Die Banque de France lockerte dagegen ihren geldpolitischen Kurs etwas, nachdem die Geldmarktsätze im dritten Quartal leicht gestiegen waren. Mitte Oktober setzte sie den Mindestreservesatz der Banken herab, und Ende Oktober senkte sie ihre Interventionssätze um einen viertel Prozentpunkt. Die französische Zentralbank nutzte damit den geldpolitischen Spielraum, der sich aus der Stärke des Franc innerhalb des Europäischen Währungssystems sowie dem langsamen Geldmengenwachstum ergab. Auch

die amerikanischen Währungsbehörden verflüssigten den Geldmarkt Ende Oktober, nachdem sie ihren geldpolitischen Kurs bereits zu Beginn des dritten Quartals gelockert hatten. In der Folge gingen die kurzfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten leicht zurück. Die japanische Geldpolitik blieb dagegen restriktiv: Die Geldmarktsätze stiegen weiter, und auch die langfristigen Zinssätze, die im zweiten Quartal vorübergehend gesunken waren, zogen kräftig an. Ende August hob die Bank von Japan den offiziellen Diskontsatz um dreiviertel Prozentpunkt auf 6% an.

Am 6. Oktober trat Grossbritannien dem Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) bei. Gleichzeitig senkte die Bank von England ihren Interventionsatz, so dass die Geschäftsbanken in der Folge den Basiszinssatz – den Zinssatz für erstklassige Schuldner – um einen Prozentpunkt auf 14% zurücknahmen. Die Zinssenkung erfolgte vor dem Hintergrund eines deutlich langsameren Geldmengenwachstums und einer weiteren konjunkturellen Abkühlung.

Nach langem Tauziehen verabschiedete der amerikanische Kongress das Budget für das Fiskaljahr 1991 (Beginn: Oktober 1990). Es sieht für das Jahr 1991 einen Fehlbetrag von rund 260 Mrd. Dollar vor. Durch Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen sollen ausserdem die jährlichen Defizite bis zum Jahre 1995 um insgesamt fast 500 Mrd. Dollar gesenkt werden.

### **Devisenmarkt**

Die Talfahrt des Dollars, die Anfang April dieses Jahres begonnen hatte, setzte sich in den Monaten August bis November weiter fort. Aufkeimende Rezessionsängste in den Vereinigten Staaten trugen zu dieser Kursentwicklung an den Devisenmärkten bei. Diese Ängste wurden durch die Golfkrise, die geplanten Budgetkürzungen und die schwierige Lage, in der sich wichtige Zweige der amerikanischen Wirtschaft befinden, genährt.

Am stärksten wertete sich der Dollar gegenüber dem japanischen Yen (11,2%) und am schwäch-

## Die Leitkurse des EWS (Preis des Ecu in der jeweiligen Währung)

Währung	Leitkurse		Mittelkurs des Pfundes
	neu ab 8.10.1990	Stand 8.1.1990	
Deutsche Mark	2,05586	2,04466	2,95000
Belg./Lux. Franken	42,4032	42,1679	60,8541
Dänische Krone	7,84195	7,79845	11,2526
Französischer Franken	6,89509	6,85684	9,89389
Irishes Pfund	0,767417	0,763159	1,10118
Italienische Lira	1538,24	1529,70	2207,25
Holländischer Gulden	2,31643	2,30358	3,32389
Spanische Peseta	133,631	132,889	191,750
Griechische Drachme*	205,311	187,934	–
Portugiesischer Escudo*	178,735	177,743	–
Britisches Pfund	0,696904	0,728615	1,0

\* Währungen, die im Währungskorb enthalten sind, aber nicht am Wechselkursmechanismus teilnehmen.

sten gegenüber der italienischen Lira (3,7%) ab. Gegenüber den übrigen EWS-Währungen verlor der Dollar um durchschnittlich 5,6% und gegenüber dem Schweizer Franken um 6,2% an Wert. Die täglichen Kursschwankungen des Dollars nahmen im Vergleich zu den vier vorangegangenen Monaten wieder leicht zu. Sie betragen in den Monaten August bis November auf Jahresbasis hochgerechnet zwischen 9–14%.

Auch im Vorjahresvergleich wurde der amerikanische Dollar gegenüber den Währungen des EWS (16,7 bis 19,6%), dem britischen Pfund (21,7%) und dem Schweizer Franken (21,9%) deutlich tiefer bewertet. Lediglich gegenüber dem japanischen Yen blieb die Abwertung gering.

Auf handelsgewichteter Basis verlor der Dollar im dritten Quartal nominal um 4,7% und real um 4,0% an Wert im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode. Noch größer war der Kursrückgang des Yen, der auf handelsgewichteter Basis nominal 6,7% und real 9,4% betrug. Demgegenüber lagen die D-Mark (nominal um 5,2%, real um 2,5%) und der Schweizer Franken (nominal um 8,0%, real um 7,8%) über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Nach dem Beitritt Grossbritanniens zum EWS sind mit Ausnahme der griechischen Drachme und des portugiesischen Escudo alle EG-Währungen am Interventionsmechanismus des EWS beteiligt. Auf Vorschlag des EG-Wahrungsausschusses wurden die in ECUs ausgedruckten Leitkurse der EWS-Währungen per 8. Oktober

1990 geringfügig geändert und derjenige des Pfundes auf 0,696904 Pfund pro ECU festgelegt. Dies entspricht gegenüber der D-Mark einem Mittelkurs von 2,95 D-Mark pro Pfund. Die neuen Leitkurse sind in der untenstehenden Tabelle zusammengestellt. Um seine Integration in das EWS zu erleichtern, wurde dem Pfund vorübergehend die erweiterte Bandbreite von  $\pm 6\%$ , die zur Zeit auch noch für die spanische Peseta gilt, zugestanden. Dies entspricht beispielsweise gegenüber der D-Mark einem oberen Interventionspunkt von 3,132 DM/Pfund und einem unteren Interventionspunkt von 2,778 DM/Pfund. Nachdem sich das Pfund vor allem im zweiten Quartal infolge der Gerüchte über den bevorstehenden Beitritt zum EWS gegenüber der D-Mark stark aufgewertet hatte, blieb sein Wert in den Monaten August bis November gegenüber der D-Mark praktisch stabil in der Nähe des EWS-Mittelkurses.

Innerhalb des EWS schwächte sich die italienische Lira in den Monaten August bis November vor allem gegenüber der D-Mark ab. Die Banca d'Italia und die Deutsche Bundesbank mussten mehrmals intervenieren, um die italienische Währung innerhalb der Bandbreite des EWS zu halten.

Am Treffen der Staats- und Regierungschefs der Europäischen Gemeinschaft (EG) in Rom vom 27. Oktober wurden Vorbereitungen getroffen, um die zweite Stufe auf dem Weg zur Wirtschafts- und Wahrungunion (WWU), die im wesentlichen den Aufbau einer europäischen Zen-

tralbank vorsieht, Anfang 1994 einzuleiten. Dieser Zeitplan gilt allerdings nur, falls bis dahin der Binnenmarkt der EG vollendet und der Vertrag zur WWU ratifiziert ist. Ferner muss sichergestellt werden, dass die landeseigenen Zentralbanken nicht zur Finanzierung der Haushaltsdefizite herangezogen werden können.

### ***Internationale Verschuldung und wirtschaftspolitische Zusammenarbeit***

Die Anfang 1989 lancierte neue Strategie zur Entlastung der hochverschuldeten Länder (Brady-Initiative) kam im Jahre 1990 ins Stocken. Ein Grund dafür waren die wachsenden Zahlungsrückstände der Schuldnerländer gegenüber den Gläubigerbanken. Diese verdreifachten sich seit März 1989 auf insgesamt 22 Mrd. Dollar. Der weitaus grösste Teil davon entfällt auf Argentinien (7,3 Mrd.), Brasilien (7,1 Mrd.) und Peru (3 Mrd.). Angesichts dieser Entwicklung weigerte sich der Internationale Währungsfonds (IWF), Brasilien einen neuen Beistandskredit in Höhe von 2 Mrd. Dollar auszusuchen, bevor die Frage der Zinsrückstände gelöst ist. Der IWF wich damit von seiner ursprünglichen Absicht ab, im Rahmen der Brady-Initiative selbst denjenigen Schuldnerländern Kredite zu gewähren, die gegenüber den Gläubigerbanken Zahlungsrückstände aufwiesen. Die Umschuldungsverhandlungen Brasiliens, die im Oktober aufgenommen wurden, sind besonders schwierig. Einerseits räumt die brasilianische Regierung der Sanierung der Wirtschaft Priorität vor der Bedienung der Aussenschuld ein; andererseits können die mit finanziellen Schwierigkeiten kämpfenden amerikanischen Banken bei der Frage der Zinsrückstände keine Kompromisse eingehen.

Der Pariser Club, die Organisation der Gläubigerländer, erleichterte im Sommer Ländern mit einem Einkommen im unteren Mittelbereich (lower middle income countries) die Umschuldungsbedingungen. Bis dahin unterschied der Pariser Club nur zwei Schuldnerkategorien, nämlich Länder, die zu normalen Konditionen behandelt werden, und die ärmsten Schuldnerländer (vor allem afrikanische Staaten), denen seit dem Wirtschaftsgipfel von Toronto im Jahre 1988 günstigere Bedingungen gewährt werden. Der neuen

dritten Ländergruppe soll künftig bei der Umschuldung von Entwicklungskrediten eine Rückzahlungsfrist von 20 Jahren und eine amortisationsfreie Frist von 10 Jahren zugestanden werden. Der Zinssatz, der bei den Entwicklungskrediten unter dem Marktzinsniveau liegt, soll während der ganzen Zeit unverändert bleiben. Bei der Umschuldung der übrigen öffentlich garantierten Kredite, die zu Marktzinsen gewährt werden, wird eine Rückzahlungsfrist von 15 Jahren mit acht Freijahren eingeräumt. Im Falle der ärmsten Schuldnerländer beträgt beispielsweise die Laufzeit der umgeschuldeten Entwicklungshilfekredite 25 Jahre, wobei während 14 Jahren keine Amortisationen fällig sind. Welche Länder der neuen Gruppe angehören, soll von Fall zu Fall anhand bestimmter Kriterien wie des Pro-Kopf-Einkommens, des Anteils öffentlicher Schulden an der gesamten Aussenschuld und des Verschuldungsgrades geprüft werden. Als erste Länder wurden Marokko und Honduras in die neue Schuldnerkategorie aufgenommen.

Im Zuge der wirtschaftlichen Öffnung Osteuropas traten zwei weitere osteuropäische Länder, die Tschechoslowakei und Bulgarien, den Institutionen von Bretton Woods, d.h. dem Internationalen Währungsfonds und der Weltbank bei. Die Schweiz hatte Anfang Juni ein Beitrittsgesuch eingereicht. In der Folge setzte der IWF einen Mitgliedschaftsausschuss ein, der die Höhe der Quote (Kapitalanteil) vorschlagen soll. Stimmt die Schweiz diesem Vorschlag zu, wird die Quote vom Gouverneursrat des IWF formell verabschiedet. Die Quote ist nicht nur für die finanziellen, sondern auch für die organisatorischen Beziehungen mit dem Fonds, insbesondere die Einsitznahme in das 22köpfige Exekutivdirektorium massgebend. Obwohl alle Mitgliedländer des IWF einen Beitritt der Schweiz grundsätzlich begrüßen, sind die Verhandlungen erwartungsgemäss schwierig. Die Quotenvorstellungen der Schweiz unterstützen vor allem grosse Industrieländer, während eine Reihe mittlerer und kleinerer Länder, die entweder mit der eigenen Quote unzufrieden sind oder eine Verschlechterung ihrer Position durch einen schweizerischen Beitritt befürchten, nicht einverstanden sind.

Zur Finanzierung der wirtschaftlichen Schäden, welche die Golfkrise in einer Reihe von Ländern



(darunter insbesondere Ägypten, Jordanien und die Türkei) verursacht und die in den Jahren 1990 und 1991 auf 13,5 Mrd. Dollar geschätzt werden, wurde im September in Washington eine «golf crisis coordination group» gebildet. Die Mehrheit der OECD-Länder wird zur Deckung dieses zusätzlichen Finanzbedarfs Mittel beisteuern. Der Löwenanteil wird jedoch von den erdölproduzierenden Ländern der Golfregion aufgebracht werden. Die Schweiz hat einen Beitrag in der Größenordnung von 100 Mio. Dollar zugesagt. Auch der IWF beschloss, Ländern, die unter den Auswirkungen der Golfkrise besonders leiden, Hilfe zu gewähren. Er will dazu die normale Kredittranchenpolitik, die beiden Strukturanpassungsfazilitäten SAF und ESAF sowie die Fazilität zur Kompensierung von Exporterlösausfällen und unerwarteten externen Störungen (CCFF), die zum Teil angepasst werden müssen, einsetzen.

Mitte September zahlte Ungarn den Überbrückungskredit von 280 Mio. Dollar, den die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich Mitte Juni 1990 gewährt hatte, vollständig zurück. Die Nationalbank hatte sich an diesem Kredit mit einer Substitutionszusage von 5 Mio. Dollar beteiligt. Anfang Oktober leistete Jugoslawien die letzte Amortisationszahlung für einen mittelfristigen Kredit in Höhe von 80 Mio. Dollar, den die Nationalbank im Jahre 1983 gewährt hatte. Der Kredit, der mit einer Bundesgarantie versehen war, ist damit vollständig getilgt.

## 2. Schweiz

Das starke Wirtschaftswachstum hielt in der Schweiz auch im dritten Quartal 1990 unvermindert an, obwohl die Zeichen einer konjunkturellen Abschwächung immer deutlicher werden. Das reale Bruttoinlandsprodukt wuchs gegenüber der Vorjahresperiode wie schon im zweiten Quartal um 3%. Die Nachfrage aus dem In- wie aus dem Ausland war stark. Der private Konsum nahm vor allem dank den Ausgaben für Dienstleistungen kräftig zu. Die Anlageinvestitionen expandierten angesichts des hohen Wachstums der Ausrüstungsinvestitionen stärker als in der Vorperiode. Auch die Güterausfuhren erhielten nach einem schwächeren Wachstum im zweiten Quartal wieder Auftrieb.

Die Inflation beschleunigte sich in der Schweiz als Folge des Anstiegs der Erdölpreise erneut. Der Konsumentenpreisindex lag deshalb im dritten Quartal um 5,8% über dem Vorjahreswert, nachdem im zweiten Quartal der Teuerungsdruck leicht nachgelassen hatte (4,9%). Die Jahresteu-erung stieg im Oktober um 6,4% und im November um 6,1%.

Der Arbeitsmarkt blieb auch im dritten Quartal angespannt. Die Beschäftigung nahm wiederum zu. Es wurden vor allem ausländische Arbeitnehmer zusätzlich beschäftigt. Allerdings stieg die Zahl der Arbeitslosen saisonbereinigt leicht und die der offenen Stellen sank weiter.

Die Zahl der Indikatoren, die auf ein langsames Wirtschaftswachstum hindeuten, nahm zu. Die Ertragslage in der Industrie verschlechterte sich im dritten Quartal. Die Industrieunternehmen erwarten zukünftig einen schleppenden Geschäftsverlauf. Bestellungseingang und Auftragsbestand stagnierten oder sanken in den meisten Branchen. Die gewährten Baukredite wuchsen langsamer; im Bereich Einfamilienhausbau waren sie sogar rückläufig. Einzig die Unternehmer im Detailhandel rechnen erneut mit einer Umsatzzunahme, insbesondere bei den nichtdauerhaften Konsumgütern. Die Konsumenten schätzen jedoch die Wirtschaftsaussichten wesentlich pessimistischer ein und rechnen damit, dass sich ihre zukünftige finanzielle Lage weiter verschlechtern wird. Der Konjunkturtest der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF-ETH) ergab, dass die Unternehmen mit einer Entspannung auf dem Arbeitsmarkt rechnen.

Der Schweizer Franken wertete sich im Laufe des dritten Quartals 1990 gegenüber den Währungen der wichtigsten Industrieländer, ausser gegenüber dem japanischen Yen, auf. Auch der exportgewichtete reale Wechselkurs gewann an Wert. Er lag im dritten Quartal 1990 um 7,8% über dem Wert der Vorjahresperiode.

Die Nationalbank hielt trotz der sich abzeichnenden konjunkturellen Abschwächung im dritten Quartal an der restriktiven Geldpolitik fest, da die Inflationsgefahr noch nicht gebannt ist. Als der Schweizer Franken im August erneut zur Stärke zu neigen begann, beschloss die Nationalbank je-

doch, den dadurch gewonnenen Spielraum auszunützen. In der Folge sanken die schweizerischen Geldmarktsätze wieder unter jene in Deutschland. Für den Zinsrückgang war nur eine vorübergehende Ausweitung der Giro Guthaben notwendig. Nachdem die Deutsche Bundesbank den Lombardsatz Anfang November erhöht hatte, stiegen die schweizerischen Geldmarktsätze wieder leicht, blieben aber unter jenen in Deutschland. Die Giro Guthaben der Banken entsprachen daher mit durchschnittlich 3,05 Mrd. Franken ungefähr dem Niveau des zweiten Quartals. Der Notenumlauf lag weiterhin deutlich unter dem Stand des vierten Quartals 1989. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge sank auf Jahresbasis hochgerechnet um 3,5% gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1989).

Die Zinsstruktur blieb im dritten Quartal invers. Die Differenz der Geld- und Kapitalmarktzinsen verringerte sich, vor allem weil die kurzfristigen Sätze sanken. Am Kapitalmarkt blieben im Durchschnitt die Renditen der Eidgenössischen

Obligationen und der neu emittierten Kassenobligationen der Banken im dritten Quartal unverändert; sie stiegen jedoch im Verlauf von September und Oktober an. Während die durchschnittlichen Zinssätze auf Spareinlagen bei den Kantonalbanken von Mai bis September bei 4,7% verharrten, stiegen die von den Kantonalbanken belasteten Zinssätze für Neuhypotheken auf 7,5% und für Althypotheken auf 6,4%.

Die von den Grossbanken angekündigte vierte Erhöhung der Hypothekarzinsen auf den 1. November löste eine Diskussion aus, die Zinsen auf Hypothekarkrediten mit einem Dringlichen Bundesbeschluss einer konjunktur- oder wettbewerbspolitischen Preisüberwachung zu unterstellen. Der Nationalrat und der Ständerat stimmten Anfang Oktober einer vorübergehenden, wettbewerbspolitischen Preisüberwachung zu. Sie obliegt dem Preisüberwacher, der nach eingehender Konsultation mit der Nationalbank und der eidgenössischen Bankenkommission handelt.

**B. Die Wirtschaftsentwicklung  
in den wichtigsten Industrieländern**

**Vereinigte Staaten**

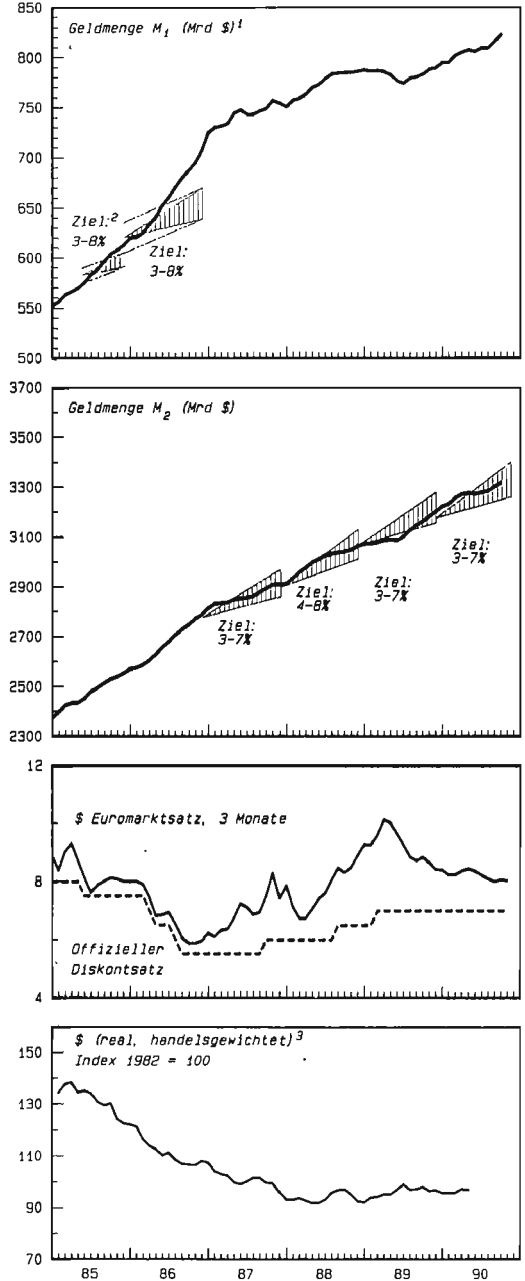
Die amerikanische Wirtschaft setzte gemäss provisorischen Schätzungen im dritten Quartal ihr mässiges Wachstum fort. Das reale Bruttosozialprodukt nahm gegenüber dem Vorquartal aufs Jahr hochgerechnet um 1,8% (2.Quartal korrigiert 0,4%) zu. Gleichzeitig verdüsterte sich aber der konjunkturelle Horizont, so dass die Mehrzahl der Konjunkturbeobachter in den nächsten Quartalen mit einer Rezession rechnet.

Die Entwicklung der Nachfragekomponenten deutet auf den ersten Blick auf eine recht günstige konjunkturelle Verfassung der Wirtschaft hin. Die Endnachfrage wuchs mit 3,0% (Vorquartal -0,7%) wieder stärker als das Bruttosozialprodukt; die Lager nahmen wie in den Vorquartalen nur sehr mässig zu; die deutliche Verschlechterung des Aussenbeitrags dürfte vorübergehender Natur sein; sie ist hauptsächlich auf die (auch real) höheren Importen von Erdöl zurückzuführen. Im einzelnen stiegen die Konsumausgaben kräftig um 3,6%, wobei sowohl der Güter- wie auch der Dienstleistungskonsum zunahmen. Die Unternehmensinvestitionen erhöhten sich um 7,4%, während der Wohnungsbau erneut stark zurückging (-15,4%). Einer schwachen Zunahme der Exporte (+1,2%) standen deutlich erhöhte Importe (+6,0%) gegenüber.

Die Industrieproduktion stieg im dritten Quartal auf Jahresbasis hochgerechnet um 3,8% gegenüber dem Vorquartal (2. Quartal: +1,2%). Dies spiegelt teilweise die Anstrengungen der Autohersteller, durch Sonderschichten einem möglichen Streik der Gewerkschaften im vierten Quartal zuvorzukommen. Die Beschäftigungslage verschlechterte sich indessen deutlich. Im dritten Quartal nahm die Zahl der Beschäftigten um 75 000 Personen pro Monat ab, gegenüber einer Zunahme im zweiten Quartal um 124 000 Personen. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich dadurch von 5,3% im zweiten auf 5,5% im dritten Quartal.

Die Konsumentenpreise lagen im dritten Quartal um 5,5% über dem Vorjahresstand. Die gegenüber dem Vorquartal (+4,6%) gestiegene Teue-

**Grafik 3: Vereinigte Staaten**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Federal Reserve Board)  
<sup>2</sup> Vom 2. Quartal bis 4. Quartal 1985  
<sup>3</sup> Quelle: OECD

rung ist teils auf die markante Zunahme der Energiepreise, teils aber auch auf höhere Preise bei den übrigen Gütern zurückzuführen.

Für die nächsten Quartale rechnen die meisten Beobachter aufgrund der Erdölpreishaussage und der restriktiven Fiskalpolitik mit einer Rezession. Ein Indiz dafür ist die dramatische Verschlechterung der Konsumentenstimmung, ein Indikator, der auch im Index der elf vorausseilenden Indikatoren enthalten ist. Für das vierte Quartal kündigten zudem zahlreiche Grossunternehmen des Finanzsektors, der Computer- und der Autoindustrie Entlassungen und Betriebsstilllegungen an. Ausserdem verdichteten sich die Anzeichen, dass die Banken aufgrund hoher Verluste und Abschreibungen bei Immobilienkrediten Schwierigkeiten bei der Erfüllung der Eigenmittelvorschriften haben und ihre Kreditfähigkeit einschränken müssen.

Höhere Preise für das importierte Erdöl und ein sich abschwächendes Ausfuhrwachstum führten dazu, dass der längerfristige Trend zum Abbau des Handelsbilanzdefizits gestoppt wurde. Die monatlichen Fehlbeträge betragen im Durchschnitt des dritten Quartals 9,4 Mrd. Dollar, gegenüber 6,7 Mrd. Dollar im zweiten Quartal.

Nach langem Tauziehen und einer mehrmaligen, befristeten Verlängerung der Ausgabenermächtigung des Bundes verabschiedete der Kongress Ende Oktober das Budget für das am 1. Oktober begonnene Fiskaljahr 1991. Das Budgetpaket sieht im Zeitraum 1991–95 Massnahmen zur Defizitreduktion im Gesamtbetrag von 492 Mrd. Dollar vor, wovon 43 Mrd. Dollar auf das Fiskaljahr 1991 entfallen. Die Budgetkonsolidierung soll zu rund einem Drittel durch höhere Steuern erreicht werden. Der Steuersatz für höhere Einkommen wird von 28 auf 31% angehoben; ausserdem werden die Steuern für Benzin, Tabak und Alkohol neu eingeführt bzw. erhöht. Rund zwei Drittel entfallen auf Ausgabenkürzungen, die vor allem das Militärbudget betreffen. Für die Umsetzung der budgetpolitischen Massnahmen wurde ein komplexes neues Verfahren gewählt, das der Administration bzw. dem Office of Management and Budget mehr Kompetenzen als bisher überträgt.

Wie schon bei den früheren Budgetentwürfen

werden die Annahmen der Administration bezüglich des Wirtschaftswachstums und der Inflation als zu optimistisch beurteilt, so dass das Budgetdefizit 1991 trotz der Einsparungen 300 Mrd. Dollar übersteigen könnte. Allein aufgrund der für 1991 geplanten Budgetkürzungen wird das nominelle Bruttosozialprodukt um 0,5 Prozentpunkte zurückgehen. Die direkte kontraktive Wirkung des Budgetplanes in den Jahren 1992–95 wird auf jährlich über 2% des Bruttosozialproduktes geschätzt.

Das Federal Reserve Board senkte den Satz für Federal Funds nach der Verabschiedung des Budgetkompromisses im Kongress am 29. Oktober von 8 auf 7,75%. Bereits im Juli hatte das Fed diesen Zinssatz, über den es hauptsächlich die Geldmenge steuert, um einen viertel Prozentpunkt zurückgenommen. Von der Administration geforderte entschiedener Zinssenkungsschritte wurden vom Fed unter Verweis auf die hohe Teuerung und auf die hohen Budgetdefizite abgelehnt. Die Geldmenge  $M_2$  nahm im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 5% zu und lag damit im Zielkorridor von 3–7%.

### *Japan*

Das dynamische Wachstum der japanischen Wirtschaft setzte sich – gestützt durch die Investitionen und durch den privaten Konsum – im zweiten und dritten Quartal 1990 fort. Aufgrund der höheren Erdölpreise, der stark anziehenden Zinssätze und des schweren Einbruchs des Aktienmarktes muss aber auch in Japan mit einem schwächeren Wirtschaftswachstum gerechnet werden.

Das reale Bruttosozialprodukt wuchs im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal auf Jahresbasis hochgerechnet um 3,7%, gegenüber 11% im ersten Quartal. Die Abschwächung des Wachstums ist auf den Rückgang der realen Ausfuhren zurückzuführen. Dagegen gewann die Binnenfrage an Dynamik. Die Investitionen blieben mit einem Zuwachs von 16% (1. Quartal: +15%) die treibende Kraft des Wirtschaftswachstums. Die Wohnbauinvestitionen stiegen um 7,4% (1. Quartal: +8,2%). Der private Konsum belebte

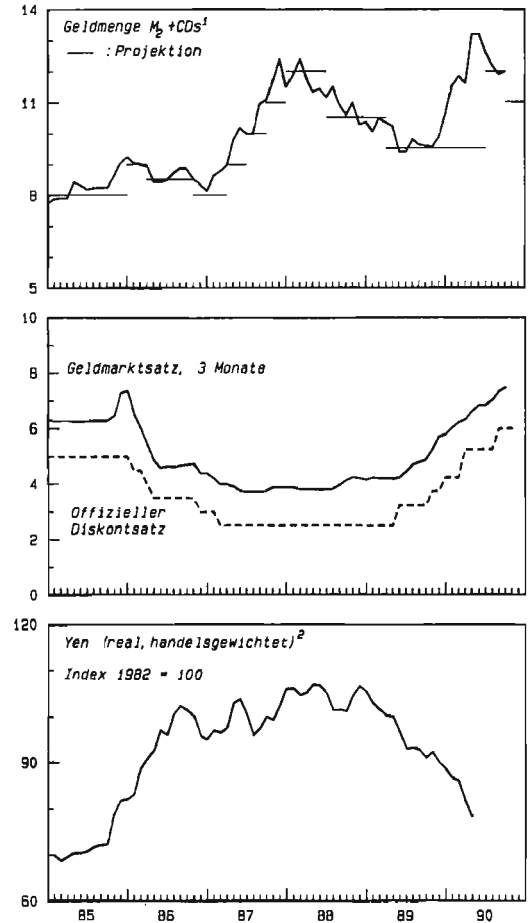
sich und wuchs um 5,7%, im Vergleich zu einer Zunahme von lediglich 1,6% im Vorquartal. Die Lager wurden im Gegensatz zum ersten Quartal kräftig aufgestockt, so dass auch die Lagerinvestitionen einen positiven Beitrag zum Wachstum leisteten.

Die Binnennachfrage stimulierte die Wirtschaftstätigkeit auch in der zweiten Jahreshälfte. Gemessen an den Detailhandelsverkäufen setzte sich das Konsumwachstum unvermindert fort. Zudem nahmen die Investitionen in nach wie vor beachtlichem Tempo zu, da die Unternehmen angesichts des akuten Mangels an Arbeitskräften die Produktion rationalisieren. Gemäss der jüngsten, nach der Besetzung Kuwaits durchgeführten Konjunkturumfrage weiteten die Industrieunternehmen ihre Investitionsvorhaben für das laufende Fiskaljahr, das am 1. April 1990 begonnen hat, aus; sie beabsichtigen, ihre Ausrüstungs- und Bauinvestitionen um 17% zu stiegern, statt wie im Februar angekündigt um 10%. Die Wiederbelebung der Industrieproduktion bestätigte sich; in den Monaten Juli und August betrug ihre durchschnittliche Jahreswachstumsrate mehr als 6%, nachdem sie im zweiten Quartal 3,4% und im ersten Quartal nur 1,8% betragen hatte. Infolge des raschen Anstiegs der Zinssätze scheint sich indes die Baukonjunktur abzukühlen. So nahm die Zahl der neubegonnenen Wohnbauten in den Monaten Juni und Juli ab.

Die Arbeitslosenquote blieb unverändert bei 2,1%. Der Mangel an Arbeitskräften war weiterhin sehr ausgeprägt; das Verhältnis der offenen Stellen zu den Stellenbewerbern betrug im August 1,45, gegenüber 1,35 im ersten Quartal.

Der Abbau des Handelsbilanzüberschusses setzte sich im dritten Quartal verlangsamt fort. Aufgrund provisorischer Schätzungen erreichte dieser Überschuss saisonbereinigt rund 17 Mrd. Dollar, gegenüber durchschnittlich 18,6 Mrd. Dollar in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die nominellen Ausfuhren nahmen im Jahresvergleich nur noch um rund 3% zu; dabei stieg der Anteil der Exporte in die EG-Länder weiterhin an, während die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten zurückgingen. Die Einfuhren wuchsen um 5,0%, wobei diese Entwicklung zum Teil den Preiserhöhungen für das Erdöl zuzuschreiben ist. Der Lei-

**Grafik 4: Japan**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

stungsbilanzüberschuss ging im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresniveau markant zurück. Aufgrund vorläufiger Schätzungen betrug er 7,1 Mrd. Dollar, gegenüber 14,2 Mrd. Dollar im dritten Quartal 1989. Zu dieser Entwicklung trug vor allem der deutliche Anstieg des Defizits der Dienstleistungsbilanz bei. Besonders stark nahm der Reiseverkehr ins Ausland zu. In den ersten neun Monaten des Jahres 1990 betrug der Leistungsbilanzüberschuss insgesamt 31 Mrd. Dollar, im Vergleich zu 43 Mrd. Dollar in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Die Teuerung nahm im Sommer vor allem als Folge des Anstiegs der Erdölpreise leicht zu. Im September belief sie sich auf 3,0%, gegenüber 2,2% im Juni.

Die Bank von Japan straffte ihre Geldpolitik im Verlauf des dritten Quartals nochmals deutlich und erhöhte die Sätze für Schatzwechsel, über die sie die Geldmarktsätze beeinflusst, von 7,3% im Juni auf 8,3% im Oktober. Am 30. August hob sie zusätzlich den Diskontsatz um dreiviertel Prozentpunkte auf 6% an. Der Satz für dreimonatige Geldmarktpapiere (Gensaki) stieg dadurch von 6,9% im Juni auf 7,5% im Oktober. Durch die Verschärfung der Geldpolitik versucht die Bank von Japan, einem deutlichen Anstieg der Inflation vorzubeugen. Seit Jahresbeginn expandiert die Geldmenge  $M_2+CD$  mit Wachstumsraten weit über den anvisierten 9%, im dritten Quartal betrug die Wachstumsrate 12,0% (2. Quartal: 13,0%). Die Inflationserwartungen wurden noch zusätzlich durch die Hausse der Erdölpreise angeheizt. Dies drückte sich in einem scharfen Anstieg der langfristigen Obligationenrenditen (10-Jahres-Regierungsobligationen) von 6,5% im Juni auf 7,5% im September aus.

Der Anstieg der Obligationenrenditen löste einen neuerlichen Einbruch des Aktienmarktes aus. Der Nikkei-Dow, der Index der 225 führenden Werte, fiel von rund 33 000 Punkten im Juni auf unter 21 000 Punkte Ende September. Gegenüber dem Allzeithöchst am letzten Handelstag von 1989 stellte dies einen Verlust von fast 50 Prozent dar. Es handelt sich damit um den prozentual grössten Kursrückschlag seit Anfang der fünfziger Jahre.

Die Baisse des Aktienmarktes dürfte sich unmittelbar auf die Kreditvergabe der Banken auswirken: Diese durften auch unter den Eigenmittelvorschriften des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht bei der BIZ, der international eine Eigenmittelquote von 8% empfahl, bis 45% der unrealisierten Gewinne auf Wertschriften und Immobilien zu den Reserven rechnen. Da die japanischen Banken sehr grosse Bestände an Wertschriften und Immobilien halten, wirken die Obligationen-, Aktien- und Immobilienmärkte in Japan als wichtiger Transmissionsmechanismus monetärer Impulse. Aufgrund der Baisse des Aktienmarktes

werden viele Banken Schwierigkeiten haben, den Eigenmittelvorschriften nachzukommen; sie könnten deshalb zur Einschränkung ihrer Kreditvergabe gezwungen sein. Dies hätte insofern globale Folgen, als der Anteil der japanischen Banken an der internationalen Kreditvergabe hoch ist. Beobachter rechnen damit, dass durch eine reduzierte internationale Kreditvergabe der japanischen Banken die Zinssätze im Ausland steigen könnten.

### **Deutschland**

Die politische Vereinigung der beiden deutschen Staaten, die wie vorgesehen am 3. Oktober 1990 stattfand, stellte das wichtigste Ereignis der letzten Monate dar. Die Kosten der Vereinigung sind indes hoch. Sie belasten nicht nur die öffentlichen Finanzen, sondern scheinen sich auch zinssteigernd auszuwirken.

Im zweiten Quartal 1990 hielt das starke Wirtschaftswachstum in Westdeutschland fast unvermindert an. Das reale Bruttosozialprodukt lag um 3,4% über der entsprechenden Vorjahresperiode, gegenüber 4,5% im Vorquartal. Das Wachstum war von einer regen Investitionstätigkeit und einer anhaltenden Konsumfreudigkeit getragen. Die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen, die hauptsächlich zur Ausweitung der Produktionskapazitäten bestimmt sind, erhöhten sich innert Jahresfrist real um 10,5% (1. Quartal: +15,9%), und die Ausgaben im Bausektor nahmen um weitere 4,4% zu. Stimuliert durch den hohen Zuwachs der verfügbaren Haushaltseinkommen und durch die zusätzlichen Käufe der Aus- und Übersiedler stiegen die privaten Konsumausgaben mit real 4,4% kräftig (1. Quartal: +4%). Dagegen schwächte sich das Wachstum der Ausfuhren von 10,2% im ersten Quartal auf 2,3% im zweiten Vierteljahr ab.

Die westdeutsche Konjunktur blieb auch in den Sommermonaten äusserst lebhaft. Die Industrieproduktion hielt sich im dritten Quartal auf hohem Niveau bei stark ausgelasteten Kapazitäten. Die Auftragseingänge nahmen im August und September gegenüber den beiden Vormonaten markant zu; besonders stark expandierte die Inlandsnachfrage, während sich die ausländischen Be-

stellungseingänge nur schwach erhöhten. Auch die realen Einzelhandelsumsätze beschleunigten sich im dritten Quartal und lagen um 12,5% über dem Stand vor Jahresfrist. Der Konsumboom dürfte zu einem bedeutenden Teil auf die Käufe von ostdeutschen Bürgern zurückzuführen sein.

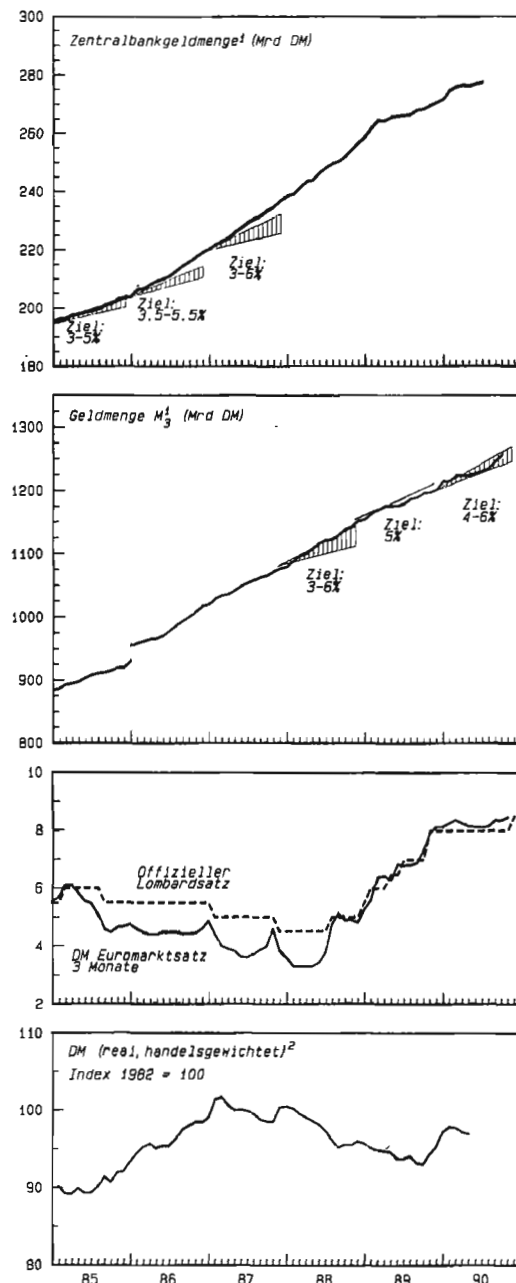
Seit der Einführung der D-Mark in der ehemaligen DDR am 1. Juli 1990 werden die ausenwirtschaftlichen Transaktionen des gesamten D-Mark-Währungsgebietes zusammengefasst. Der Aktivsaldo der Handelsbilanz betrug 25,1 Mrd. D-Mark. Dabei sank der Überschuss der ehemaligen Bundesrepublik auf 19,1 Mrd. D-Mark, verglichen mit 34,2 Mrd. D-Mark in der entsprechenden Vorjahresperiode. Diese Entwicklung widerspiegelt die im Jahresvergleich starke Zunahme der Einfuhren, wofür die hohen, über Westdeutschland getätigten, aber für Ostdeutschland bestimmten Importe ausschlaggebend waren. Dagegen waren die nominellen Exporte im Vorjahresvergleich rückläufig, nachdem sie zu Beginn des Jahres ein Rekordniveau erreicht hatten.

Der kräftige Aufschwung führte auf dem Arbeitsmarkt zu einer beträchtlichen Ausweitung der Beschäftigung. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal um rund 250 000. Dadurch bildete sich die Arbeitslosenquote von 7,3% im Juli auf 6,9% im Oktober zurück.

Die Verteuerung des Erdöls bewirkte eine Zunahme der Inflation, obschon sich die D-Mark gegenüber dem Dollar stark aufwertete. Die Jahreststeuerung der Konsumentenpreise stieg im westlichen Teil des neuen Bundesgebietes von 2,4% im Juli auf 3,3% im Oktober.

Im Gegensatz zur westdeutschen Wirtschaft befindet sich die Wirtschaft der ehemaligen DDR in einer äusserst schwierigen Übergangsphase. Im Juli und August, noch vor der politischen Vereinigung der beiden deutschen Staaten, schwächte sich die Wirtschaftstätigkeit in verschiedenen Sektoren weiter ab. Die industrielle Produktion sank in den beiden Monaten gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um knapp die Hälfte. Der Auftragsbestand im Bausektor schrumpfte im Vergleich zum Vorjahresniveau

**Grafik 5: Deutschland**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

um 35–55%, und der Einzelhandel erlitt im dritten Quartal Verkaufseinbußen von durchschnittlich 45%, da die ostdeutschen Konsumenten ihre Einkäufe bevorzugt in Westdeutschland tätigen.

Der wirtschaftliche Niedergang und die personelle Straffung der ostdeutschen Unternehmen und Verwaltungen liess die Arbeitslosigkeit rapide ansteigen. Ende Oktober betrug die Zahl der Stellensuchenden in Ostdeutschland rund 537 000; die ausgewiesene Arbeitslosenquote lag bei 6,1%, im Vergleich zu 3,1% im Juli. Zudem nahm die Zahl der von Kurzarbeit betroffenen Personen stark zu.

Aufgrund dieser Schwierigkeiten verabschiedete die westdeutsche Regierung Ende September den dritten Nachtragshaushalt für 1990. Dabei wurde das Defizit des westdeutschen Staatshaushalts von 20,1 Mrd. D-Mark auf 66,8 Mrd. D-Mark angehoben. Ein Grossteil der Mehrausgaben fliesst in den Haushalt der ehemaligen DDR. Die westdeutschen Staatsausgaben werden sich gegenüber 1989 um rund einen Drittel auf fast 400 Mrd. D-Mark erhöhen.

Die Hochkonjunktur im westlichen Teil Deutschlands und der verstärkte Preisauftrieb bewogen die Deutsche Bundesbank, ihre Geldpolitik leicht zu verschärfen und die Liquidität im Bankensystem zu verknappen. Die Zinssätze am deutschen Geldmarkt zogen deshalb im dritten Quartal wieder leicht an. Das Dreimonatsgeld verteuerte sich am Interbankenmarkt auf ungefähr 8½% im September, verglichen mit 8¼% im Juni. Die Bundesbank wandte für ihre Offenmarktgeschäfte (Wertpapier-Pensionierung) sukzessiv höhere Sätze an; im September waren die Pensionierungen für die Banken durchschnittlich teurer als Lombarkredite. Tagesgeld notierte sogar während des ganzen Quartals knapp über dem Lombardsatz von 8%. Diese ungewöhnliche technische Konstellation auf dem Geldmarkt führte dazu, dass der Lombardkredit der Notenbank, der zur Überbrückung kurzfristiger Liquiditätsengpässe im Bankensystem vorgesehen ist, zu einer günstigen Refinanzierungsquelle der Banken wurde. Die Bundesbank korrigierte die Situation Anfang November, indem sie den offiziellen Lombardsatz um einen halben Prozentpunkt auf 8½% anheb.

Am Kapitalmarkt sank die Rendite festverzinslicher Wertpapiere, die sich im zweiten Quartal bei rund 9% eingependelt hatte, nach der reibungslosen Währungsumstellung im Juli auf 8,8%. Sie stieg in der Folge aber wieder an und erreichte im September 9,1%. Diese Aufwärtstendenz der langfristigen Sätze dürfte teilweise auch auf die in letzter Zeit wesentlich erhöhten Schätzungen des Kapitalbedarfs, der durch den Wiederaufbau der ostdeutschen Wirtschaft entsteht, zurückzuführen sein.

Die monetäre Zielgrösse, die Geldmenge  $M_3$ , nahm trotz der knappen Liquiditätsversorgung des Bankensystems spürbar stärker zu als im Vorquartal. In Westdeutschland – für die ehemalige DDR liegen erst unvollständige bankenstatistische Informationen vor – überstieg sie Ende September, auf Jahresrate hochgerechnet, den Wert der Basisperiode (4. Quartal 1989) um 5%, verglichen mit 4,1% im Juni. Die Zunahme der Geldmenge liegt somit genau in der Mitte des Zielkorridors von 4 bis 6%. Dieses Ergebnis unterzeichnet indessen die kräftige Ausweitung der Geldbestände, wie sich an der erweiterten Geldmenge  $M_3$ , welche die D-Mark-Einlagen deutscher Nichtbanken am Euromarkt einschliesst, ablesen lässt. Sie lag Ende September um 7% höher als im Vorjahresmonat. Der Abstand zwischen den beiden Aggregaten vergrösserte sich in den letzten Monaten allerdings nicht mehr, da die D-Mark-Guthaben der deutschen Anleger am Euromarkt merklich langsamer zunahm als im ersten Halbjahr.

Dem hohen Geldmengenwachstum in Westdeutschland steht nach provisorischen Angaben eine Abnahme in der ehemaligen DDR gegenüber. Der Rückgang widerspiegelt die Umschichtungen, die nach dem Übergang zur D-Mark im Osten einsetzten. Die Einwohner der ehemaligen DDR ziehen ihre umgestellten Sparguthaben teilweise ab, um höher verzinsliche, längerfristige Anlagen zu tätigen, die ihnen zuvor nicht zugänglich waren. Solange dieser Portefeuille-Anpassungsprozess nicht abgeschlossen ist, liefern die monatlichen Veränderungen von  $M_3$  im östlichen Teil Deutschlands und im gesamten Bundesgebiet keine verlässlichen Hinweise auf den Kurs der Geldpolitik.



## Grossbritannien

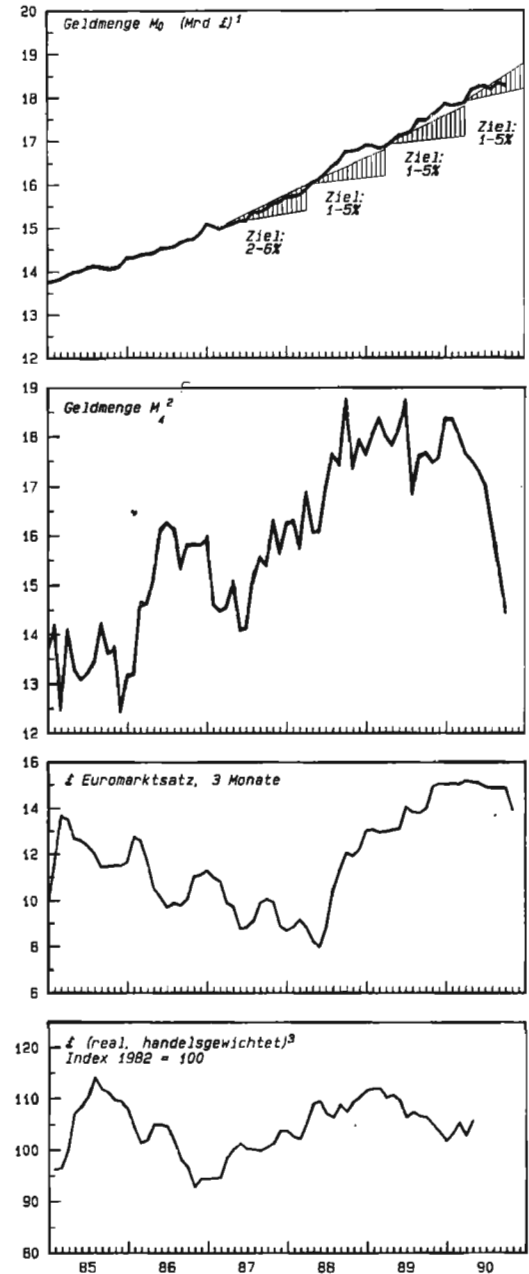
In Grossbritannien nahm das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal stärker zu als im ersten Vierteljahr. Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode stieg es um 2,6%, gegenüber 1,8% im ersten Quartal 1990. Konjunkturstützend wirkten die Konsumausgaben sowie der Staatskonsum. Die beiden Schwachpunkte der britischen Konjunktur bildeten die Investitionen sowie die Exporte. Die realen Investitionen nahmen gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal insgesamt um 1% ab, und die Ausrüstungsinvestitionen gingen sogar um 3,4% zurück. Nach einem kräftigen Wachstum in den vorangegangenen Quartalen stagnierten die realen Exporte auf dem Niveau des Vorquartals. Im Vorjahresvergleich stiegen sie jedoch um 7,7%.

Im dritten Quartal mehrten sich die Anzeichen einer weiteren wirtschaftlichen Abschwächung. Gemäss provisorischen Schätzungen sank das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber der Vorjahresperiode. Sowohl die Binnen- wie auch die Exportnachfrage schwächten sich ab. Aufgrund des stagnierenden Detailhandelsvolumens und der rückläufigen Grosshandelsumsätze glaubten 85% der Unternehmen nicht daran, in den folgenden Monaten die steigenden Kosten auf die Produktpreise abwälzen zu können. In der vierteljährlichen Umfrage der Vereinigung der britischen Handelskammern meldeten 46% der Produzenten für das dritte Quartal sinkende und nur 28% steigende Binnenaufträge. Mit einer Differenz von 18 Prozentpunkten ist dies das schlechteste Resultat seit 1985. Insgesamt lagen die Bestellungseingänge aus dem Inland im zweiten Vierteljahr um 4%, im Berichtsquartal sogar um 15% unter dem Stand der Vorperiode. Auch die Exportaufträge nahmen massiv ab.

Der leichte Anstieg der Arbeitslosenquote auf 5,7% im September war jedoch nicht nur auf die konjunkturelle Lage, sondern auch auf Entlassungswellen in grossen reprivatisierten Unternehmen zurückzuführen, die ihre strukturellen Überkapazitäten abbauten.

Die im Vergleich zu den meisten andern EG-Ländern überdurchschnittlich hohe Teuerung nahm weiter zu. Die am Detailhandelspreisindex ge-

### Grafik 6: Grossbritannien



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

<sup>2</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Bank of England)

<sup>3</sup> Quelle: OECD

messene Inflationsrate stieg von 9,6% im zweiten Quartal auf durchschnittlich 10,4% im dritten Vierteljahr, den höchsten Stand seit 1982. Auch die um die Hypothekarzinsen und Gemeindesteuern bereinigte Basisinflationsrate erhöhte sich im gleichen Zeitraum stark. Hatte sie zwischen April und Juni noch bei 6,8% gelegen, so belief sie sich im dritten Quartal auf durchschnittlich 7.7%.

Aufgrund der im dritten Quartal gesunkenen nominellen Einfuhren sowie der wachsenden Netto-Ölexporterlöse ging das Handelsbilanzdefizit deutlich zurück. Trotz eines geringeren Dienstleistungsbilanzüberschusses verminderte sich das Leistungsbilanzdefizit damit von 4,9 Mrd. Pfund auf 3,6 Mrd. Pfund.

Angesichts der ausgeprägten Inflation wich die Bank of England im dritten Vierteljahr nicht von ihrer restriktiven Geldpolitik ab und belies den Basiszinssatz unverändert bei 15%. Die in diesem Zeitraum deutliche Wachstumsverlangsamung der beiden Geldmengenaggregate  $M_0$  und  $M_4$ , die sowohl die wirtschaftliche Lage als auch eine abgeschwächte Zunahme der Bankkredite spiegelte, verschaffte dem britischen Schatzkanzler einen gewissen Handlungsspielraum. Deshalb konnte gleichzeitig mit dem Beschluss der britischen Währungsbehörden vom 8. Oktober 1990, das Pfund in den Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) zu integrieren, der Basiszinssatz von 15% auf 14% gesenkt werden. Der im EWS vereinbarte Mittelkurs beträgt 2,95 D-Mark für ein Pfund Sterling, wobei in einer ersten Phase Schwankungen innerhalb einer Bandbreite von  $\pm 6\%$  zugelassen sind. Für die Mehrheit der Teilnehmerländer am System beträgt die Bandbreite  $\pm 2,25\%$ .

Die Geldmengenaggregate  $M_0$  und  $M_4$  übertrafen im dritten Quartal ihr entsprechendes Vorjahresniveau um 4,9% bzw. 15.5%. Damit lag  $M_0$  am oberen Rand des Ziels von 1–5%. Noch im zweiten Vierteljahr hatten die Aggregate um 6,9% beziehungsweise 17,1% zugenommen.

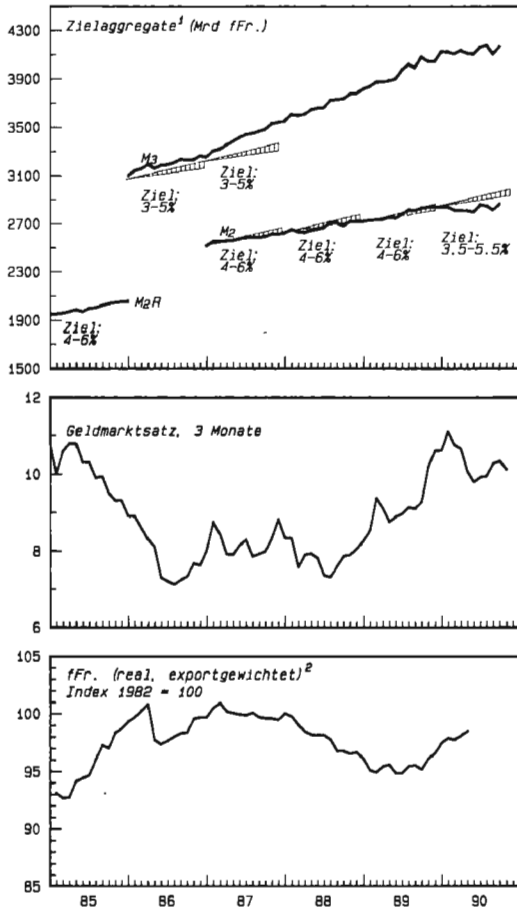
## **Frankreich**

Im zweiten Quartal verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum in Frankreich deutlich. Das reale Bruttoinlandsprodukt erhöhte sich gegenüber dem Vorquartal nur um 0,1% und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 1,8% (1. Quartal: +2,8%). Während die Investitionen im Vorjahresvergleich noch um 4,1% zunahmen, liess das Exportwachstum stark nach. Die realen Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen stiegen gegenüber der Vorjahresperiode nur um 1,3%, nachdem ihr Zuwachs im ersten Quartal noch 7,2% betragen hatte. Ins Gewicht fiel vor allem die geringere Nachfrage aus den Vereinigten Staaten und Grossbritannien. Die wichtigste Konjunkturstütze im zweiten Quartal bildeten die realen Konsumausgaben, die sich innert Jahresfrist um 3,3% erhöhten (1. Quartal: +3,0%).

Die für die Sommermonate zur Verfügung stehenden Indikatoren deuten auf eine weitere Abflachung der Konjunktur hin. Gemäss jüngsten Umfragen stagnierte die industrielle Produktion insgesamt auf dem Niveau des zweiten Quartals. Die Automobilindustrie meldete sogar einen markanten Rückgang. Die meisten Industrien verzeichneten gegenüber dem ersten Halbjahr geringere Auftragsbestände. Allerdings blieb als wichtige Ausnahme die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern weiterhin lebhaft. Im Bausektor ging die Tätigkeit sowohl im öffentlichen wie im privaten Bau weiter zurück. Die konjunkturelle Abkühlung wurde denn auch zunehmend auf dem Arbeitsmarkt spürbar. Die Arbeitslosenquote verharrte im September im vierten aufeinanderfolgenden Monat bei 8,9%, nachdem sie im Mai 8,8% betragen hatte.

Stagnierende Exporte zusammen mit einer höheren Ölrechnung führten im dritten Quartal zu einem markanten Anstieg des Aussenhandelsdefizits auf 19,4 Mrd. FF gegenüber 10,5 Mrd. FF im zweiten Quartal. Das Handelsbilanzdefizit der ersten drei Quartale betrug somit 32,4 Mrd. FF und lag um 1,2 Mrd. FF über dem Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode. Der Fehlbetrag der Leistungsbilanz belief sich in den ersten neun Monaten auf 29,7 Mrd. FF und war wesentlich höher als im entsprechenden Vorjahreszeitraum (6,9 Mrd. FF).

Grafik 7: Frankreich



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Die gestiegenen Erdölpreise lösten einen Teuerungsschub aus. Die Konsumentenpreise nahmen sowohl im August als auch im September um je 0,6% zu, so dass die Jahresteuerung im September auf 3,8% stieg. Im Juli hatte die Inflationsrate noch 3,0% betragen.

Das Haushaltsbudget für das Jahr 1991 sieht eine erneute Senkung des Defizits von 90,2 Mrd. FF auf 80,2 Mrd. FF vor. Dies entspricht 1,2% des Bruttoinlandsprodukts (Voranschlag für 1990: 1,4%). Die budgetierte Zunahme der nominellen

Ausgaben liegt mit 4,8% unter der erwarteten Wachstumsrate des nominellen Bruttoinlandsprodukts von 5,4%. Zur Stimulierung der Investitionen soll der Steuersatz für reinvestierte Unternehmensgewinne von 37% auf 34% gesenkt werden. Zudem wurde im Hinblick auf die Harmonisierung innerhalb der EG der Höchstsatz der Mehrwertsteuer um 3 Prozentpunkte auf 22% reduziert. Bereits Mitte September waren die für Personenwagen und verschiedene elektronische Konsumgüter geltenden Mehrwertsteuersätze herabgesetzt worden.

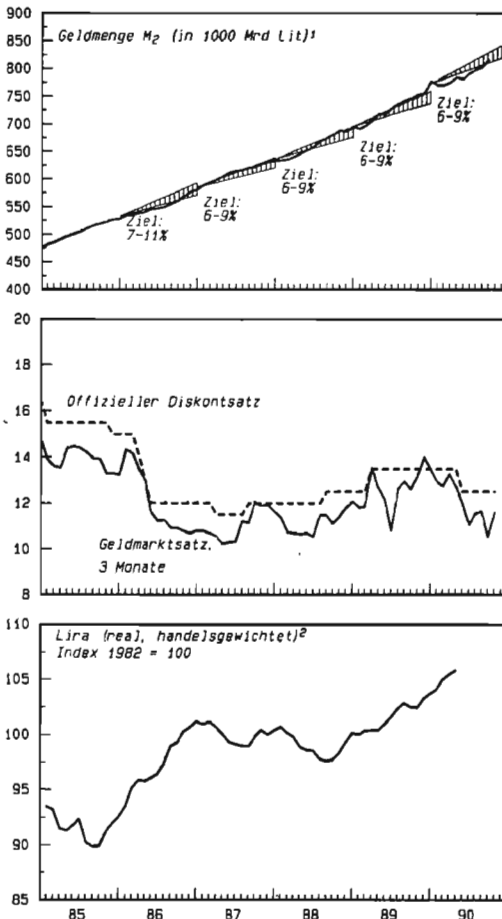
Die Geldmenge M<sub>2</sub> wuchs seit Beginn des Jahres wesentlich langsamer als 1989. Auf Jahresbasis hochgerechnet, betrug die Wachstumsrate im Durchschnitt der Monate Juni bis August nur 0,7% und unterschritt den Zielpfad von 3,5% bis 5,5% deutlich. Diese Entwicklung ist teilweise eine Folge der vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die zu vermehrten Anlagen französischer Privatpersonen auf dem Euromarkt führte.

Um die internationale Wettbewerbsfähigkeit der französischen Banken zu steigern, setzte die Banque de France Mitte Oktober die Mindestreservesätze herab. Für kurz- bis mittelfristige Geldmarktpapiere, Termineinlagen und Schatzanweisungen wurde der Satz von 3% auf 0,5% und für Spareinlagen von 3% auf 2% reduziert. Ende Oktober senkte sie zudem zum dritten Mal seit Anfang April ihren Interventionssatz auf dem Geldmarkt (taux d'appel d'offres) und den Abgabesatz für Schatzwechsel (taux des prises en pension) um je einen Viertelprozentpunkt auf 9,25% bzw. 10%. Dieser Entscheidung wurde mit einem starken Franc und dem schwachen Geldmengenwachstum begründet.

### Italien

Das noch zu Jahresbeginn kräftige Wachstum der italienischen Wirtschaft schwächte sich zusehends ab. Das reale Bruttoinlandsprodukt, das im ersten Quartal um 3,0% gewachsen war, lag nach vorläufigen Berechnungen im zweiten Vierteljahr um 1,9% über dem Vorjahresniveau. Gemäss den vorlaufenden Indikatoren dürfte sich im dritten Quartal die Konjunktur weiter abgekühlt

Grafik 8: Italien



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

haben. Angesichts der hohen Erdölabhängigkeit des Landes – Italien erzeugt den Grossteil der Elektrizität durch thermische Kraftwerke – und eines anhaltenden Preis- und Lohnkostenauftriebs ist in den nächsten Monaten mit einer weiteren Abschwächung des Wirtschaftswachstums zu rechnen.

Der Wachstumsrückgang im zweiten Quartal ist vor allem auf die nachlassende Dynamik der Investitionsnachfrage zurückzuführen. Die realen Ausrüstungs- bzw. Bauinvestitionen lagen lediglich um 1,4% bzw. 2,8% über dem entsprechen-

den Vorjahresniveau und nahmen damit deutlich langsamer zu als im ersten Vierteljahr. Dagegen blieben der private Konsum (+3,0%) und die Exporte (+5,1%) eine wichtige Konjunkturstütze. Die Industrieproduktion lag in den ersten sieben Monaten um nur 3,7% höher als vor Jahresfrist.

Die Arbeitslosenquote betrug im Juli gemäss der alle drei Monate durchgeführten Erhebung 10,8% gegenüber 12% im Juli 1989. Während Norditalien mit einer Quote von leicht über 5% unter dem EG-Durchschnitt liegt, weist Mittelitalien eine Quote von rund 10% und der Süden eine solche von über 20% auf. Gegenüber dem Vorjahr nahm die Zahl der Beschäftigten im Agrarsektor um 3,4% und in der Industrie um 0,5% ab, während sie im Dienstleistungsbereich um 3,3% stieg. Insgesamt waren im Juli 1990 1,4% mehr Personen im Arbeitsprozess als im Vorjahr. Die sehr starke Beschäftigungszunahme ist vor allem der Tatsache zuzuschreiben, dass die öffentliche Verwaltung ihren Personalbestand nochmals kräftig erhöhte.

Die Konsumentenpreise lagen im dritten Quartal um 6,1% (2. Quartal: +5,7%) über dem Vorjahresniveau. Die höhere Inflationsrate ist hauptsächlich auf den Anstieg der Energiepreise zurückzuführen.

Die italienische Handelsbilanz schloss im dritten Quartal mit einem Überschuss von knapp 300 Mrd. Lire ab, gegenüber einem Defizit von 775 Mrd. Lire in der entsprechenden Vorjahresperiode. Wertmässig nahmen die Exporte nochmals leicht zu, dagegen stagnierten die Importe. In den ersten neun Monaten lag das Handelsbilanzdefizit allerdings deutlich über dem entsprechenden Vorjahreswert. Zusammen mit dem sinkenden Einnahmenüberschuss im Tourismus und einem stark erhöhten Schuldendienst führte dies zu einem Leistungsbilanzdefizit von über 24 000 Mrd. Lire (Zuwachs im Vergleich mit den ersten neun Monaten 1989: 29%). Demgegenüber steht ein Überschuss der Kapitalverkehrsbilanz von fast 48 000 Mrd. Lire (Zuwachs: 25%), der zum grossen Teil der Mitte Mai eingeführten Liberalisierung des kurzfristigen Kapitalverkehrs zugeschrieben werden kann. Diese führte aufgrund der Hochzinspolitik der italienischen Zentralbank zu einem massiven Mittelzufluss. Der Nettokapi-

talimport deckte nicht nur das Leistungsbilanzdefizit, sondern diente auch der weiteren Äufnung der Währungsreserven.

Im September verabschiedete das italienische Parlament ein Gesetz über den «Schutz der Konkurrenz und des Marktes», das sich mit einem Kartellverbot, einer Fusionskontrolle und einer Missbrauchskontrolle bei Monopolstrukturen stark am EG-Recht orientiert. Eine Besonderheit der verabschiedeten Vorlage ist das von der Banca d'Italia geforderte Verbot für Industrieunternehmen, Kreditinstitute zu beherrschen.

Der Budgetentwurf für 1991 sieht bei einem geschätzten Wirtschaftswachstum von 2,7% ein Defizit von 132 000 Mrd. Lire vor. Das entspricht 9,4% des Bruttoinlandproduktes. Für das laufende Jahr schätzt die Regierung das Defizit auf 140 000 Mrd. Lire (10,7% des BIP). 1991 soll das Ziel der schrittweisen Budgetkonsolidierung vor allem durch Mehreinnahmen, insbesondere durch

die Einführung einer Kapitalgewinnsteuer, erreicht werden. Die Regierung bekundet damit ihre Absicht, die Staatsverschuldung, die mit 1 300 000 Mrd. Lire die Höhe des BIP erreicht hat, zu begrenzen und das Haushaltsdefizit dem EG-Durchschnitt anzunähern. Die Voranschläge konnten allerdings in den letzten Jahren nicht eingehalten werden.

Ende des dritten Quartals lockerte die Banca d'Italia ihre Geldpolitik vorübergehend, so dass der Tagesgeldsatz kurzfristig stark zurückging. Auf diese Weise gelang es, zur Finanzierung des Budgetdefizits ausgegebene Staatstitel problemlos und zu leicht tieferen Sätzen als im August zu platzieren. Die Geldmenge  $M_2$  bewegte sich im zweiten Quartal mit einer Zuwachsrate von 8,7% am oberen Rand des Zielkorridors von 6 bis 9%. Die Zwölfmonatsrendite der italienischen Schatzwechsel (BOT) stieg von 11,7% Mitte Juni auf 12% im August und lag im September bei 12,4%.

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

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

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

a) provisorisch b) BIP

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

	1986	1987	1988	1989	1990		1990			
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	1,9	3,7	4,1	4,6	4,6	5,5	4,8	5,6	6,2	–
Japan	0,6	0,1	0,7	2,3	2,5	2,7	2,3	2,9	3,0	–
BRD	–0,1	0,2	1,3	2,8	2,3	2,7	2,4	2,8	3,0	3,3 <sup>a)</sup>
Grossbritannien	3,4	4,2	4,9	7,8	9,6	10,4	9,8	10,6	10,8	10,9
Frankreich	2,7	3,1	2,7	3,6	3,1	3,4	3,0	3,5	3,8	3,8
Italien	6,1	4,6	5,0	6,6	5,7	6,1	5,7	6,2	6,3	6,2
Schweiz	0,8	1,4	1,9	3,2	4,9	5,8	5,3	6,1	6,1	6,4

a) bisheriges Bundesgebiet

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

	1986	1987	1988	1989	1990a)		1990a)			
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	6,9	6,2	5,5	5,2	5,3	5,5	5,4	5,5	5,6	5,6
Japan	2,8	2,8	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	–
BRD b)	9,0	8,9	8,7	7,9	7,3	7,2	7,3	7,2	7,1	6,9 <sup>f)</sup>
Grossbritannien c), d)	11,4	10,2	8,2	6,2	5,4	5,6	5,5	5,6	5,7	–
Frankreich	10,4	10,5	10,0	9,4	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	–
Italien d)	11,0	12,0	12,0	12,1	10,7 <sup>e)</sup>	10,8 <sup>e)</sup>	10,8	–	–	–
Schweiz	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6

a) provisorisch b) in Prozent der abhängigen Erwerbspersonen c) Berechnungen der OECD  
d) ausgenommen Schulabgänger e) erster Monat des Quartals f) bisheriges Bundesgebiet

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

	1986	1987	1988	1989a)	1989a)		1990a)			
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	–140,6	–154,0	–135,3	–105,9	–31,0	–22,7	–26,7	–21,7	–21,8	–
Japan	85,8	87,0	79,6	57,2	14,0	14,2	9,2	15,3	8,3	7,1
BRD	40,1	46,1	50,3	55,4	13,3	13,9	9,9	16,4	11,2	12,4 <sup>d)</sup>
Grossbritannien	–0,1	–7,1	–26,7	–31,2	–7,5	–9,6	–6,7	–7,9	–7,2	–
Frankreich	2,4	–4,4	–3,5	–3,8	–1,3	–1,2	–3,2	0,3	–2,0	–2,9
Italien	2,7	–1,5	–5,9	–10,5	–2,2	–2,5	–2,1	–3,8	–4,8	–
Schweiz b)	6,9	7,6	9,0	7,5	1,3	1,5	1,7	2,9	1,8	2,1

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt c) Gesamtbereich der deutschen Währungsunion

## C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

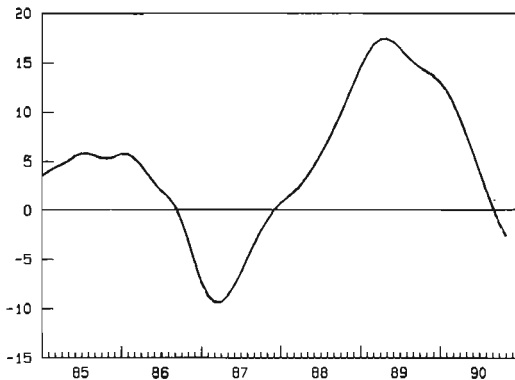
### 1. Der realwirtschaftliche Bereich

#### Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Die starke Konjunktur hielt auch im dritten Quartal 1990 unvermindert an: Das Wachstum war gemessen am realen Bruttoinlandprodukt gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode mit 3% stark (2. Quartal: 3,0%). Die inländische Nachfrage blieb dank kräftig wachsender privater Konsumausgaben und steigender Ausstattungs-investitionen insgesamt hoch. Einzig das Wachstum der Bauinvestitionen verlor an Schwung. Während der Wohnungsbau zurückging, blieb die Bautätigkeit im gewerblich-industriellen Bau und im Tiefbau aber rege. Die Güterexporte, die im Vorquartal nur mässig zugenommen hatten, stiegen kräftig.

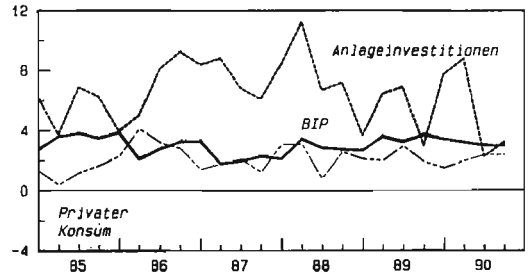
Der technische Auslastungsgrad, der von der KOF-ETH bei den Industrieunternehmen vierteljährlich erhoben wird, nahm leicht ab. Die Kapazitätsauslastung sank in der Exportindustrie auf 91,5%, nachdem sie im zweiten Quartal auf 92,5% gestiegen war. Bei den Unternehmen, die für die Binnenwirtschaft produzieren, nimmt die

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



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

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



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

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

Auslastung bereits seit Beginn des Jahres ab. Die Zahl der Beschäftigten wurde aber weiter erhöht. Infolge des ausgetrockneten inländischen Arbeitsmarktes nahm die Zahl der ausländischen Arbeitskräfte zu. Die Industrie konnte deshalb die Zahl der Überstunden abbauen und die Produktion nochmals leicht ausdehnen. Der Index der industriellen Produktion stieg im Vergleich zur Vorjahresperiode um 2%.

Obwohl die Wirtschaftszahlen noch nicht auf ein niedrigeres Wirtschaftswachstum hindeuten, mehrten sich doch die Zeichen einer konjunkturellen Abkühlung: Die Ertragslage der Industrieunternehmen verschlechterte sich im dritten Quartal, insbesondere bei den exportorientierten Unternehmen. Der von der KOF-ETH erhobene Indikator Geschäftsgang sank im September erneut. Der Index lag aber immer noch in einem Bereich, der als «normal» gilt. Der Bestellungseingang aus dem Inland nahm im Vergleich zum Vorjahr ab; der Auftragsvorrat blieb aber, obwohl er ebenfalls zurückging, immer noch hoch. Die Auslandsaufträge stagnierten. Die Testteilnehmer der Exportindustrie beurteilen den Auftragsbestand bereits als zu gering. Die Unternehmen rechnen auch in Zukunft mit weniger Bestellungen aus dem Ausland, dafür wieder mit mehr aus dem Inland. Dies gilt allerdings nicht für die baunahen Branchen, die einen deutlichen Rückgang des Auftragsvolumens erwarten.

### Privater Konsum

Der private Konsum nahm im dritten Quartal 1990 im Vorjahresvergleich real um 2,4% zu und wuchs damit ebenso stark wie im zweiten Quartal (2,4%). Die Konsumausgaben wurden vor allem vom Dienstleistungskonsum getragen. Die Zahl der Logiernächte von Inländern war beinahe so hoch wie in der entsprechenden Vorjahresperiode, als der Binnentourismus Rekordwerte erreicht hatte. Die Konsumgüterausgaben stiegen dagegen schwächer als im Vorquartal, wie die Zahlen des Detailhandels zeigen.

Die Detailhandelsumsätze lagen im dritten Quartal real um 0,9% unter dem entsprechenden Vorjahreswert, nachdem sie im zweiten Quartal noch um 1,2% zugenommen hatten. Die Umsätze bei den dauerhaften Konsumgütern, die im Vorquartal noch gestiegen waren, gingen im dritten Quartal zurück. Die Ausgaben für Bekleidungsartikel und Textilwaren sanken erneut. Im September lagen sie um 4,2% unter dem Stand vor Jahresfrist. Auch der reale Umsatz von Nahrungs- und Genussmitteln, der im zweiten Quartal noch kräftig gestiegen war, nahm gegenüber der Vorjahresperiode ab.

Der vom Bundesamt für Konjunkturfragen (BfK) aufgrund einer im Oktober durchgeführten Umfrage berechnete Konsumentenstimmungsindex verschlechterte sich gegenüber der Vorerhebung markant. Der Index sank von -2 Punkten im Juli

1990 auf -28 Punkte im Oktober. Die Konsumenten beurteilten ihre finanzielle Lage wesentlich schlechter. Sie erwarten in den kommenden Monaten ein schwächeres Wirtschaftswachstum und erachten den Zeitpunkt für grössere Anschaffungen nach wie vor als ungünstig.

### Investitionen

Die Anlageinvestitionen stiegen im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal real um 3,3%. Sie nahmen somit stärker zu als im zweiten Quartal (2,4%). Während die Ausrüstungsinvestitionen mit 6,3% noch kräftiger als im Vorquartal wuchsen (2. Quartal: 4,5%), verlor die Bautätigkeit weiter an Schwung. Die Bauinvestitionen, die seit Jahresbeginn langsamer expandieren (1. Quartal: 5,0%, 2. Quartal: 1,3%), übertrafen das entsprechende Vorjahresniveau um 1,8%.

Gemäss der Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) von Ende September sanken im dritten Quartal die Bestellungen im Vergleich zum Vorquartal um 7,6%. Der Bestellungseingang aus dem Ausland wuchs um rund 10%, während die Aufträge aus dem Inland markant zurückgingen. Dies deutet darauf hin, dass die Investitionstätigkeit auch im Ausrüstungssektor weiter an Dynamik verloren hat. Der Arbeitsvorrat bei den befragten Unternehmungen nahm deshalb auf 6,6 Monate ab (2. Quartal: 7,6 Monate).

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

	1986	1987	1988	1989	1989			1990		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Import von Investitionsgütern, real <sup>1</sup>	14,5	10,0	-	5,7	9,0	-1,0	8,7	12,0	2,4	7,4
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	3,2	-13,2	7,5	- 0,1	33,1	-4,4	5,3	6,6	-31,0	-18,0
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	-1,5	-16,3	2,1	-11,9	-20,4	-8,7	-17,9	- 6,9	- 7,8	- 4,6
Geplante industrielle Bauten <sup>2</sup>										
Raumvolumen	21,8	- 0,1	-15,9	47,9	99,7	37,1	37,3	-	-	-
Anzahl Projekte	5,2	0,1	- 5,0	3,6	49,7	4,9	-24,7	-	-	-

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

<sup>2</sup> Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA, BfS, Eidgenössische Oberzolldirektion

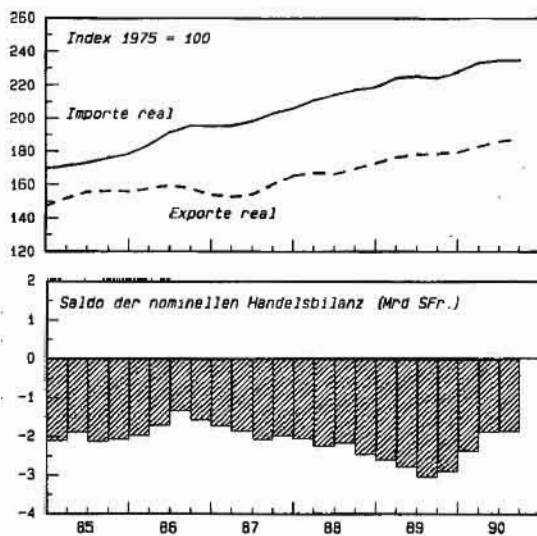


Laut Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV) von Anfang Oktober lag der Gesamtarbeitsvorrat (real) in der Bauindustrie am Ende des dritten Quartals mit 2,4% unter dem Vorjahresniveau. Der Arbeitsvorrat im Hochbau sank gegenüber dem Vorjahr um 5,1%; vor allem im Wohnungsbau ging er erneut markant zurück. Das hohe Zinsniveau scheint damit vor allem die Wohnbautätigkeit deutlich zu dämpfen. Der Arbeitsvorrat im Tiefbau wuchs ebenfalls nur noch um 2,0%, nachdem er im zweiten Quartal mit einer Wachstumsrate von 9% noch entscheidend zum Wachstum des Gesamtarbeitsvorrates beigetragen hatte.

### Aussenhandel und Ertragsbilanz

Das Wachstum des schweizerischen Aussenhandels war im dritten Quartal wieder stärker, nachdem sich die realen Zuwachsraten im zweiten Quartal abgeschwächt hatten. Obwohl die von der KOF-ETH monatlich durchgeführte Umfrage in der Industrie seit dem Sommer zeigt, dass der Bestellungseingang und der Auftragsbestand aus dem Ausland sinken, schlug sich diese Entwicklung noch nicht in den Ausfuhrzahlen nieder. Die Güterexporte nahmen sowohl wertmässig wie real um 5,7% zu (2. Quartal 4,1% bzw. 2,9%); das Preisniveau blieb somit gemessen am Mittelwertindex unverändert.

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



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

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

Am stärksten stiegen die realen Ausfuhr von Investitionsgütern (7,2%). Die Konsumgüterausfuhr wuchsen mit 4,8% leicht schwächer als im Vorquartal, während die Exporte von Rohstoffen und Halbfabrikaten, nach tieferen Zuwachsraten in den beiden ersten Quartalen, wieder kräftiger

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

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

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.

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

Tabelle 4: Ertragsbilanz<sup>1</sup>

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

a) revidiert

b) vorläufige Schätzung

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

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

zunahmen. Die Hersteller von Haushaltsapparaten und Maschinen für die grafische Industrie exportierten wesentlich mehr als im Vorquartal. Der Auslandsabsatz von Kraft- und Textilmaschinen ging dagegen zurück, während die Metallindustrie ihre Ausfuhren nur geringfügig steigern konnte. Die Exporte von Nahrungs- und Genussmitteln sowie von Bekleidung blieb hoch, dagegen stagnierte der Absatz in der Textil- und in der chemischen Industrie.

Die nominellen Ausfuhren nach den Ländern der Europäischen Gemeinschaft wuchsen wie bereits im Vorquartal besonders kräftig. Die Lieferungen nach Deutschland und Italien trugen erneut wesentlich zum Ausfuhrwachstum bei, während die Exporte nach Grossbritannien weiter zurückgingen. Nach einer schwächeren Phase im zweiten Quartal nahm der Absatz in die EFTA-Länder wieder im selben Ausmass zu wie im ersten Quartal. Das Nachfragewachstum von den ausser-europäischen OECD-Ländern veränderte sich

kaum: Die Exporte in die Vereinigten Staaten gingen wiederum zurück, während sie nach Japan erneut mit zweistelligen Zuwachsraten stiegen. Die schweizerischen Auslieferungen nach den Nicht-OECD-Ländern stagnierten; insbesondere bei den öllexportierenden Länder erreichte das Exportwachstum nicht mehr die hohen Zuwachsraten der ersten beiden Quartale. Die Ausfuhren in die Staatshandelsländer sanken wie schon im Vorquartal erneut. Eine Ausnahme bildeten erneut die stark expandierenden Exporte in die Sowjetunion.

Auch die Importe nahmen im dritten Quartal wieder kräftiger zu als im Vorquartal. Die Gütereinfuhren wuchsen wertmässig um 1,6% und real um 5,7% (2. Quartal -0,2% bzw. 2,2%). Die Preise der importierten Güter fielen erneut: Der Mittelwertindex lag bei allen Warengruppen, ausser bei den Energieträgern, unter dem Vorjahresniveau. Die Einfuhr von Energieträgern nahm kräftig zu. Die Nachfrage nach Investitions- und

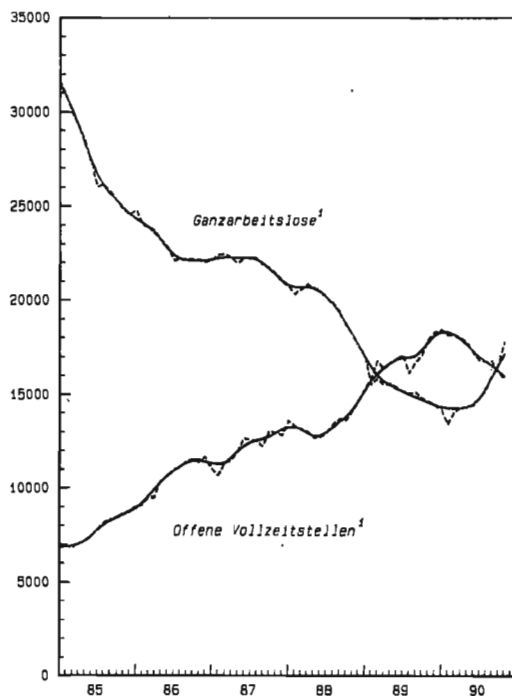
dauernhaften Konsumgütern war stärker als im Vorquartal. Die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten lagen dagegen nur knapp über dem Vorjahresergebnis; besonders stark nahmen die Einfuhren von Uhrenteilen zu, während im Bereich der Chemikalien und Metalle nur geringfügig mehr importiert wurde.

Das starke Wachstum der nominellen Exporte führte zusammen mit den nur leicht höheren Importen zu einem Rückgang des Handelsbilanzdefizits um 0,8 Mrd. Franken auf 2,2 Mrd. Franken. Der Überschuss der Dienstleistungsbilanz blieb dank dem hohen Aktivsaldo des Fremdenverkehrs, welche den Rückgang der Bankkommissionen kompensierte, unverändert. Auch der Überschuss der Kapitaleinkommen veränderte sich nicht: Die höheren Erträge aus den Devisenanlagen der Nationalbank und den Treuhandanlagen wogen die sinkenden Einnahmen aus dem Zinsdifferenzgeschäft auf. Aufgrund der erneut höheren Zahl ausländischer Grenzgänger in der Schweiz nahmen bei den Arbeitseinkommen die Lohnzahlungen ans Ausland erneut zu. Auch bei den privaten Übertragungen an das Ausland machte sich die ebenfalls gestiegene Zahl von Immigranten (d.h. Niedergelassene, Jahresaufenthalter und Saisoniers) bemerkbar. Da die Übertragungen aus dem Ausland sich kaum veränderten, erhöhte sich der Passivsaldo der unentgeltlichen Übertragungen um 0,1 Mrd. Franken. Insgesamt wies die Ertragsbilanz im dritten Quartal einen Überschuss von 2,8 Mrd. Franken aus, gegenüber 2,4 Mrd. in der entsprechenden Vorjahresperiode.

## Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode um 1,3% zu (2. Quartal: 1,4%). Die Beschäftigung wuchs trotz des angespannten Arbeitsmarktes erneut

Grafik 12: Arbeitsmarkt



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1986	1987	1988	1989	1989	1990					1990			
						3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
Index der Beschäftigten <sup>1</sup>	1,0	1,2	1,3	1,2	1,4	1,4	1,7	1,4	1,3	-	-	-	-	-
Arbeitslosenquote <sup>2, 3</sup>	0,7	0,8	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
Ganzarbeitslose <sup>2</sup>	22 770	21 918	19 524	15 133	13 476	14 393	15 937	14 030	14 426	14 018	14 380	14 879	16 460	
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	2 058	4 142	3 948	603	325	342	472	432	413	121	112	704	1 136	
Offene Vollzeitstellen <sup>3</sup>	10 734	12 348	13 552	17 007	16 897	17 404	18 029	18 460	16 764	17 411	16 768	16 114	15 757	

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

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

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

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

kräftig, weil vor allem ausländische Arbeitskräfte (5,6%) zusätzlich beschäftigt wurden. Am markantesten war die Zunahme mit 10,5% bei den Grenzgängern. Im Industrie- und im Dienstleistungssektor stieg die Zahl der Beschäftigten um 1,4%. Während die Beschäftigung im Gastgewerbe sank, stieg sie bei den Banken und Versicherungen überdurchschnittlich stark. Im Baugewerbe stagnierte die Zahl der Arbeitskräfte gegenüber dem Vorjahr (0,3%); einem Rückgang der Beschäftigung im Bauhauptgewerbe stand dabei ein weiteres Wachstum im Baunebengewerbe gegenüber (-0,2% bzw. 1,0%).

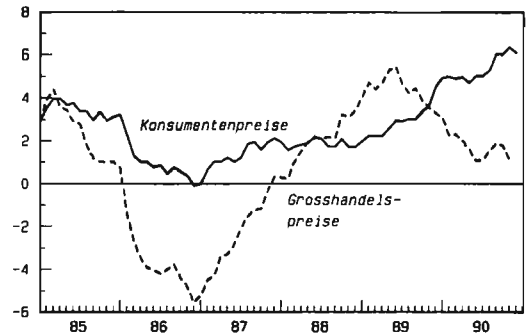
Die Zahl der Arbeitslosen stieg im dritten Quartal wieder leicht, und die Arbeitslosenquote (saisonbereinigt) erhöhte sich von 0,5% auf 0,6%. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen, die seit März zurückgeht, nahm im dritten Quartal weiter leicht ab, übertraf aber diejenige der Gesamtarbeitslosen immer noch. Die Zahl der Kurzarbeiter und die durch Kurzarbeit ausgefallene Arbeitszeit blieben im dritten Quartal zwar nach wie vor äusserst tief. Im Juli und August konnten sogar die geringsten Werte seit 1984 beobachtet werden. Im September und Oktober stiegen sie jedoch sprunghaft an. Dabei fiel über 70% der ausgefallenen Arbeitszeit allein auf die Uhrenindustrie und auf die Bijouterie. Gemäss Konjunkturtest der KOF rechnet bereits eine Mehrzahl der Unternehmer damit, dass sich der Arbeitsmarkt entspannen wird.

## Preise

Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im dritten Quartal um 5,8% über dem Vorjahreswert (2. Quartal 1990: 4,9%). Die Teuerungsentwicklung, die sich im zweiten Quartal etwas beruhigt hatte, erhielt durch die Preiserhöhungen bei den Erdölprodukten neuen Auftrieb.

Die höheren Erdölpreise beeinflussten einerseits die Jahresteuerrate der Bedarfsgruppe Heizung und Beleuchtung, so dass dieser Teilindex im dritten Quartal um 8,2% über dem Vorjahresniveau lag (3. Quartal 1989: 8,1%). Andererseits nahm auch der Index der Bedarfsgruppe Verkehr um 4,6% zu (2. Quartal: 2,6%). Die Auslandsgüter verteuerten sich von 2,7% im zweiten Quartal auf

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



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

Quelle: Bundesamt für Statistik

5,0% im dritten Quartal. Der Teuerungsauftrieb hielt aber auch bei den Preisen der Inlandgüter an (2. Quartal: 5,7%, 3. Quartal: 6,1%). Während die Preise der Dienstleistungen von 5,9% im zweiten Quartal auf 6,5% im dritten Quartal stiegen, kletterte die Teuerung bei den Waren von 3,8% auf 5,1%.

Im Oktober stieg der Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber der Vorjahresperiode um 6,4% und im November um 6,1%. Die hohe Teuerung im Oktober ist wiederum auf die Entwicklung bei den Heizölpreisen zurückzuführen, die im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresmonat um 35,8% zunahmen.

Die Preisindex auf der Grosshandelsstufe wies im dritten Quartal eine Jahresteuerrate von 1,7% aus, nachdem er im zweiten Quartal weniger stark zugenommen hatte (1,3%). Für diesen Anstieg waren vor allem die Preiserhöhungen für Erdölprodukte, die gegenüber dem Vorjahreswert im August um 9,0% und im September um 8,6% zunahmen, verantwortlich. Die Preise der Rohstoffe und Halbfabrikate gingen im Jahresvergleich zurück, während sich die Konsumgüter um 3,9% verteuerten. Die Teilindizes für Inland- und Auslandsgüter verliefen wie im Vorquartal gegenläufig. Die Preise der importierten Waren sank im Jahresvergleich jedoch nur noch leicht (2. Quartal: -2,1%, 3. Quartal: -0,2%), während die Teuerungsrate der Inlandgüter beinahe im selben Ausmass wie im Vorquartal stieg (2. Quartal: 2,5%, 3. Quartal: 2,6%).

## 2. Der monetäre Bereich

### Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Im dritten Quartal 1990 behielt die Schweizerische Nationalbank insgesamt betrachtet ihre restriktive Geldpolitik bei. Sie bekämpfte weiterhin die Teuerung, die sich infolge des starken Anstiegs der Erdölpreise erneut beschleunigte. Die Festigung des Schweizer Franks an den Devisenmärkten weitete jedoch den Handlungsspielraum der Nationalbank etwas aus.

Sie lockerte ihren geldpolitischen Kurs vorsichtig, so dass die Geldmarktsätze zurückgingen und im

September unter die deutschen Sätze fielen. Für den Zinsrückgang war nur eine vorübergehende Ausweitung der Giro Guthaben notwendig. Nachdem die Deutsche Bundesbank den Lombardsatz Anfang November erhöht hatte, stiegen die schweizerischen Geldmarktsätze wieder, blieben aber unter jenen in Deutschland. Der Notenumlauf lag infolge der hohen Zinssätze saisonbereinigt im dritten Quartal wiederum unter dem Stand der Basisperiode (4. Quartal 1989). Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge, die sich zu neun Zehnteln aus dem Notenumlauf zusammensetzt, nahm im Vergleich zur Basisperiode mit einer Jahresrate von 3,5% ab. Somit war der Rückgang deutlich geringer als im Vorquartal (-5,0%).

**Tabelle 6: Die bereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten**

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2, 7</sup>	NBGM <sup>1, 3</sup>	Ultimokredite <sup>1</sup>	BNBGM <sup>1, 4</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>
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 <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2, 7</sup>	NBGM <sup>1, 3</sup>	Saisonfaktoren	SBNBGM <sup>1, 5</sup>	Veränderung in % <sup>5</sup>
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 <sup>p</sup>	29 246 <sup>p</sup>	-3,5 <sup>p</sup>
1990 2. Q.	25 629	-2,6	2 992	-16,8	28 621	0,993 <sup>p</sup>	28 823 <sup>p</sup>	-5,0 <sup>p</sup>
1990 3. Q.	25 438	-2,6	3 045	-7,9	28 482	0,989 <sup>p</sup>	28 799 <sup>p</sup>	-3,5 <sup>p</sup>
1990 April	25 792	-2,1	2 935	-16,0	28 727	0,992 <sup>p</sup>	28 959 <sup>p</sup>	-4,9 <sup>p</sup>
1990 Mai	25 540	-3,2	2 998	-20,9	28 538	0,992 <sup>p</sup>	28 768 <sup>p</sup>	-5,4 <sup>p</sup>
1990 Juni	25 555	-2,5	3 043	-13,6	28 598	0,995 <sup>p</sup>	28 742 <sup>p</sup>	-4,8 <sup>p</sup>
1980 Juli	25 649	-2,4	3 021	-9,3	28 670	0,994 <sup>p</sup>	28 843 <sup>p</sup>	-3,7 <sup>p</sup>
1990 Aug.	25 344	-2,5	3 119	-3,6	28 463	0,983 <sup>p</sup>	28 955 <sup>p</sup>	-2,8 <sup>p</sup>
1990 Sept.	25 320	-2,8	2 994	-10,7	28 314	0,990 <sup>p</sup>	28 600 <sup>p</sup>	-3,9 <sup>p</sup>
1990 Okt.	25 466	-2,1	2 894	-9,8	28 360	0,987 <sup>p</sup>	28 734 <sup>p</sup>	-3,1 <sup>p</sup>
1990 Nov.	25 672	-1,3	2 939	-3,9	28 611	0,993 <sup>p</sup>	28 813 <sup>p</sup>	-2,6 <sup>p</sup>

<sup>1</sup> Durchschnitt aus Monatswerten; Jahres- und Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

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

<sup>3</sup> Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

<sup>4</sup> Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge - Ultimokredite

<sup>5</sup> Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge dividiert mit den entsprechenden Saisonfaktoren

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> 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.

<sup>p</sup> provisorisch

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

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
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. <sup>2</sup>	-3,5	12,6	6,7
1989 2. Q. <sup>2</sup>	-7,8	19,8	6,2
1989 3. Q. <sup>2</sup>	-6,4	23,0	5,7
1989 4. Q. <sup>2</sup>	-6,0	25,3	6,1
1990 1. Q. <sup>2</sup>	-7,2	21,1	4,1
1990 2. Q. <sup>2</sup>	-5,5	13,5	2,0
1990 April <sup>2</sup>	-7,4	17,0	2,7
1990 Mai <sup>2</sup>	-5,3	13,3	1,8
1990 Juni <sup>2</sup>	-3,7	10,1	1,4
1990 Juli <sup>2</sup>	-4,7	9,4	1,2
1990 Aug. <sup>2</sup>	-5,7	10,2	1,5
1990 Sept. <sup>2</sup>	-5,1	10,8	2,4
1990 Okt. <sup>2</sup>	-3,6	9,6	2,1

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

<sup>2</sup> provisorisch

M<sub>1</sub> = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + Quasi-Geld (Inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)

M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + Spareinlagen

Das im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode weiterhin hohe Zinsniveau beeinflusste die Entwicklung der Geldmengenaggregate M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub> und M<sub>3</sub> gegenüber dem Stand vor Jahresfrist. Der Bargeldumlauf sank im dritten Quartal um 2,2% (2. Quartal: -2,8%), und die Sichteinlagen bildeten sich in der Zeitspanne Juli bis September wie in den vorausgegangenen drei Monaten um 6,6% zurück. Die Geldmenge M<sub>1</sub>, die sich aus dem Bargeldumlauf und den Sichteinlagen zusammensetzt, lag damit um 5,2% unter dem entsprechenden Vorjahresstand (2. Quartal: -5,5%).

Da die Geldmarktsätze im Vorjahresvergleich etwas weniger stark zunahmen als im zweiten Quartal, wuchsen die Termineinlagen mit 20,6% deutlich langsamer als in der Vorperiode (27,9%). Aufgrund der Entwicklung von M<sub>1</sub> und der Termineinlagen nahm das Geldmengenaggregat M<sub>2</sub> mit 10,1% im dritten Quartal erneut langsamer zu als im Vorquartal (1. und 2. Quartal: 21,1% bzw. 13,5%). Die Spareinlagen gingen im Vergleich

zum Stand im entsprechenden Vorjahresquartal um 7,5% zurück. Damit verlangsamte sich das Wachstum der Geldmenge M<sub>3</sub> in den Monaten Juli bis September auf durchschnittlich 1,7% (2. Quartal: 2,0%). Insgesamt widerspiegeln die Veränderungen der Geldmengenaggregate den restriktiven Kurs der Nationalbank.

### **Geldmarkt**

Die schweizerischen Geldmarktsätze gingen im dritten Quartal zurück. Der Tagesgeldsatz sank von Juli bis September um rund zwei Prozentpunkte auf 6,6%. Im Durchschnitt des dritten Quartals lag der Tagesgeldsatz damit bei 7,7% (2. Quartal: 8,8%).

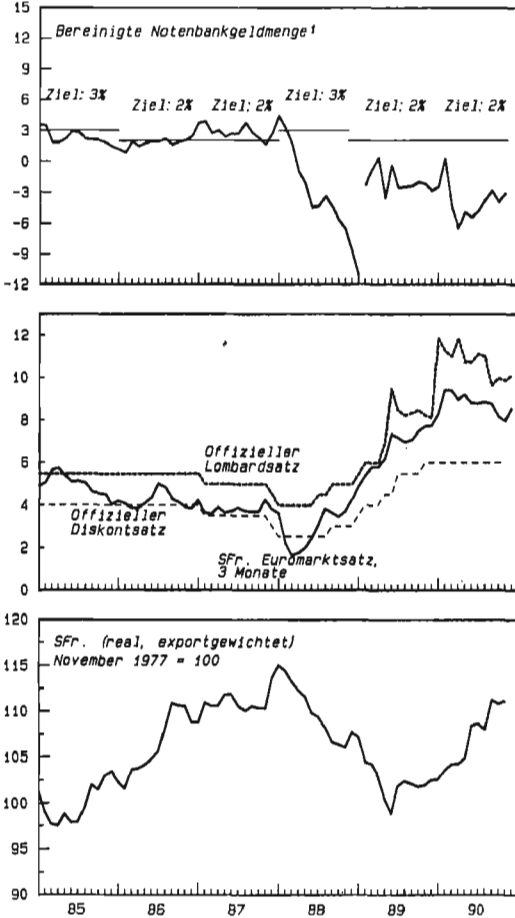
Am Euromarkt betrug die Verzinsung von dreimonatigen Schweizer-Franken-Einlagen im Durchschnitt der Monate Juli bis September 8,6% nach knapp 9,0% im vorangegangenen Vierteljahr. Der Zinsvorsprung betrug im Mittel noch 0,3 Prozentpunkte gegenüber den entsprechenden D-Mark-Anlagen (2. Quartal: 0,6 Prozentpunkte) und unverändert 0,6 Prozentpunkte gegenüber den vergleichbaren Dollardepots. Im September lagen die schweizerischen Geldmarktsätze unter denjenigen in Deutschland und im Oktober auch leicht unter denjenigen in den Vereinigten Staaten.

Die Verzinsung von dreimonatigen Kundenfestgeldern bei den schweizerischen Grossbanken (Monatsendwert) sank von durchschnittlich 8,4% im zweiten auf 8,0% im dritten Quartal.

Die Rendite der neuemittierten eidgenössischen Geldmarktbuchforderungen (3 Monate) lag im dritten Quartal mit 8,3% nur knapp unter dem Mittel von 8,4% im Vorquartal. Dagegen brachte die Oktoberauktion einen Renditerückgang auf 7,2%. Mit der am 8. November durchgeführten Emission wird die Schweizerische Effekten-Giro AG (SEGA) von der Nationalbank die Führung des Geldmarktregisters übernehmen. Dadurch wird im wesentlichen ein Sekundärmarkt in Geldmarktbuchforderungen ermöglicht. Die Übertragung von Guthaben im Geldmarktregister ist stempelsteuerfrei. Neben dem Bund haben auch

erste andere – öffentliche und private – Schuldner SEGA-fähige Geldmarktbuchforderungen ausgeben.

**Grafik 14: Schweiz**



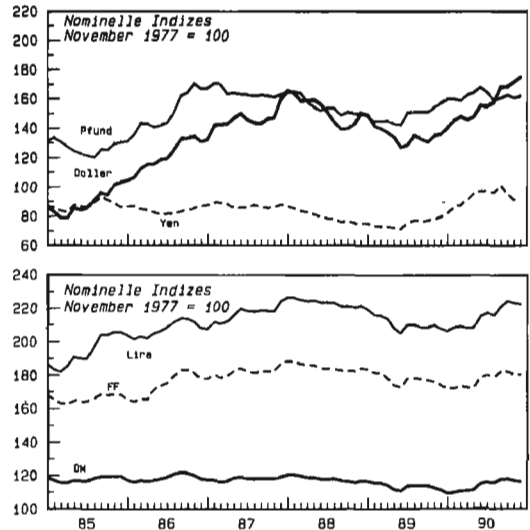
- <sup>1</sup> Bis 1988: Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode  
Ziele: durchschnittliches monatliches Wachstum gegenüber Vorjahr  
Seit 1989: Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der auf Jahresbasis 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

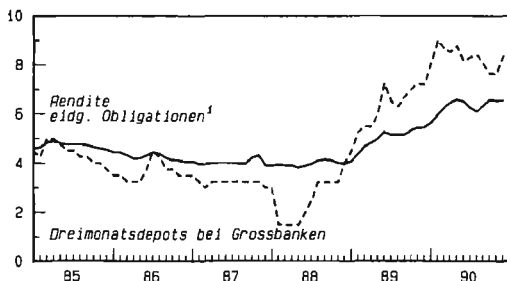
## Devisenmarkt

In den vier Monaten von August bis November gewann der Schweizer Franken gegenüber den Währungen der wichtigsten Industrieländer ausser dem japanischen Yen an Wert. Besonders stark wertete sich der Franken gegenüber dem amerikanischen Dollar auf (6,2%). Gegenüber den Währungen des Europäischen Währungs-Systems (EWS) betrug die Aufwertung zwischen 0,0% und 2,6%. Nachdem sich – im Zusammenhang mit den Spekulationen um den erwarteten Beitritt des Pfundes zum EWS – der Franken gegenüber dem britischen Pfund in den vorangegangenen drei Monaten noch abgeschwächt hatte, gewann er in den Monaten August bis November wieder um 1,5% an Wert. Der Franken notierte gegenüber dem japanischen Yen um 5,4% tiefer. Die täglichen Schwankungen der Frankenkurse nahmen im Vergleich zu den vier vorangegangenen Monaten wieder leicht zu. Sie lagen für die Monate August bis November auf Jahresbasis zwischen 6 und 15%.

Im Durchschnitt der Monate August bis November lag der Frankenkurs des amerikanischen Dollars bei 1.29 Franken (Vorjahresperiode: Fr.1.65), der Kurs der japanischen Währung bei Fr. 0.95 je

**Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**



**Grafik 16: Zinssatzentwicklung**

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

100 Yen (Fr. 1.15/100 Yen) und jener der D-Mark bei 83,8 Rappen (87,1 Rappen). Im Vorjahresvergleich gewann der Franken somit gegenüber dem Dollar um 21,9%, gegenüber dem Yen um 17,8% und gegenüber der D-Mark um 3,8% an Wert.

In den Monaten August bis November gab es ausserhalb des EWS kaum international koordinierte Interventionen auf den Devisenmärkten. Die Schweizerische Nationalbank intervenierte nicht.

Die reale Aufwertung des Frankens hielt im dritten Quartal an. Auf exportgewichteter Basis und um die Veränderung der Konsumentenpreise bereinigt stieg sein Wert gegenüber der Vorjahresperiode um 7,8% (2. Quartal: 7,0%). Am stärksten stieg der reale Frankenkurs gegenüber dem Yen (29,9%), dem Dollar (24,9%) und der D-Mark (5,5%). Gegenüber dem britischen Pfund fiel die reale Aufwertung mit 0,9% am geringsten aus.

### **Kapitalmarkt**

Die unter Berücksichtigung der vorzeitigen Kündbarkeit berechneten Durchschnittsrenditen der eidgenössischen Obligationen sanken von 6,7% im April auf 6,1% im Juli (Monatsendwerte). Aufgrund höherer Teuerungserwartungen, die vor allem von der Krise im Mittleren Osten beeinflusst wurden, lagen sie seit August jedoch wieder bei knapp 6,6%. Die durchschnittliche Rendite betrug damit wie bereits im Vorquartal 6,4%. Bei vergleichbaren kurzfristigen Sätzen von über 8%

blieb die Zinsstruktur zwischen dem Geldmarkt und dem Kapitalmarkt weiterhin stark invers. Die Differenz verringerte sich jedoch im September und Oktober, da die Renditen am Kapitalmarkt etwas stiegen, während die Geldmarktsätze deutlich zurückgingen.

Die von den Grossbanken neu emittierten Kassaobligationen hatten im dritten Quartal wie bereits im Vorquartal einen mittleren Zinssatz von 7,0%. Im September war die durchschnittliche Verzinsung allerdings einen Viertelprozentpunkt höher. Die häufigsten Zinssätze variierten am Quartalsende zwischen 7,5% für dreijährige und 6,7 bis 7% für sechs- bis achtjährige Laufzeiten.

Die durchschnittlichen Zinssätze auf Spareinlagen bei den Kantonalbanken blieben von Mai bis September unverändert bei 4,7%. Die Hypothekensätze der Kantonalbanken stiegen vom zweiten zum dritten Quartal um rund 0,2 Prozentpunkte auf 7,5% für Neuhypotheken und auf 6,4% für Althypotheken.

Am schweizerischen Kapitalmarkt wurden im dritten Quartal Obligationen und Aktien im Umfang von 12,5 Mrd. Franken emittiert (3. Quartal 1989: 10,9 Mrd.). Davon entfielen knapp 4,4 Mrd. Franken (5,0 Mrd.) auf inländische Emittenten. Nach Abzug der Rückzahlungen von 1,3 Mrd. Franken (1,5 Mrd.) belief sich die inländische Nettobeanspruchung auf 3,0 Mrd. Franken (3,4 Mrd.).

### **Kapitalexport**

Im dritten Quartal betrug die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexporte 10,4 Mrd. Franken. Sie lagen somit um 8% über dem Wert der entsprechenden Vorjahresperiode. Dabei stiegen die Anleihen um 29%, während die Kredite um 27% zurückgingen.

Im Vorjahresvergleich nahm die Emission gewöhnlicher (Straight-)Anleihen trotz tendenziell steigender Zinssätze und der Krise in der Golfregion wiederum markant zu. Mit 3,3 Mrd. Franken (2. Quartal: 5,7 Mrd.) wurde das Niveau vor Jahresfrist um mehr als das Doppelte übertroffen. Die ausserordentliche Höhe der Zuwachsrates



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

	Anleihen <sup>1</sup>	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
1990 3. Q.	7 689,0	2 427,7	270,0	10 386,7

<sup>1</sup> Inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes; Neugliederung infolge Revision der Kapitalexportbestimmungen vom 29. 5. 1986

war allerdings vor allem dem tiefen Niveau dieser Anleihen im Basisquartal des Vorjahres zuzuschreiben. Nachdem das Interesse für neue eigenkapitalbezogene Anleihen im zweiten Quartal praktisch erloschen war, erreichten die Bewilligungen für Wandel- und Optionsanleihen im dritten Quartal rund 90% des relativ hohen Niveaus im Vorjahresquartal. Das Volumen dieser Anleihen – es handelt sich fast ausschliesslich um japanische Schuldner – erreichte im dritten Quartal 4,5 Mrd. Franken (2. Quartal: 220 Mio.). Damit übertraf das Quartalsvolumen der eigenkapitalbezogenen Anleihen dasjenige der herkömmlichen (Straight-)Anleihen.

Der Anteil Japans am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport stieg erneut auf 48%, im Vergleich zu 4% im zweiten Quartal. Die Quote der europäischen Anleihenschuldner sank hingegen von 46% auf 34%, während diejenige Nordamerikas von 24% auf 14% fiel. Der Anteil der anderen Ländergruppen belief sich insgesamt auf 4%, im Vergleich zu 26% in der Vorperiode. Die Quote der internationalen Entwicklungsorganisationen betrug 3%, gegenüber 13% im zweiten Quartal 1990.

### **Bankbilanzen und Kredite**

Die Bilanzsumme der 68 in der Stichprobe erfassten Banken wuchs von Ende September 1989 bis Ende September 1990 um 7%. Werden die auf Dollar lautenden Bestände, welche 16% des Totals ausmachen, zum Vorjahreskurs bewertet, betrug das Wachstum 11%.

Auf der Aktivseite hielt der Abbau der Finanzanlagen an, da die zufließenden Publikumsfelder weiterhin nicht zur Finanzierung der neuvergebenen Kredite ausreichten. Seit Jahresfrist haben die Banken ihre Finanzanlagen um rund ein Viertel abgebaut. Vor allem ging der Interbanksaldo zurück. Er nahm binnen Jahresfrist von 23 Mrd. auf minus 7 Mrd. ab. Die Banken bauten auch ihre liquiden Mittel insgesamt um 2% und im Frankenbereich um 12% ab. Der Kassenliquiditätsgrad der Banken (505 Institute) lag weiterhin bei knapp 150%. Die Wechsel und Geldmarktpapiere stiegen innerhalb eines Jahres um 22%, während die Wertschriften praktisch auf demselben Stand verharrten.

Die Kredite (Debitoren, Hypothekaranlagen und Kontokorrentkredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften) lagen Ende September 1990 insgesamt um 10% über dem Wert vor einem Jahr. Die Wachstumsrate der inländischen Kredite betrug 11%. Die inländischen Debitoren nahmen um 13%, die Hypotheken um 10% zu. Die Jahresveränderungsraten der Kredite schwächten sich in den letzten Monaten nur noch wenig ab.

Die sich in den letzten Monaten abzeichnende Entwicklung bei den Baukrediten akzentuiert sich: Die Jahreswachstumsrate der bewilligten Kreditlimiten nimmt laufend ab, während die Beanspruchung derselben immer noch steigt, so dass der Kreditspielraum (Differenz zwischen Limite und Beanspruchung) kleiner wurde. Ende September betrug der Jahreszuwachs der Kreditlimiten noch gut 5%, nachdem er ein Jahr zuvor noch rund 14% betragen hatte; die Zuwachs-

rate der Beanspruchung erhöhte sich von 11% auf 16%. Wird die im letzten Jahr aufgelaufene Bauteuerung berücksichtigt, nahmen die bewilligten Baukredite real ab.

Auf der Passivseite der Bankbilanzen blieb der Zufluss der Publikumsgelder mit 5% nach wie vor deutlich unter der Kreditvergabe. Die sich aufgrund der Zinsentwicklung für die Banken negativ auswirkenden Umlagerungen von den Kreditoren auf Sicht und den Spargeldern zu den Kreditoren auf Zeit dauerte, wenn auch abge-

schwächt, an. So nahmen die Kreditoren auf Sicht im Jahresvergleich immer noch um 10% und die Spar- und Depositenhefte um 7% ab, während die Kreditoren auf Zeit Ende September 1990 14% über ihrem Vorjahresvergleichswert lagen. Die Kassenobligationen und Obligationen erhöhten sich um 11%.

Die bei den 68 Banken plazierten Treuhandgelder erhöhten sich um 2% auf 118 Mrd. Sie stammen zu rund zwei Dritteln aus dem Ausland und werden beinahe ausschliesslich dort plazierte.

## Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance  
du 14 décembre 1990<sup>1</sup>

### A. Aperçu

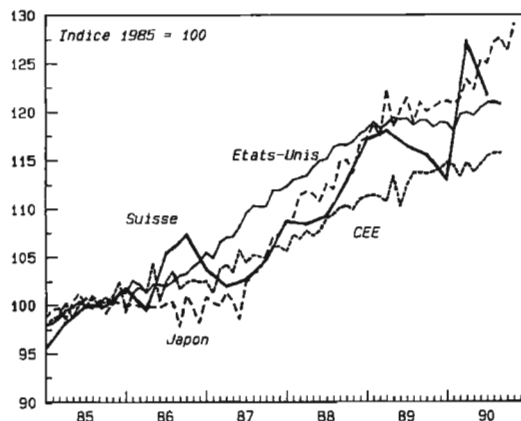
#### 1. Etranger

##### Evolution de la conjoncture

Au troisième trimestre de 1990, la croissance économique a marqué un ralentissement dans la plupart des grands pays industrialisés. L'affaiblissement de la conjoncture est dû à la politique monétaire restrictive, mais aussi à la forte hausse que les prix pétroliers ont enregistrée à la suite de la crise du Golfe. Selon de premières estimations, l'économie américaine a été plus vigoureuse que ce qui était attendu après la stagnation du deuxième trimestre; les signes de stagnation et de récession se sont toutefois renforcés dans plusieurs branches, en particulier dans la construction. Au Royaume-Uni, la conjoncture a continué à se détériorer. Après le net ralentissement de la demande intérieure, l'industrie d'exportation a perdu, elle aussi, de son dynamisme. Dans les pays du continent européen, la conjoncture a évolué de manière inégale. L'essor de l'économie ouest-allemande est resté soutenu, grâce principalement à la demande intérieure, tandis que la croissance a faibli nettement en France et en Italie. Le ralentissement s'explique par la contraction de la demande étrangère en France et par l'évolution des investissements en Italie. Au troisième trimestre, l'expansion économique a été vigoureuse au Japon; les principales impulsions sont venues de nouveau des investissements et de la consommation, la construction ayant quelque peu faibli après la forte hausse des taux d'intérêt.

Aux Etats-Unis, le fléchissement de la conjoncture a engendré un recul de l'emploi et, partant, une augmentation sensible du chômage. Dans

Graphique 1: Production industrielle



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

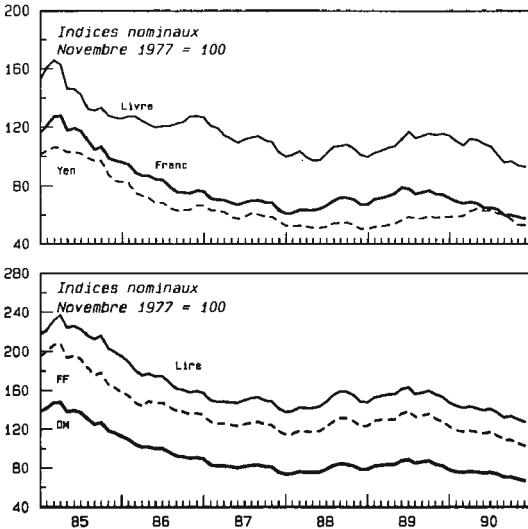
les pays de la Communauté européenne (CE), les taux de chômage n'ont pas suivi une tendance homogène. Le nombre des chômeurs s'est accru légèrement au Royaume-Uni, mais a continué son mouvement de repli en Allemagne de l'Ouest. Les taux de chômage sont restés inchangés dans la plupart des autres pays de la CE.

En moyenne des pays de l'OCDE, le taux annuel de renchérissement a passé de 6% en juin à 7% en septembre. La hausse mensuelle des prix a atteint 1,1% en septembre, contre 0,3% en juin. Ce bond est dû principalement à l'augmentation massive des prix pétroliers. Entre juin et septembre, le baril de pétrole brut a passé de 16 dollars environ à quelque 33 dollars; au troisième trimestre de 1989, il valait 17 dollars en moyenne.

Selon des estimations de l'OCDE, le produit national brut réel des pays industrialisés augmentera de 2,8% en 1990, contre 3,4% l'année précédente. Pour 1991, l'OCDE s'attend à un ralentissement de la croissance économique à 2,1% en moyenne, à cause principalement des taux

<sup>1</sup> Le rapport, achevé à la mi-novembre, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois d'août et d'octobre 1990.

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



d'intérêt plus élevés et du renchérissement du pétrole.

### **Politique économique**

Au troisième trimestre, les pays industrialisés ont généralement maintenu leur politique monétaire restrictive, de sorte que les taux d'intérêt à court terme sont restés élevés ou ont même encore augmenté légèrement dans la zone de l'OCDE. Etant donné la vigueur de la conjoncture et l'accentuation du danger inflationniste, la Banque fédérale d'Allemagne a réduit les liquidités du système bancaire. Au début de novembre, elle a porté le taux lombard de 8% à 8,5% pour l'adapter à l'évolution du niveau des taux d'intérêt. En revanche, la Banque de France a assoupli un peu sa politique monétaire, après la légère hausse que les rémunérations servies sur le marché monétaire avaient enregistrée au troisième trimestre. Elle a abaissé le taux des réserves obligatoires des banques à la mi-octobre et réduit, à la fin du même mois, ses taux d'intervention d'un quart de point. Ainsi, la Banque de France a mis à profit la marge de manœuvre que lui donnaient la fermeté du franc au sein du Système monétaire européen et la croissance lente des agrégats moné-

taires. Les autorités monétaires américaines, qui avaient déjà quelque peu relâché les rênes au début du troisième trimestre, ont renforcé la dotation du marché monétaire en liquidités à fin octobre. Les taux à court terme ont alors fléchi légèrement aux Etats-Unis. La politique monétaire est restée par contre restrictive au Japon; les rémunérations à court terme ont encore augmenté et les taux à long terme, qui avaient marqué un repli au deuxième trimestre, se sont de nouveau inscrits en hausse. A fin août, la Banque du Japon a porté son taux de l'escompte de 5¼% à 6%.

Le 6 octobre, le Royaume-Uni a adhéré au mécanisme de change du Système monétaire européen (SME). Simultanément, la Banque d'Angleterre a réduit son taux d'intervention, ce qui a amené les banques commerciales à ramener le taux de base – taux qui est appliqué aux débiteurs de premier ordre – de 15% à 14%. Ces mouvements de taux d'intérêt se sont produits avec, en toile de fond, une croissance nettement plus lente des agrégats monétaires et un nouvel affaiblissement de la conjoncture.

Après de longs débats, le Congrès américain a approuvé le budget pour l'exercice 1991 qui a commencé en octobre 1990. Ce budget se solde par un déficit de 260 milliards de dollars. Grâce à des réductions de dépenses et à des augmentations d'impôts, les déficits jusqu'en 1995 ont pu en outre être diminués de près de 500 milliards de dollars au total.

### **Marchés des changes**

Le mouvement de baisse du dollar, qui a commencé au début d'avril de cette année, a continué pendant les mois d'août à novembre. La crainte d'une récession aux Etats-Unis a contribué à la faiblesse de la monnaie américaine sur les marchés des changes. Cette crainte a été alimentée par la crise du Golfe, par les coupes budgétaires prévues et par la situation critique dans laquelle se trouvent d'importantes branches de l'économie américaine.

Le dollar a cédé entre 11,2%, face au yen japonais, et 3,7%, vis-à-vis de la lire italienne. Il a perdu 5,6% en moyenne par rapport aux autres

### Cours-pivots des monnaies du SME (valeurs de l'Ecu en monnaies nationales)

Monnaie	Cours-pivots		Cours centraux de la livre
	A partir du 8 octobre 1990	Etat au 8 janvier 1990	
Mark allemand	2,05586	2,04466	2,95000
Franc belge/lux.	42,4032	42,1679	60,8541
Couronne danoise	7,84195	7,79845	11,2526
Franc français	6,89509	6,85684	9,89389
Livre irlandaise	0,767417	0,763159	1,10118
Lire italienne	1538,24	1529,70	2207,25
Florin néerlandais	2,31643	2,30358	3,32389
Peseta espagnole	133,631	132,889	191,750
Drachme grecque*	205,311	187,934	—
Escudo portugais*	178,735	177,743	—
Livre sterling	0,696904	0,728615	1,0

\* Monnaies qui entrent dans la composition du panier mais ne participent pas au mécanisme de change

monnaies du SME et 6,2% face au franc suisse. Ses fluctuations journalières ont été de nouveau un peu plus fortes qu'au cours des quatre mois précédents. En taux annualisé, elles se sont inscrites entre 9 et 14% pendant les mois d'août à novembre.

La baisse de la monnaie américaine a été substantielle également par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Le dollar a perdu entre 16,7 et 19,6% vis-à-vis des monnaies du SME, 21,7% par rapport à la livre sterling et 21,9% face au franc suisse; son repli a été modeste vis-à-vis du yen japonais uniquement.

Au troisième trimestre, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, était inférieur de 4,7%, en termes nominaux, et de 4%, en termes réels, à ses niveaux de la période correspondante de 1989. La chute du yen a été encore plus forte, le cours pondéré de la monnaie japonaise ayant reculé de 6,7% en termes nominaux et 9,4% en termes réels. En revanche, le cours pondéré du mark allemand a augmenté de 5,2% en termes nominaux (2,5% en termes réels), et celui du franc suisse, de 8% (7,8%).

Après l'entrée du Royaume-Uni dans le SME, toutes les monnaies de la CE, à l'exception de la drachme grecque et de l'escudo portugais, font partie du mécanisme de change du SME. Sur proposition du Comité monétaire de la CE, les cours-pivots en Ecus des monnaies du SME ont été modifiés légèrement, le 8 octobre; quant au

cours-pivot de la livre sterling, il a été fixé à 0,696904 pour un Ecu, ce qui équivaut à un cours central de 2,95 marks pour une livre. Les nouveaux cours-pivots figurent dans le tableau ci-dessus. Comme la peseta espagnole, la livre bénéficie pendant une période de transition, pour faciliter son intégration dans le mécanisme de change, de la marge de fluctuation élargie de +/- 6%. Ainsi, face au mark allemand par exemple, ses points d'intervention sont de 3,132 et 2,778 marks pour une livre. Entre les mois d'août et de novembre, la livre est restée assez stable, autour de son cours central, par rapport au mark; auparavant, tout particulièrement au deuxième trimestre, elle s'était raffermie fortement vis-à-vis du mark, du fait des rumeurs qui circulaient au sujet de sa prochaine adhésion au SME.

Au sein du SME, la lire italienne a faibli, entre août et novembre, face au mark allemand principalement. La Banque d'Italie et la Banque fédérale d'Allemagne ont dû intervenir à plusieurs reprises pour maintenir la monnaie italienne à l'intérieur de sa marge de fluctuation.

Le 27 octobre, les chefs d'Etat et de gouvernement de la CE ont pris, à Rome, des dispositions préliminaires en vue de l'entrée, au début de 1994, dans la deuxième étape de l'Union économique et monétaire (UEM), étape qui prévoit pour l'essentiel la mise sur pied d'une banque centrale européenne. Le calendrier adopté suppose toutefois que, d'ici là, le grand marché intérieur de la CE soit réalisé et qu'un nouveau traité soit ratifié.

En outre, il faudra que les conditions soient remplies pour que les banques centrales des pays ne puissent plus être appelées à financer des déficits budgétaires.

### ***Problèmes de l'endettement et coopération internationale***

La stratégie (plan Brady), qui a été mise en place au début de 1989 pour soulager les pays les plus lourdement endettés, s'est enlisée en 1990, à cause notamment des arriérés de paiement que des pays débiteurs ont accumulés envers les banques créancières. Depuis mars 1989, le volume de ces arriérés a triplé pour atteindre 22 milliards de dollars, dont 7,3 milliards pour l'Argentine, 7,1 milliards pour le Brésil et 3 milliards pour le Pérou. Etant donné cette évolution, le Fonds monétaire international (FMI) a refusé de verser au Brésil un nouveau crédit stand-by de 2 milliards de dollars, avant que la question des arriérés n'ait été résolue. Ainsi, le FMI est revenu sur son intention d'accorder des prêts, dans le cadre du plan Brady, même à des pays en retard dans leurs paiements aux banques créancières. Les négociations de rééchelonnement de la dette brésilienne, entamées en octobre, sont particulièrement difficiles. En effet, le gouvernement du Brésil estime que l'assainissement de l'économie doit passer avant le service de la dette extérieure; d'un autre côté, les banques américaines qui se heurtent à des difficultés financières ne peuvent consentir à un compromis à propos des intérêts qui leur sont dus.

Le Club de Paris – organisation des pays créanciers – a assoupli, en été, les conditions de rééchelonnement applicables aux dettes des plus faibles des pays à revenu intermédiaire («lower middle income countries»). Auparavant, le Club de Paris ne distinguait que deux catégories de débiteurs, à savoir les pays auxquels s'appliquaient des conditions normales et les pays les plus pauvres (Etats africains surtout), qui bénéficiaient de conditions plus favorables depuis le sommet économique de Toronto en 1988. Lors de la renégociation des crédits d'aide au développement, les pays de ce troisième et nouveau groupe devraient obtenir un délai de remboursement de vingt ans et un amortissement à partir de

la onzième année. Le taux d'intérêt, inférieur au niveau du marché pour les crédits d'aide au développement, devrait rester inchangé pendant toute la durée du prêt. Lors du rééchelonnement des autres crédits garantis par les Etats et accordés aux conditions du marché, le délai de remboursement est de quinze ans et huit années sont sans amortissements obligatoires. Pour les pays les plus pauvres, la durée des crédits d'aide au développement, en cas de rééchelonnement, est de vingt-cinq ans et l'amortissement commence après quatorze ans. Les pays entrant dans le nouveau groupe seront désignés de cas en cas, en fonction de critères précis, tels que le revenu par tête d'habitant, la part de la dette publique à l'ensemble de la dette extérieure et le degré d'endettement. Le Maroc et le Honduras ont été les premiers pays à être admis dans cette nouvelle catégorie.

Dans le sillage de l'ouverture économique de l'Europe de l'Est, deux autres pays de cette région, la Tchécoslovaquie et la Bulgarie, ont adhéré aux institutions de Bretton Woods, soit au Fonds monétaire international et à la Banque mondiale. La Suisse ayant présenté une demande d'adhésion au début de juin, le FMI a chargé un comité d'établir une proposition pour la quote-part de notre pays. Si la Suisse accepte la proposition, sa quote-part sera encore soumise au Conseil des gouverneurs du FMI pour approbation. La quote-part est déterminante pour les questions financières, mais aussi pour le poids du pays au sein des organes du Fonds, donc pour l'appartenance au Conseil d'administration qui comprend 22 sièges. Tous les pays membres du FMI ont accueilli favorablement la demande d'adhésion de la Suisse, mais les négociations sont difficiles, comme on s'y attendait. En ce qui concerne la fixation de la quote-part, la Suisse a des désirs qui ont reçu le soutien de grands pays industrialisés notamment. Des oppositions sont venues cependant de pays moyens ou petits qui ne sont pas satisfaits de leur propre quote-part ou qui craignent qu'une adhésion de la Suisse détériore leur position.

La crise du Golfe a de lourdes conséquences économiques sur une série de pays, en particulier l'Egypte, la Jordanie et la Turquie. Les pertes que ces pays ont subies et subiront pendant les an-

nées 1990 et 1991 sont estimées à 13,5 milliards de dollars. En vue de compenser ces pertes, un «Golf Crisis Coordination Group» a été constitué, en septembre, à Washington. Des contributions financières seront fournies par la plupart des pays de l'OCDE et, surtout, par les pays producteurs de pétrole de la région du Golfe. La Suisse mettra environ 100 millions de dollars à disposition. En outre, le FMI a décidé d'apporter une aide, dans le cadre des mécanismes existants, aux pays qui souffrent tout particulièrement des répercussions de la crise du Golfe. Ces possibilités – les tranches normales de crédit, les deux facilités d'ajustement structurel et le mécanisme de financement compensatoire pour aléas extérieurs – seront en partie adaptées et mises temporairement à disposition.

A la mi-septembre, la Hongrie a remboursé intégralement le crédit relais de 280 millions de dollars que la Banque des Règlements Internationaux lui avait accordé à la mi-juin. La Banque nationale suisse avait participé à ce crédit en fournissant une promesse de substitution de 5 millions de dollars. Au début du mois d'octobre, la Yougoslavie a remboursé le solde du crédit de 80 millions de dollars qu'elle avait reçu de la Banque nationale suisse en 1983. Ce crédit était assorti d'une garantie de la Confédération.

## 2. Suisse

Au troisième trimestre, la croissance économique est restée vive en Suisse, mais les signes de ralentissement conjoncturel sont devenus de plus en plus perceptibles. Par rapport à la période correspondante de 1989, le produit intérieur brut réel a progressé de 3%, soit au même rythme que le trimestre précédent. La demande, tant intérieure qu'étrangère, a été forte. La consommation privée a augmenté sensiblement, grâce, en particulier, aux dépenses pour des services. D'un trimestre à l'autre, l'expansion des investissements s'est accélérée du fait de la vive croissance enregistrée dans le domaine des biens d'équipement. Après avoir fléchi au deuxième trimestre, la progression des exportations de marchandises a repris de la vigueur.

En Suisse, l'inflation s'est encore accélérée à

cause de la hausse des prix pétroliers. Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5,8% son niveau de la période correspondante de 1989. Le trimestre précédent, un ralentissement avait été observé, le taux ayant passé à 4,9%. Le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 6,4% en octobre et à 6,1% en novembre.

Les tensions ont continué à régner sur le marché du travail. L'emploi a augmenté encore, grâce, principalement, à l'engagement de travailleurs étrangers. Toutefois, le nombre des chômeurs s'est légèrement accru, en données corrigées des variations saisonnières, et celui des places vacantes a encore diminué.

Le nombre des indicateurs annonçant un fléchissement de l'expansion a augmenté. Dans l'industrie, les bénéfices des entreprises se sont dégradés au troisième trimestre. Les entreprises industrielles s'attendent à une évolution plus lente de leurs affaires. Les entrées de commandes et les portefeuilles de commandes ont stagné ou diminué dans la plupart des branches. Les crédits de construction ouverts se sont accrus à un rythme moins rapide; dans le secteur des maisons familiales, ils ont même reculé. Seules les entreprises du commerce de détail tablent sur une progression de leur chiffre d'affaires, en particulier pour les biens de consommation non durables. Quant aux consommateurs, ils jugent les perspectives économiques de manière beaucoup plus pessimiste et s'attendent à une nouvelle détérioration de leur situation financière. L'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a montré que les entreprises prévoient une détente sur le marché du travail.

Au troisième trimestre, le franc suisse s'est raffermi face aux monnaies des principaux pays industrialisés, à l'exception du yen japonais. Son cours réel, pondéré par les exportations, a, lui aussi, augmenté. Au troisième trimestre, il dépassait de 7,8% son niveau de la période correspondante de 1989.

En dépit de l'affaiblissement de la conjoncture qui se dessine, la Banque nationale a poursuivi sa politique monétaire restrictive, étant donné que le danger inflationniste n'est pas encore jugulé. En

août, quand le franc suisse a commencé à se raffermir, elle a toutefois décidé de mettre à profit la marge de manœuvre résultant de l'évolution sur les marchés des changes. Les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse ont alors fléchi pour passer de nouveau au-dessous des taux allemands. Une augmentation temporaire des avoirs en comptes de virements a suffi pour faire reculer les taux d'intérêt. Après le relèvement, au début du mois de novembre, du taux lombard en Allemagne, les taux suisses à court terme ont enregistré une légère hausse, mais sont restés inférieurs aux taux allemands. En moyenne, les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à l'institut d'émission n'ont par conséquent guère varié d'un trimestre à l'autre. Ils s'inscrivaient en moyenne à 3,05 milliards de francs au troisième trimestre. Les billets en circulation ont continué à évoluer bien au-dessous de leur niveau du quatrième trimestre de 1989. En taux annualisé, la monnaie centrale dessaisonnalisée était inférieure de 3,5%, au troisième trimestre, à son niveau de la période de référence (quatrième trimestre de 1989).

La structure des taux d'intérêt est restée inverse au troisième trimestre. L'écart entre les taux à court terme et ceux qui sont à long terme a toutefois diminué à la suite, principalement, du repli des rémunérations servies sur le marché monétaire. En moyenne, le rendement des obligations fédérales et celui des nouvelles obligations de caisse des banques n'ont pas varié au troisième trimestre; ils ont, cependant, augmenté au cours des mois de septembre et d'octobre. Dans les banques cantonales, la rémunération moyenne des fonds d'épargne est restée inchangée à 4,7% entre mai et septembre, alors que le taux des nouvelles hypothèques a passé à 7,5%, et celui des anciennes, à 6,4%.

Après l'annonce par les grandes banques d'une nouvelle hausse des taux hypothécaires – la quatrième – à compter du 1er novembre, l'idée de recourir à un arrêté fédéral urgent pour soumettre ces taux à une surveillance des prix reposant soit sur des facteurs conjoncturels, soit sur des critères de concurrence a fait l'objet d'un débat. Au début d'octobre, le Conseil national et le Conseil des Etats ont décidé de soumettre temporairement les taux hypothécaires à une surveillance

concurrentielle. Le préposé à la surveillance des prix a été chargé de cette tâche. Il est prévu qu'il consulte la Banque nationale et la Commission fédérale des banques.



## B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

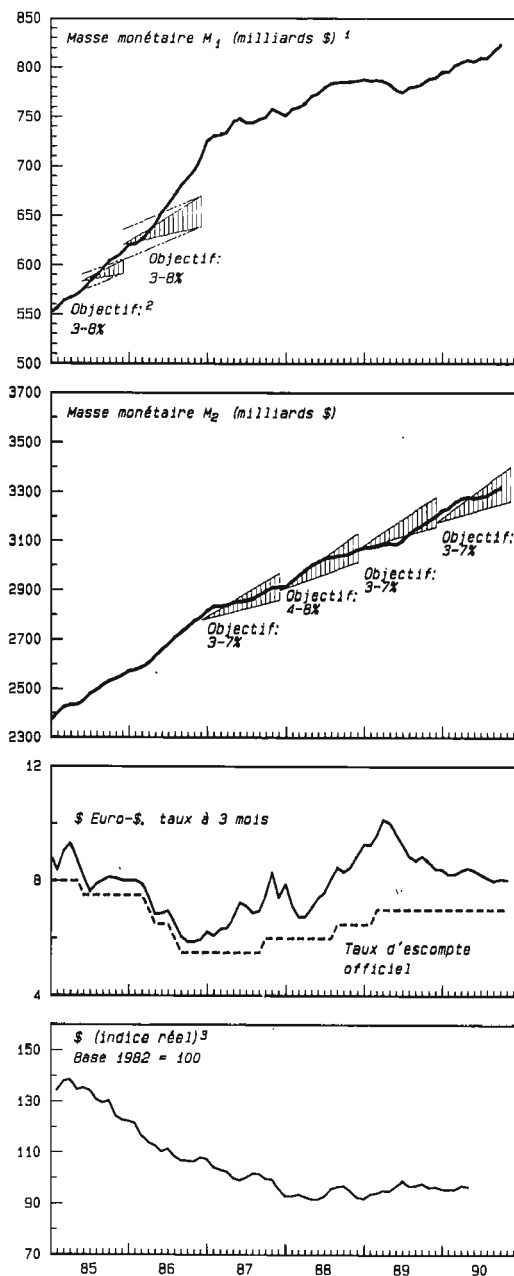
### Etats-Unis

Selon des estimations provisoires, l'économie américaine a continué à croître à un rythme modéré au troisième trimestre. Par rapport aux trois mois précédents, le produit national brut réel a augmenté de 1,8%, en taux annualisé, contre 0,4% (chiffre corrigé) au deuxième trimestre. Mais l'horizon économique s'est assombri, et les spécialistes de la conjoncture s'attendent, en majorité, à une récession pour les prochains trimestres.

A première vue, l'évolution des composantes de la demande incite à penser que l'économie américaine se trouve dans d'excellentes conditions. Après avoir reculé de 0,7% au deuxième trimestre, la demande finale a progressé de 3%, soit à un rythme de nouveau supérieur à celui du produit national brut. Comme les trimestres précédents, les stocks n'ont augmenté que faiblement. La forte détérioration de la contribution de l'extérieur à la croissance est probablement de nature passagère; elle est due principalement à l'expansion (en volume également) des importations de pétrole. Les dépenses de consommation se sont élevées de 3,6%, la progression ayant été vigoureuse tant du côté des biens que de celui des services. Les investissements des entreprises ont progressé de 7,4%, mais la construction de logements a marqué de nouveau un fort recul (-15,4%). La croissance des exportations a été de 1,2% seulement, alors que celle des importations a atteint 6%.

Du deuxième au troisième trimestre, la production industrielle a progressé, en taux annualisé, de 3,8% (deuxième trimestre: 1,2%). Cette expansion s'explique en partie par l'évolution dans l'automobile, les constructeurs ayant recouru à des équipes supplémentaires pour accroître leur production en prévision d'une éventuelle grève au quatrième trimestre. Dans le domaine de l'emploi, la situation s'est toutefois dégradée nettement. Le nombre des personnes occupées a diminué de 75 000 par mois au troisième trimestre, alors qu'il avait augmenté de 124 000 le trimestre précédent. Le taux de chômage, qui s'inscrivait à

Graphique 3: Etats-Unis



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

<sup>2</sup> Du 2e trimestre au 4e trimestre 1985

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

5,3% au deuxième trimestre, a passé, par conséquent, à 5,5% le trimestre suivant.

Au troisième trimestre, les prix à la consommation dépassaient de 5,5% le niveau observé un an auparavant. L'accélération du renchérissement – le taux annuel était de 4,6% au deuxième trimestre – est due à la forte hausse des prix énergétiques, mais aussi à des augmentations dans les autres domaines.

Etant donné la hausse des prix pétroliers et la politique budgétaire restrictive, la plupart des observateurs s'attendent à une récession ces prochains trimestres. La sévère détérioration du climat de consommation – cet indicateur entre dans la composition de l'indice des onze indicateurs avancés – corrobore leur jugement. En outre, de nombreuses grandes entreprises appartenant à des branches telles que la finance, l'informatique et la construction automobile, ont annoncé des licenciements et des fermetures d'unités pour le quatrième trimestre. Enfin, des signes toujours plus nombreux indiquent que les banques, à cause de lourdes pertes et d'importants amortissements sur leurs crédits immobiliers, ont des difficultés à satisfaire aux exigences en matière de fonds propres et mettent un frein à leurs octrois de crédits.

L'augmentation des prix des produits pétroliers importés et le ralentissement de la croissance des exportations ont interrompu la tendance, observée depuis un certain temps déjà, à la réduction du déficit commercial. Par mois, le solde passif de la balance commerciale a atteint en moyenne 9,4 milliards de dollars au troisième trimestre, contre 6,7 milliards le trimestre précédent.

Après des mois d'épineuses discussions et plusieurs prolongations de l'autorisation d'effectuer des dépenses au plan fédéral, le Congrès a voté, à fin octobre, le budget de l'exercice 1991 qui a commencé le 1er octobre 1990. L'accord budgétaire prévoit des mesures réduisant de 492 milliards de dollars le déficit pendant les années 1991 à 1995 et de 43 milliards celui du seul exercice 1991. Des hausses d'impôts devraient contribuer pour un tiers à la consolidation du budget. Ainsi, le taux d'imposition des revenus supé-

rieurs sera porté de 28 à 31%; en outre, l'essence, le tabac et l'alcool seront soumis à de nouveaux impôts ou à des taxes plus fortes. Les deux autres tiers seront obtenus grâce à des réductions de dépenses, qui toucheront surtout le budget militaire. La mise en œuvre de ces mesures d'économies budgétaires se fera par une procédure complexe et nouvelle, qui donne des compétences accrues au gouvernement et à l'«Office of Management and Budget».

Comme dans les précédents projets de budget, le gouvernement a tablé sur des prévisions jugées trop optimistes pour ce qui a trait à la croissance économique et à l'inflation. Par conséquent, le déficit budgétaire pourrait dépasser 300 milliards de dollars en 1991, en dépit des mesures prévues. A elles seules, les réductions de dépenses pour l'exercice en cours entraîneront une diminution de 0,5 point de la croissance, en termes nominaux, du produit national brut. Entre 1992 et 1995, les effets négatifs directs que les mesures prévues auront sur le produit national brut sont estimés à plus de 2% par an.

Le 29 octobre, après l'adoption du compromis budgétaire par le Congrès, la Réserve Fédérale a ramené de 8% à 7,75% le taux des fonds fédéraux. En juillet, elle avait déjà réduit d'un quart de point ce taux, qui est un important instrument pour la gestion de la masse monétaire. Eu égard à l'inflation et aux déficits budgétaires encore élevés, la banque centrale a refusé de réduire fortement les taux d'intérêt, comme le souhaitait le gouvernement. Au troisième trimestre, la croissance de la masse monétaire  $M_2$  s'inscrivait à 5% en taux annualisé; elle était donc conforme à l'objectif de 3 à 7%.

### *Japon*

Soutenue par les investissements et la consommation privée, la croissance de l'économie japonaise a été vigoureuse au deuxième et au troisième trimestres. Il faut toutefois s'attendre, au Japon aussi, à un ralentissement de l'expansion, étant donné l'augmentation des prix pétroliers, la forte hausse des taux d'intérêt et l'effondrement des bourses des actions.

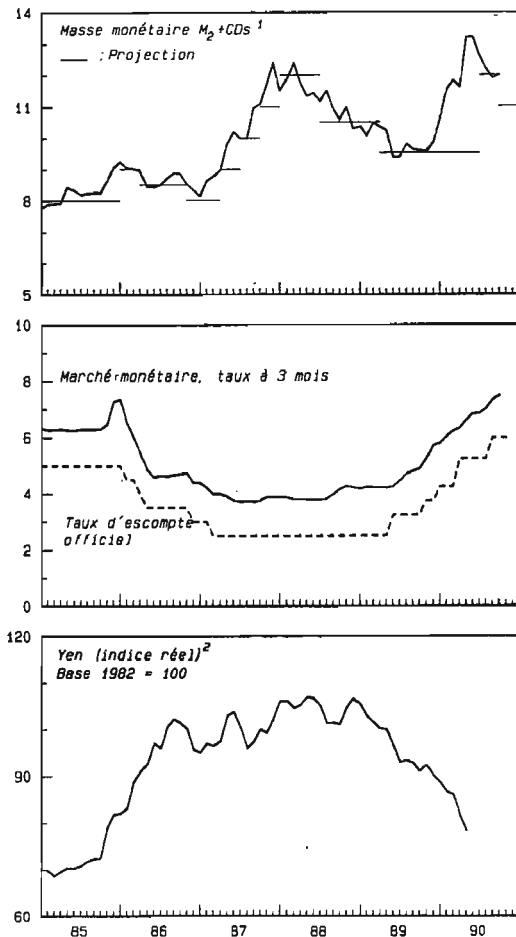
Par rapport aux trois mois précédents, le produit national brut réel s'est accru de 3,7%, en taux annualisé, au deuxième trimestre. Une expansion de 11% avait été enregistrée au premier trimestre. L'affaiblissement est dû à un recul des exportations en volume, la demande intérieure ayant progressé à un rythme plus rapide. Les investissements sont restés le principal moteur de la croissance économique. Ils ont augmenté de 16%, après une hausse de 15% au premier trimestre. Dans le domaine de la construction de logements, la progression a passé de 8,2% au premier trimestre à 7,4% au deuxième trimestre. La consommation privée s'est accrue de 5,7%, contre 1,6% seulement au premier trimestre. Après avoir fléchi, les stocks ont enregistré une vive expansion, de sorte qu'ils ont contribué, eux aussi, à la croissance économique.

La demande intérieure a stimulé l'activité économique, au second semestre également. L'évolution des ventes du commerce de détail indique que la consommation a continué sur sa vigoureuse lancée. En outre, la progression des investissements est restée importante, le manque aigu de main-d'œuvre poussant les entreprises à rationaliser davantage leur production. Selon la dernière enquête effectuée après l'occupation du Koweït, les entreprises industrielles ont augmenté leurs projets d'investissement pour l'exercice budgétaire qui a commencé le 1er avril 1990; leurs investissements – biens d'équipement et constructions – devraient s'accroître de 17%, alors qu'une progression de 10% était prévue en février. La reprise de la production industrielle s'est confirmée; en moyenne des mois de juillet et d'août, l'expansion annuelle atteignait plus de 6%, contre 1,8% seulement au premier trimestre et 3,4% au deuxième. Dans la construction toutefois, la conjoncture semble faiblir à cause de la rapide hausse des taux d'intérêt. Ainsi, le nombre des immeubles locatifs mis en chantier a diminué en juin et en juillet.

Le taux de chômage s'est maintenu à 2,1%. Le manque de main-d'œuvre est resté très aigu; le rapport entre les places vacantes et les demandeurs d'emploi a augmenté, passant de 1,35 au premier trimestre à 1,45 en août.

L'excédent de la balance commerciale a continué

**Graphique 4: Japon**



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

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

à diminuer au troisième trimestre, mais à un rythme moins rapide. Selon des estimations provisoires, le solde actif s'est inscrit, en données corrigées des variations saisonnières, à 17 milliards de dollars au troisième trimestre (18,6 milliards au même trimestre de l'année précédente). Par rapport au troisième trimestre de 1989, les exportations n'ont progressé que de 3% en valeur; les livraisons aux pays de la CE ont encore augmenté, mais les Etats-Unis ont réduit leurs achats de produits japonais. Quant aux importations, elles ont augmenté de 5%, hausse qui s'ex-

plique en partie par l'évolution des prix pétroliers. L'excédent de la balance courante a marqué un net recul. Selon des estimations provisoires, il s'est établi à 7,1 milliards de dollars, contre 14,2 milliards au troisième trimestre de 1989. Ce recul est dû principalement à un accroissement du déficit de la balance des services; les voyages à l'étranger ont enregistré une progression particulièrement forte. Si l'on prend les neuf premiers mois de l'année, le solde actif de la balance courante a passé de 43 milliards en 1989 à 31 milliards de dollars en 1990.

Du fait, principalement, de la hausse des prix du pétrole, le renchérissement s'est accéléré légèrement au cours de l'été. Son taux annuel s'inscrivait à 3% en septembre, contre 2,2% en juin.

Au troisième trimestre, la Banque du Japon a resserré une fois encore les rênes monétaires. Elle a relevé les taux des bons du Trésor; ces taux, par lesquels elle influe sur les rémunérations servies sur le marché monétaire, ont passé de 7,3% en juin à 8,3% en octobre. En outre, elle a porté son taux de l'escompte de 5¼% à 6% à compter du 30 août. Le taux des papiers monétaires à trois mois («gensaki») a passé ainsi de 6,9% en juin à 7,5% en octobre. En donnant un nouveau tour de vis à sa politique, la Banque du Japon a cherché à prévenir une forte accélération de l'inflation. Depuis le début de l'année, la masse monétaire  $M_2 + CD$  a augmenté continuellement à un rythme supérieur à l'objectif de 9%; sa croissance s'inscrivait à 12% au troisième trimestre, contre 13% au deuxième. Les anticipations inflationnistes ont été alimentées également par la hausse des cours de l'or noir. Les rendements des obligations à long terme ont, par conséquent, augmenté fortement. Le rendement des obligations gouvernementales à 10 ans s'est accru de 6,5% en juin à 7,5% en septembre.

La hausse des rendements sur le marché obligataire a déclenché une nouvelle chute des bourses japonaises des actions. L'indice «Nikkei-Dow», qui porte sur les 225 principaux titres cotés, est tombé de 33'000 points en juin à moins de 21'000 points à fin septembre. Par rapport au record historique qu'il avait enregistré le dernier jour de cotation de 1989, cet indice a perdu près de 50%. En pourcentage, une chute aussi forte

n'avait jamais été observée depuis le début des années cinquante.

La baisse des cours des actions peut avoir des répercussions directes sur les octrois de crédits par les banques japonaises. Celles-ci peuvent compter comme fonds propres jusqu'à 45% des bénéfiques purement comptables sur leurs avoirs en titres et en immeubles. Une telle possibilité est prévue également dans les nouvelles dispositions sur les fonds propres qui ont été établies par le Comité de contrôle bancaire de Bâle. Ce Comité, qui se réunit sous l'égide de la Banque des Règlements Internationaux, a recommandé l'adoption, sur le plan international, d'une quote-part de fonds propres de 8%. Les banques japonaises ayant de gros avoirs en valeurs mobilières et immobilières, les marchés des obligations et des actions ainsi que le marché immobilier jouent un rôle important dans le mécanisme de transmission des impulsions monétaires. Du fait de l'effondrement du marché des actions, de nombreuses banques auront des difficultés à satisfaire aux prescriptions sur les fonds propres. Elles pourraient par conséquent être amenées à restreindre leurs octrois de crédits. Etant donné le rôle considérable que jouent les banques japonaises sur le marché international du crédit, une telle limitation aurait une incidence mondiale. Les observateurs estiment que les taux d'intérêt pourraient augmenter à l'étranger, si les banques japonaises réduisaient leur activité internationale de prêt.

### *Allemagne*

L'unification politique des deux Etats allemands, qui a eu lieu le 3 octobre 1990, à la date prévue, a été le principal événement des derniers mois. Les coûts de l'unification sont toutefois élevés. Ils auront des répercussions sur les finances publiques, mais aussi sur les taux d'intérêt.

Au deuxième trimestre, la croissance économique n'a guère perdu de sa vigueur en Allemagne de l'Ouest. Par rapport à la période correspondante de 1989, le produit national brut réel a augmenté de 3,4%, contre 4,5% au premier trimestre. Les investissements et la consommation ont été les principaux moteurs de l'expansion. Les investissements en biens d'équipement que les en-

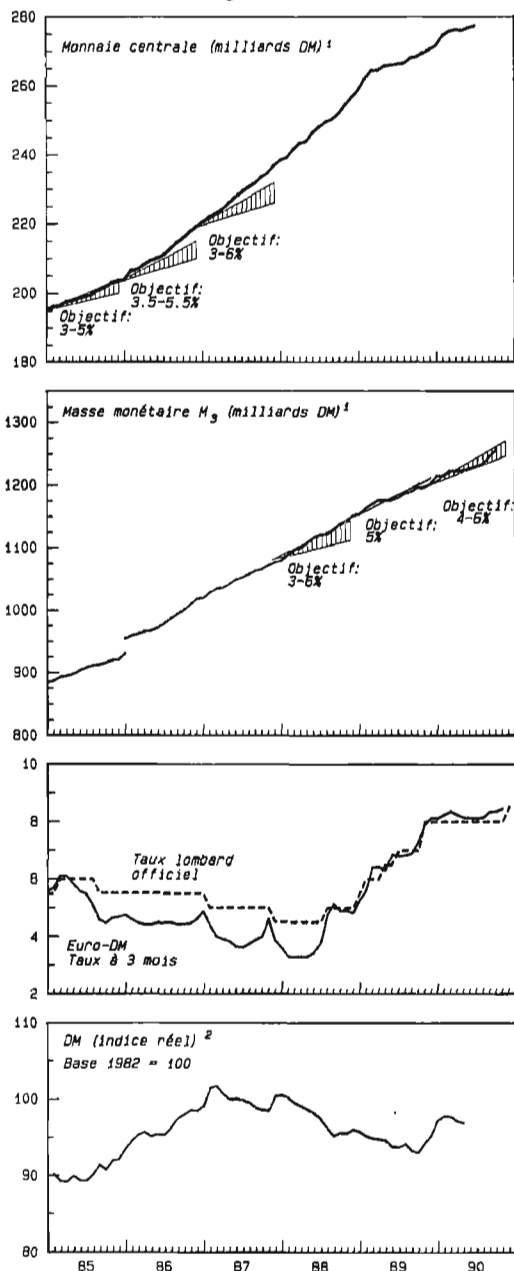
treprises ont effectués, avant tout, pour augmenter leurs capacités de production se sont accrus de 10,5% en termes réels (premier trimestre : 15,9%), et les dépenses de construction, de 4,4%. Stimulée par la forte progression des revenus disponibles des ménages et par les achats des immigrés, la consommation privée a progressé de 4,4% en termes réels, contre 4% au premier trimestre. La croissance des exportations a toutefois faibli, passant de 10,2% au premier trimestre à 2,3% au deuxième.

En Allemagne de l'Ouest, la conjoncture a été extrêmement vigoureuse pendant l'été. La production industrielle est restée à un niveau élevé, au troisième trimestre, et les capacités de production ont été fortement mises à contribution. Au cours des mois d'août et de septembre, les entrées de commandes ont augmenté sensiblement par rapport aux deux mois précédents; les commandes de la clientèle allemande se sont accrues nettement, alors que celles de l'étranger n'ont progressé que timidement. Le chiffre d'affaires réel du commerce de détail a, lui aussi, enregistré une expansion. Par rapport au troisième trimestre de 1989, il a marqué une hausse de 12,5%. L'essor de la consommation s'explique, en grande partie sans doute, par les achats des citoyens est-allemands.

Depuis la mise en circulation, le 1er juillet 1990, du mark ouest-allemand dans l'ancienne RDA, une statistique est dressée pour les opérations de l'ensemble de la zone avec l'étranger. Le solde actif de la balance commerciale s'est inscrit à 25,1 milliards de marks. L'excédent, pour l'ancienne République fédérale, a passé de 34,2 milliards de marks au troisième trimestre de 1989 à 19,1 milliards un an plus tard. Le repli est dû à une forte augmentation des achats à l'étranger, augmentation qui s'explique en majorité toutefois par des importations effectuées par l'Allemagne de l'Ouest, mais destinées à l'Allemagne de l'Est. Quant aux exportations, elles ont fléchi en valeur, entre le troisième trimestre de 1989 et la même période de 1990. Elles avaient atteint un record au début de cette année.

L'essor vigoureux de l'économie a permis une forte progression de l'emploi. Du deuxième au troisième trimestre, le nombre des personnes ac-

Graphique 5: Allemagne



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

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

tives a augmenté de 250'000 environ, et le taux de chômage a passé de 7,3% en juillet à 6,9% en octobre.

Bien que le mark se soit raffermi sensiblement face au dollar, le renchérissement du pétrole a entraîné une accélération de l'inflation. En Allemagne de l'Ouest, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 3,3% en octobre, contre 2,4% en juillet.

L'économie de l'ancienne RDA, au contraire de celle de l'Allemagne de l'Ouest, traverse une période de transition extrêmement difficile. En juillet et en août, donc avant l'unification politique des deux Etats, l'activité a continué à fléchir dans plusieurs secteurs économiques. Pour ces deux mois, la production industrielle était inférieure de près de 50% à son niveau de la période correspondante de 1989. Les carnets de commandes de l'industrie de la construction ont diminué de 35 à 55%. Au troisième trimestre, les ventes du commerce de détail ont chuté de 45%, les consommateurs est-allemands préférant faire leurs achats à l'Ouest.

La dégradation de la situation économique et les réductions de personnel dans les entreprises et les administrations est-allemandes ont entraîné un accroissement rapide du chômage. A fin octobre, le nombre des demandeurs d'emploi en Allemagne de l'Est s'élevait à 537'000, et le taux de chômage, à 6,1%, contre 3,1% en juillet. En outre, le nombre des personnes touchées par des réductions du temps de travail a augmenté fortement.

Etant donné ces nombreux problèmes, le gouvernement ouest-allemand a approuvé, à fin septembre, une troisième rallonge au budget de 1990. Le déficit de l'Etat fédéral ouest-allemand s'est ainsi accru de 20,1 milliards pour atteindre 66,8 milliards de marks. Les dépenses supplémentaires sont destinées en grande partie à alimenter les caisses de l'ancienne RDA. Au total, les dépenses de l'Etat fédéral ouest-allemand augmenteront d'un tiers environ par rapport à l'année précédente. Elles s'établiront à près de 400 milliards de marks.

La haute conjoncture régnant dans la partie occi-

dentale du pays et les poussées inflationnistes accrues ont incité la Banque fédérale d'Allemagne à resserrer légèrement les rênes monétaires et à réduire l'approvisionnement des banques en liquidités. Au troisième trimestre, les taux d'intérêt allemands à court terme ont par conséquent augmenté quelque peu. Sur le marché interbancaire, la rémunération des fonds à trois mois a passé de 8,25% en juin à quelque 8,5% en septembre. La Banque fédérale d'Allemagne a relevé graduellement les taux appliqués à ses opérations d'open market (prise en pension de papiers-values); en septembre, les opérations de mise en pension étaient, pour les banques, plus coûteuses en moyenne que les avances sur nantissement. Le taux de l'argent au jour le jour était même, pendant ces trois mois, un peu plus élevé que le taux lombard de 8%. Ainsi, du fait de cette situation particulière, les avances sur nantissement de l'institut d'émission – ces avances sont destinées en principe aux banques qui doivent faire face à des resserrements passagers de leurs liquidités – étaient devenues une source de financement bon marché pour les banques. Pour corriger cette situation, la Banque fédérale d'Allemagne a porté son taux lombard de 8% à 8½% au début du mois de novembre.

Sur le marché des capitaux, le rendement des titres à revenu fixe, qui avait oscillé autour de 9% au cours du deuxième trimestre, a fléchi à 8,8% en juillet, après le passage, sans difficultés, à l'union monétaire avec la RDA. Il s'est quelque peu redressé par la suite pour atteindre 9,1% en septembre. Ce mouvement des taux à long terme est dû également aux estimations, sensiblement révisées à la hausse, des besoins en capitaux qu'engendrera la reconstruction de l'économie est-allemande.

Du deuxième au troisième trimestre, la croissance de la masse monétaire  $M_3$  – l'objectif de l'institut d'émission pour 1990 est fixé en termes de  $M_3$  – s'est accélérée sensiblement, en dépit de la faible dotation des banques en liquidités. La masse monétaire  $M_3$  en Allemagne de l'Ouest – les statistiques bancaires pour l'ancienne RDA sont encore trop lacunaires – dépassait en taux annualisés de 5%, à fin septembre, son niveau de la période de référence (quatrième trimestre de 1989), contre 4,1% en juin. Elle évoluait donc

exactement au centre du corridor de 4 à 6% qui a été choisi comme objectif. Toutefois, la progression de  $M_3$  dans sa définition élargie – y compris les dépôts effectués par le secteur non-bancaire sur le marché des euro-marks – a été beaucoup plus forte. Par rapport au mois correspondant de 1989, elle s'inscrivait en hausse de 7% à fin septembre. L'écart entre les rythmes de croissance des deux agrégats ne s'est plus creusé au cours des derniers mois, l'augmentation des dépôts effectués par les investisseurs allemands sur le marché des euro-marks ayant été sensiblement plus lente qu'au premier semestre.

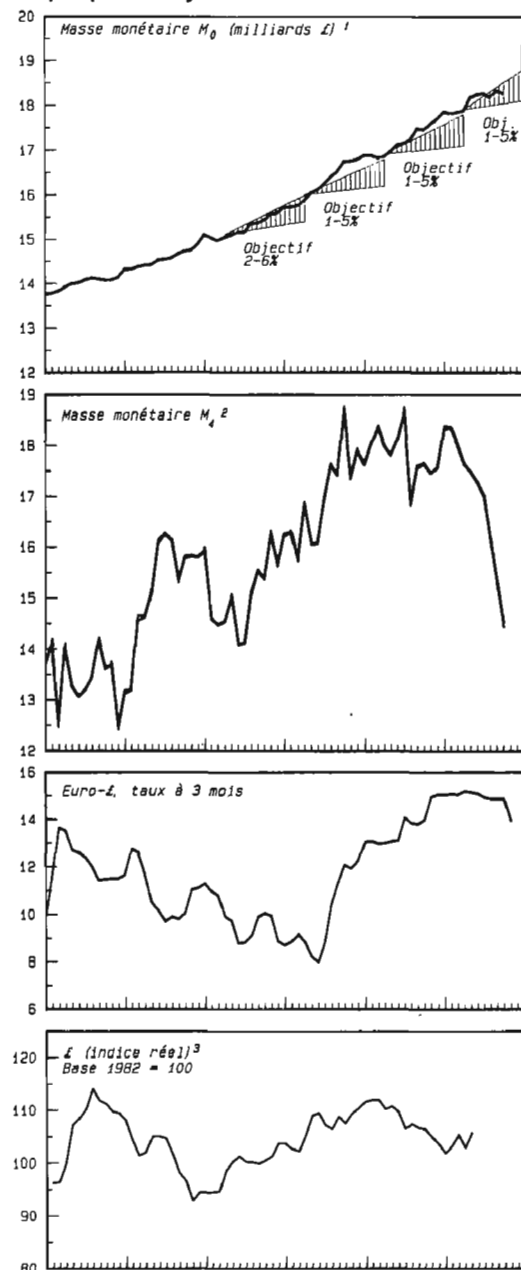
Selon des chiffres provisoires,  $M_3$  enregistre un repli dans l'ancienne RDA. Ce recul est dû à des remaniements de portefeuilles, qui ont commencé après l'union monétaire. Les Allemands de l'Est ont retiré une partie de leurs dépôts d'épargne en marks pour effectuer des placements – mieux rémunérés – à long terme, auxquels ils n'avaient pas accès auparavant. Tant que ce processus de remaniement de portefeuilles durera, les variations mensuelles de  $M_3$  dans la partie orientale et dans l'ensemble de l'Allemagne ne donneront aucune indication fiable sur le cours de la politique monétaire.

### Royaume-Uni

La croissance du produit intérieur brut réel s'est accélérée au Royaume-Uni du premier au deuxième trimestre de 1990. Elle a passé de 1,8% à 2,6% par rapport aux périodes correspondantes de 1989. Les dépenses de consommation privée et publique ont été les moteurs de la conjoncture, alors que les investissements et les exportations en ont été les freins. Les investissements ont diminué de 1%, en volume, dans l'ensemble, ceux en biens d'équipement reculant même de 3,4%. Après avoir progressé fortement au cours des trimestres précédents, les exportations se sont maintenues, en termes réels, au niveau du premier trimestre. Par rapport au deuxième trimestre de 1989, elles ont toutefois augmenté de 7,7%.

Les signes annonçant un affaiblissement de la conjoncture se sont encore multipliés au troisième trimestre. Selon des estimations provisoires, le produit intérieur brut réel a faibli par rap-

Graphique 6: Royaume-Uni



<sup>1</sup> 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)

<sup>2</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Banque d'Angleterre)

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

port au troisième trimestre de 1989. La demande intérieure comme celle d'origine étrangère ont marqué un recul. Etant donné la stagnation du chiffre d'affaires du commerce de détail et la baisse de celui du commerce de gros, 85% des entreprises ne pensent pas qu'il soit possible de répercuter ces prochains mois la hausse des coûts sur les prix des produits. Il ressort de l'enquête trimestrielle effectuée par l'Association des chambres de commerce britanniques que 46% des producteurs ont annoncé une réduction des commandes domestiques pour le troisième trimestre et 28% seulement, une augmentation. Cet écart de 18 points est le plus mauvais résultat depuis 1985. Au total, les entrées de commandes provenant du marché intérieur étaient, au deuxième trimestre, de 4% et, au troisième trimestre, même de 15% inférieures aux niveaux des trimestres correspondants de 1989. Les commandes de l'étranger ont aussi reculé considérablement.

Le taux de chômage a augmenté légèrement pour atteindre 5,7% en septembre. Cette évolution s'explique par la situation conjoncturelle et par la vague de licenciements que de grandes entreprises reprévisées ont déclenchée afin de réduire leurs capacités structurelles excédentaires.

Le renchérissement, qui se situait déjà à un niveau supérieur à la moyenne de la plupart des pays de la CE, s'est encore accéléré. Mesuré à l'indice des prix de détail, il a passé de 9,6%, au deuxième trimestre, à 10,4% en moyenne, au troisième. Ce taux est le plus élevé depuis mai 1982. Quant au taux d'inflation de base, qui exclut les répercussions des taux hypothécaires et des impôts locaux, il a également augmenté fortement, puisqu'il s'est inscrit en moyenne à 7,7% au troisième trimestre, contre 6,8% entre les mois d'avril à juin.

Le déficit de la balance commerciale a diminué nettement au troisième trimestre à la suite du recul, en valeur, des importations et de la hausse des recettes nettes tirées des exportations de pétrole. Malgré un recul de l'excédent de la balance des services, le solde passif de la balance courante a passé de 4,9 milliards de livres à 3,6 milliards de livres.

Du fait de l'inflation élevée, la Banque d'Angleterre n'a pas modifié le cours restrictif de sa politique monétaire au troisième trimestre et a maintenu le taux de base à 15%. Le net ralentissement de la croissance des agrégats  $M_0$  et  $M_4$ , une évolution qui reflète la situation économique et l'affaiblissement de l'expansion des crédits bancaires, a élargi la marge de manœuvre du Chancelier de l'Echiquier. Parallèlement à la décision, prise le 8 octobre 1990 par les autorités monétaires britanniques, de faire entrer la livre sterling dans le mécanisme de change du Système monétaire européen (SME), il a donc été possible de ramener le taux de base de 15% à 14%. Le cours central de la livre a été fixé à 2,95 marks au sein du SME, et la marge de fluctuation est de +/- 6% pendant une période transitoire. Pour la majorité des autres monnaies du SME, cette marge se situe entre +/- 2,25%.

Au troisième trimestre, les agrégats  $M_0$  et  $M_4$  dépassaient de 4,9% et de 15,5% les niveaux de la période correspondante de 1989.  $M_0$  s'inscrivait, par conséquent, dans la partie supérieure de la fourchette de 1 à 5%. Au deuxième trimestre, la croissance de ces agrégats avait atteint 6,9% et 17,1%.

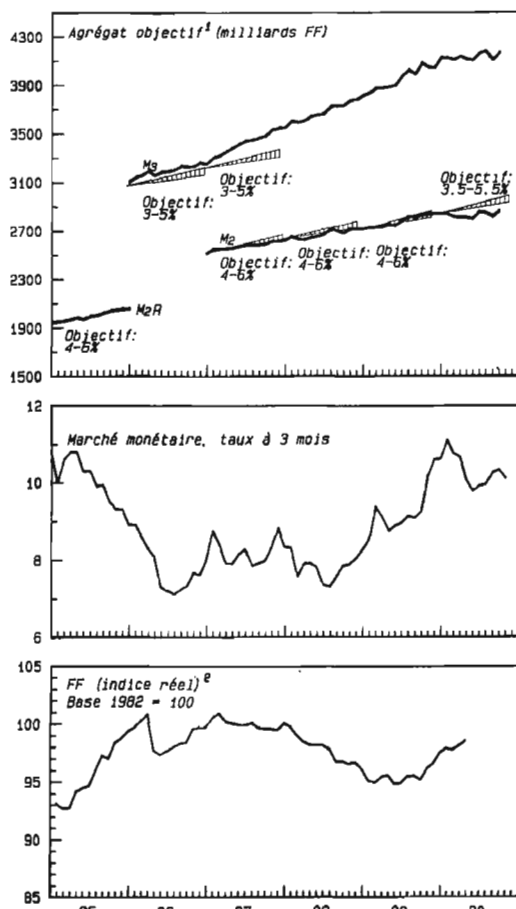
### **France**

Au deuxième trimestre, la croissance économique a marqué un net ralentissement en France. En termes réels, le produit intérieur brut ne dépassait que de 0,1% le niveau du trimestre précédent et de 1,8% (premier trimestre: 2,8%) celui de la période correspondante de 1989. Si la croissance des investissements a atteint 4,1% en l'espace de douze mois, celle des exportations a reculé fortement. Les exportations de biens et de services ne se sont accrues, en volume, que de 1,3% par rapport au deuxième trimestre de 1989, contre 7,2% au premier trimestre. L'affaiblissement de la demande émanant des Etats-Unis et du Royaume-Uni a contribué dans une forte mesure à cette évolution. Progressant de 3,3% (3%) en l'espace d'une année, les dépenses réelles de consommation ont constitué le principal soutien de la conjoncture au deuxième trimestre.

Pour les trois mois de l'été, les indicateurs dispo-



Graphique 7: France



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

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

nibles font apparaître une nouvelle dégradation de la conjoncture. Selon des enquêtes récentes, la production industrielle a stagné au niveau du deuxième trimestre. Un net recul a même été enregistré dans l'automobile. La plupart des entreprises industrielles ont fait part de carnets de commandes moins bien remplis qu'au premier semestre. Une exception importante a été la demande de biens d'équipement, qui est restée vive. Dans la construction aussi bien publique que privée, le volume d'activité a encore fléchi. Le refroidissement de la conjoncture a fait de plus

en plus sentir ses effets sur le marché du travail. Après s'être inscrit à 8,8% en mai, le taux de chômage s'est maintenu à 8,9% jusqu'en septembre.

La stagnation des exportations et la hausse de la facture pétrolière ont contribué à alourdir considérablement le déficit de la balance commerciale au troisième trimestre; celui-ci a passé en effet de 10,5 milliards de francs français au deuxième trimestre à 19,4 milliards de francs français au trimestre suivant. Pour les trois premiers trimestres de 1990, le déficit de la balance commerciale atteignait 32,4 milliards de francs français et dépassait de 1,2 milliard de francs français le niveau de la période correspondante de 1989. Durant le même laps de temps, le solde passif de la balance courante s'est inscrit à 29,7 milliards de francs français, contre 6,9 milliards de francs français pour les trois premiers trimestres de 1989.

La hausse des prix pétroliers a attisé l'inflation. Les prix à la consommation ont augmenté de 0,6% en août comme en septembre, de sorte que le taux annuel d'inflation atteignait 3,8% en septembre. En juillet, celui-ci avait été de 3%.

Le budget du gouvernement français pour 1991 prévoit une réduction de 90,2 milliards à 80,2 milliards de francs français du déficit des comptes de l'Etat. Ce montant correspond à 1,2% du produit intérieur brut (1,4% pour 1990). La croissance des dépenses publiques s'établira à 4,8% et sera donc inférieure à l'expansion attendue (5,4%) du produit intérieur brut nominal. Pour stimuler les investissements, le taux d'imposition des bénéfices réinvestis sera ramené de 37% à 34%. En outre, le taux de TVA le plus élevé a été abaissé de 25% à 22%, en vue de contribuer à l'harmonisation fiscale au sein de la CE. Les taux de TVA s'appliquant aux voitures et à plusieurs biens de consommation électroniques ont été réduits à la mi-septembre déjà.

Depuis le début de l'année, la masse monétaire  $M_2$  a enregistré une croissance nettement moins rapide qu'en 1989. Son taux d'expansion ne s'est établi qu'à 0,7% en moyenne des mois de juin à août et en taux annualisé. Il a donc évolué nettement au-dessous de la fourchette de 3,5% à

5,5%, fixée pour 1990. Cela est dû en partie à la libéralisation totale des mouvements de capitaux, qui a amené les Français à investir davantage sur l'euro-marché.

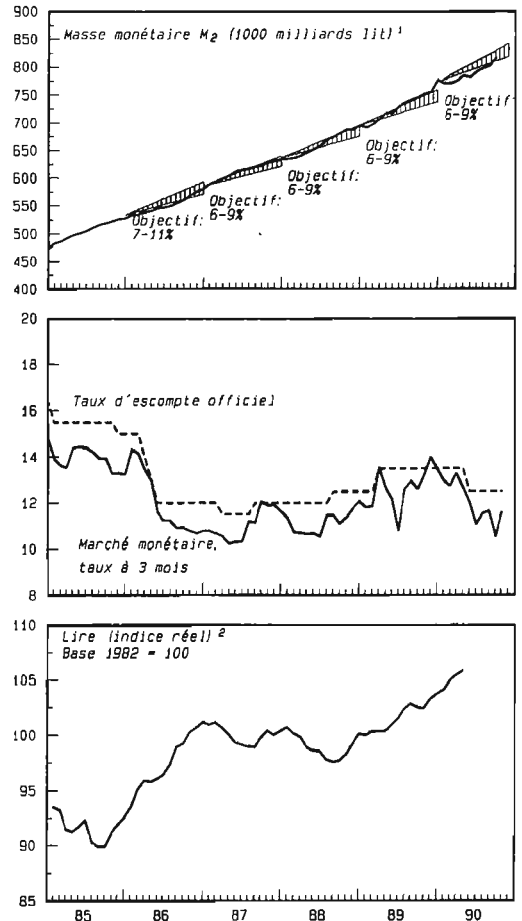
Pour renforcer la compétitivité des banques françaises, la Banque de France a réduit, à la mi-octobre, les taux des réserves obligatoires. Ce taux a passé de 3% à 0,5% pour les papiers monétaires à court et moyen terme, les dépôts à terme et les bons du Trésor et de 3% à 2% pour les dépôts d'épargne. A fin octobre, l'institut d'émission français a, en outre, abaissé, pour la troisième fois depuis le début du mois d'avril, le taux d'intervention sur appel d'offres et celui des prises en pension; le premier s'inscrit dorénavant à 9,25% et le second, à 10%, chacun diminuant ainsi d'un quart de point. Cette mesure s'explique par la fermeté du franc et la faible croissance de la masse monétaire.

## Italie

La forte expansion de l'économie italienne, qui avait été observée au début de l'année, a nettement perdu de sa vigueur par la suite. Le produit intérieur brut réel dépassait de 1,9% (chiffre provisoire), au deuxième trimestre, son niveau de la période correspondante de 1989, contre 3% au premier trimestre. Les indicateurs avancés montrent que le ralentissement de la croissance devrait continuer au troisième trimestre. L'Italie étant très dépendante du pétrole – elle produit la majeure partie de son électricité dans des centrales thermiques – et étant donné la hausse persistante des prix et des coûts salariaux, il est même probable que cet affaiblissement se poursuive au cours des prochains mois.

Le recul de la croissance au deuxième trimestre est dû avant tout au fait que la demande d'investissements a perdu de son dynamisme. En termes réels, les investissements en biens d'équipement et en constructions ne dépassaient que de 1,4% et de 2,8% les niveaux observés un an auparavant; cette croissance est inférieure à celle du premier trimestre. En revanche, la consommation privée et les exportations ont constitué deux soutiens importants de la conjoncture, puisqu'ils ont progressé respectivement de 3% et de 5,1%.

Graphique 8: Italie



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

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

Pendant les sept premiers mois de l'année, la production industrielle a été de 3,7% supérieure à celle de la période correspondante de 1989.

Selon l'enquête menée chaque trimestre, le taux de chômage s'est établi à 10,8% en juillet, contre 12% une année auparavant. S'il s'est inscrit à un peu plus de 5% dans le nord de la péninsule, soit au-dessous du niveau moyen enregistré dans la CE, il a atteint 10%, en chiffre rond, dans le centre et plus de 20% dans le sud du pays. En l'espace d'une année, le nombre des personnes

occupées a reculé de 3,4% dans le secteur primaire et de 0,5% dans le secondaire, alors qu'il a progressé de 3,3% dans le tertiaire. En juillet, la population active a augmenté de 1,4% par rapport au même mois de 1989. Cette nette amélioration de l'emploi est surtout due au fait que l'administration publique a de nouveau accru fortement l'effectif de ses fonctionnaires.

Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 6,1% le niveau enregistré un an auparavant (deuxième trimestre : 5,7%). L'accélération du renchérissement s'explique principalement par la hausse des prix des produits énergétiques.

La balance commerciale s'est soldée par un excédent de près de 300 milliards de lires au troisième trimestre, tandis qu'elle avait accusé un déficit de 775 milliards de lires au trimestre correspondant de 1989. En valeur, les exportations ont encore progressé légèrement, les importations stagnant quant à elles. Pour les neuf premiers mois de l'année, la balance commerciale a toutefois dégagé un déficit nettement supérieur à celui de la période correspondante de 1989. Le recul de l'excédent des recettes du tourisme et la forte hausse du service de la dette ont entraîné un solde passif de plus de 24 000 milliards de lires de la balance courante (+29% par rapport au neuf premiers mois de 1989). En revanche, la balance des mouvements de capitaux a enregistré un excédent de près de 48 000 milliards de lires (+25%); ce résultat est dû en grande partie à la libéralisation, en vigueur depuis la mi-mai, des mouvements de capitaux à court terme. Cette mesure a conduit à un afflux massif de fonds, du fait de la politique des taux d'intérêt élevés, menée par l'institut d'émission italien. Les importations nettes de capitaux ont non seulement couvert le déficit de la balance courante, mais aussi servi à accroître les réserves monétaires.

En septembre, le Parlement italien a adopté une loi sur la «protection de la concurrence et du marché», une loi qui, en matière d'interdiction des cartels, ainsi que de contrôle des fusions et des abus découlant de situations monopolistiques s'inspire dans une large mesure de la législation communautaire. Une particularité de cette loi réside dans l'interdiction qui est faite aux entrepri-

ses industrielles d'acquérir des établissements de crédit; la Banque d'Italie avait soumis une proposition allant dans ce sens.

Le projet de budget pour 1991 prévoit un déficit de 132 000 milliards de lires, compte tenu d'une croissance économique estimée à 2,7%. Ce déficit correspond à 9,4% du produit intérieur brut. Pour l'année en cours, le gouvernement s'attend à ce que les comptes de l'Etat dégagent un solde passif de l'ordre de 140 000 milliards de lires (10,7% du PIB). L'objectif visant à la consolidation graduelle des finances publiques devrait pouvoir être atteint en 1991, grâce, surtout, à l'accroissement des recettes fiscales provenant notamment d'un nouvel impôt sur les gains en capital. Le gouvernement affirme ainsi son intention de limiter à 1 300 000 milliards de lires l'endettement public, ce qui correspond au montant du PIB, et d'amener le déficit près du niveau moyen observé dans la CE. Les budgets n'ont toutefois jamais pu être tenus ces dernières années.

A la fin du troisième trimestre, la Banque d'Italie a assoupli passagèrement sa politique monétaire, si bien que le taux de l'argent au jour le jour a reculé nettement pendant une courte période. Les emprunts d'Etat, émis pour financer le déficit budgétaire, ont donc pu être placés sans problèmes et à des taux légèrement inférieurs à ceux du mois d'août. L'expansion de la masse monétaire  $M_2$  a atteint 8,7% au troisième trimestre et a évolué ainsi dans la partie supérieure de la fourchette de 6 à 9% choisie comme objectif. Le rendement annuel des bons du Trésor (BoT) a passé de 11,7%, à la mi-juin, à 12%, en août, et à 12,4%, en septembre.

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

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

	1986	1987	1988	1989	1990					
					2e trim.	3e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	1,9	3,7	4,1	4,6	4,6	5,5	4,8	5,6	6,2	-
Japon	0,6	0,1	0,7	2,3	2,5	2,7	2,3	2,9	3,0	-
Rép. féd. d'Allemagne	-0,1	0,2	1,3	2,8	2,3	2,7	2,4	2,8	3,0	3,3 <sup>a)</sup>
Royaume-Uni	3,4	4,2	4,9	7,8	9,6	10,4	9,8	10,6	10,8	10,9
France	2,7	3,1	2,7	3,6	3,1	3,4	3,0	3,5	3,8	3,8
Italie	6,1	4,6	5,0	6,6	5,7	6,1	5,7	6,2	6,3	6,2
Suisse	0,8	1,4	1,9	3,2	4,9	5,8	5,3	6,1	6,1	6,4

a) Sans l'ancienne RDA

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

	1986	1987	1988	1989	1990a)					
					2e trim.	3e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	6,9	6,2	5,5	5,2	5,3	5,5	5,4	5,5	5,6	5,6
Japon	2,8	2,8	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	-
Rép. féd. d'Allemagne e)	9,0	8,9	8,7	7,9	7,3	7,2	7,3	7,2	7,1	6,9 <sup>f)</sup>
Royaume-Uni b), d)	11,4	10,2	8,2	6,2	5,4	5,6	5,5	5,6	5,7	-
France b)	10,4	10,5	10,0	9,4	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	-
Italie b)	11,0	12,0	12,0	12,1	10,7 <sup>a)</sup>	10,8 <sup>b)</sup>	10,8	-	-	-
Suisse	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6

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 f) Sans l'ancienne RDA

## 1.4 Balance des transactions courantes

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

	1986	1987	1988	1989a)	1990a)					
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Etats-Unis	-140,6	-154,0	-135,3	-105,9	-31,0	-22,7	-26,7	-21,7	-21,8	-
Japon	85,8	87,0	79,6	57,2	14,0	14,2	9,2	15,3	8,3	7,1
Rép. féd. d'Allemagne	40,1	46,1	50,3	55,4	13,3	13,9	9,9	16,4	11,2	12,4 <sup>c)</sup>
Royaume-Uni	-0,1	-7,1	-26,7	-31,2	-7,5	-9,6	-6,7	-7,9	-7,2	-
France	2,4	-4,4	-3,5	-3,8	-1,3	-1,2	-3,2	0,3	-2,0	-2,9
Italie	2,7	-1,5	-5,9	-10,5	-2,2	-2,5	-2,1	-3,8	-4,8	-
Suisse	6,9	7,6	9,0	7,5	1,3	1,5	1,7	2,9	1,8	2,1

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites c) Y compris l'ancienne RDA

## C. Situation économique et monétaire de la Suisse

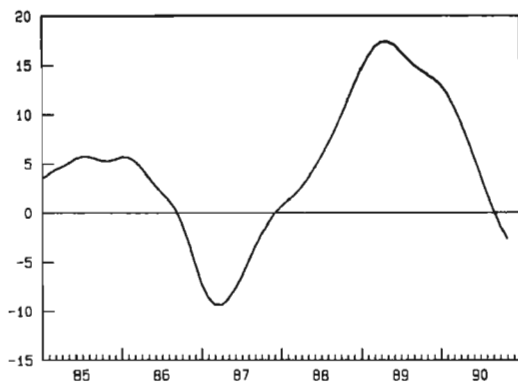
### 1. Evolution de l'économie

#### Produit intérieur brut et production industrielle

La conjoncture est restée très soutenue au troisième trimestre de 1990. Mesurée au produit intérieur brut réel, la croissance a atteint en effet 3% (deuxième trimestre: 3%) par rapport à la période correspondante de 1989. Grâce à la vive hausse des dépenses de consommation privée et à la croissance des investissements en biens d'équipement, la demande intérieure a été encore ferme dans l'ensemble. Seule l'expansion des investissements en construction a perdu de son élan. Si la construction de logements a enregistré un recul, la construction industrielle et artisanale ainsi que le génie civil ont toujours été très bien orientés. Les exportations de marchandises ont augmenté fortement; au deuxième trimestre, leur expansion avait été modérée.

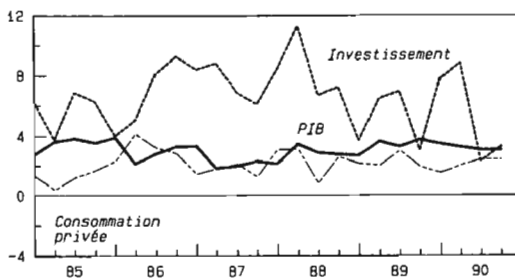
Le taux d'utilisation des capacités de production, qui ressort d'une enquête trimestrielle menée par le Centre de recherches conjoncturelles de

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



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

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



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

Source: Office fédéral des questions conjoncturelles

l'EPFZ auprès d'entreprises industrielles, a reculé légèrement. Dans l'industrie d'exportation, ce taux a diminué à 91,5%, alors qu'il avait progressé à 92,5% au deuxième trimestre. Dans les entreprises axées sur le marché intérieur, le taux d'utilisation des capacités de production est orienté à la baisse depuis le début de l'année. Toutefois, le nombre des personnes occupées s'est accru de nouveau. Comme le marché suisse du travail est asséché, il en a résulté une hausse de la main-d'œuvre étrangère. Dans l'industrie, il a donc été possible de réduire les heures supplémentaires et d'accroître encore légèrement la production. L'indice de la production industrielle s'est élevé de 2% par rapport à la période correspondante de 1989.

Bien que les indicateurs économiques n'annoncent pas encore un ralentissement de la croissance, les signes d'un affaiblissement de la conjoncture se sont multipliés. Les bénéfices des entreprises industrielles, notamment celles à vocation exportatrice, ont accusé une baisse au troisième trimestre. L'indicateur sur la «marche des affaires», qui est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, a encore cédé du terrain en septembre, mais il est resté à un niveau considéré comme «normal». Les entrées de commandes de la clientèle suisse ont diminué par rapport au troisième trimestre de 1989. De leur côté, les carnets de commandes sont restés bien remplis, même s'ils ont également reculé. Quant aux commandes en provenance de l'étranger, elles ont stagné. Dans l'industrie d'exportation, les entreprises participant à l'enquête estiment que leurs carnets de com-

mandes sont trop peu fournies. Pour les prochains mois, les industriels s'attendent à un recul des commandes de l'étranger, mais à une reprise de celles de la clientèle suisse. Cette prévision n'est toutefois pas valable pour les branches liées à la construction, qui, elles, escomptent une nette diminution de leurs carnets de commandes.

### Consommation privée

Au troisième trimestre de 1990, la consommation privée a augmenté de 2,4%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1989. Sa croissance a donc été aussi forte qu'au deuxième trimestre (2,4%). Elle a surtout reposé sur les dépenses afférentes aux services. Le nombre des nuitées des touristes suisses a été presque aussi élevé qu'au troisième trimestre de 1989, une période qui avait enregistré des niveaux records. Par contre, la consommation de biens s'est accrue à un rythme inférieur à celui du trimestre précédent, comme l'indique les données relatives au commerce de détail.

Le chiffre d'affaires réel du commerce de détail a diminué de 0,9% par rapport au troisième trimestre de 1989, alors qu'il avait progressé de 1,2% au deuxième trimestre de 1990. Après avoir augmenté d'avril à juin 1990, les ventes de biens de consommation durable ont fléchi au trimestre suivant. Les dépenses consacrées à l'habillement et aux articles textiles ont reculé de nouveau, de

sorte qu'elles se sont inscrites, en septembre, 4,2% au-dessous du niveau observé un an auparavant. Le chiffre d'affaires réel de la branche de l'alimentation, des boissons et du tabac, qui avait enregistré une forte hausse au deuxième trimestre, a également marqué un repli par rapport à la période correspondante de 1989.

L'indice du climat de consommation, établi par l'Office fédéral des questions conjoncturelles d'après l'enquête d'octobre, s'est détérioré nettement par rapport au relevé précédent. Il a passé de -2 points en juillet à -28 points en octobre. Les consommateurs estiment que leur situation financière n'est de loin pas aussi bonne que précédemment. Ils s'attendent à un ralentissement de la croissance économique ces prochains mois et estiment le moment toujours peu propice à des achats importants.

### Investissements

En termes réels, le montant des investissements dépassait, au troisième trimestre, de 3,3% le niveau de la période correspondante de 1989. Son expansion s'est donc accélérée du deuxième (2,4%) au troisième trimestre. Les investissements en biens d'équipement ont progressé de 6,3%, soit plus fortement qu'au deuxième trimestre (4,5%). Ceux en constructions ont enregistré un taux de croissance de 1,8%, contre 5% au premier trimestre et 1,3% au deuxième.

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

	1986	1987	1988	1989	1989			1990		
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
Importations de biens d'équipement (volume) <sup>1</sup>	14,5	10,0	-	5,7	9,0	-1,0	8,7	12,0	2,4	7,4
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes	3,2	-13,2	7,5	- 0,1	33,1	-4,4	5,3	6,6	-31,0	-18,0
Logements construits dans 96 villes	-1,5	-16,3	2,1	-11,9	-20,4	-8,7	-17,9	- 6,9	- 7,8	- 4,6
Projets de constructions industrielles <sup>2</sup>										
- volume des projets	21,8	- 0,1	-15,9	47,9	99,7	37,1	37,3	-	-	-
- nombre de projets	5,2	0,1	- 5,0	3,6	49,7	4,9	-24,7	-	-	-

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Constructions nouvelles et agrandissements

Selon l'enquête menée à fin septembre par la Société des constructeurs de machines, le volume des commandes a diminué de 7,6% du deuxième au troisième trimestre. Les commandes provenant de l'étranger ont progressé de 10%, en chiffre rond, alors que celles de la clientèle suisse ont reculé sensiblement. Cette évolution indique que les investissements en biens d'équipement ont aussi continué à perdre de leur dynamisme. La réserve de travail des entreprises participant à l'enquête a donc passé de 7,6 mois au deuxième trimestre à 6,6 mois au troisième.

L'enquête de début octobre de la Société suisse des entrepreneurs montre que la réserve réelle de travail dans la construction était, à la fin du troisième trimestre, de 2,4% inférieure au niveau observé un an auparavant. Dans le bâtiment, la réserve de travail a reculé de 5,1% par rapport au troisième trimestre de 1989; dans la construction de logements notamment, elle a diminué une nouvelle fois fortement. Le niveau élevé des taux d'intérêt semble avant tout avoir réduit nettement la construction de logements. Dans le génie civil, la réserve de travail n'a augmenté que de 2%; au deuxième trimestre, elle avait progressé de 9%, contribuant ainsi pour une part essentielle à la croissance de la réserve totale de travail.

### Commerce extérieur et balance courante

La croissance du commerce extérieur s'est de nouveau accélérée au troisième trimestre, après avoir faibli, en volume, au trimestre précédent. Bien que l'enquête menée mensuellement auprès des entreprises industrielles par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montre que les entrées et carnets de commandes de la clientèle étrangère sont orientés à la baisse depuis l'été, cette évolution ne se reflète pas encore dans la statistique des exportations. Les exportations de marchandises ont augmenté de 5,7% en valeur et en volume, contre 4,1% et 2,9% au deuxième trimestre; mesurés par l'indice des valeurs moyennes, les prix de ces marchandises sont donc restés inchangés.

Les exportations de biens d'investissement ont enregistré la plus forte progression, soit 7,2% en volume. S'inscrivant à 4,8%, la croissance des exportations de biens de consommation a faibli du deuxième au troisième trimestre. Après s'être établi à un faible niveau aux premier et deuxième trimestres, le taux de croissance des ventes à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis s'est de nouveau accéléré au troisième trimestre. Par rapport au deuxième trimestre, les

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

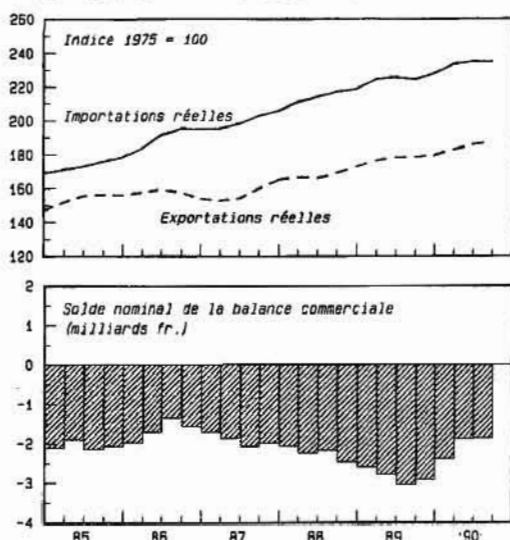
	1986	1987a)	1988a)b)	1989a)	1989a)			1990a)		
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.
<b>Exportations, volume</b>	0,6	1,5	7,0	5,2	8,9	4,6	3,2	10,2	2,6	5,7
dont: mat. prem. et prod.										
semi ouvr.	0,0	1,6	-	4,3	9,0	3,6	1,3	6,5	-2,5	4,6
biens d'équipement	3,9	1,6	-	5,5	6,9	3,3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

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.

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

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

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

<sup>1</sup> 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)

fabricants d'appareils ménagers et de machines destinées à l'industrie graphique ont pu nettement accroître leurs exportations. Les livraisons à l'étranger de moteurs et de machines textiles ont reculé, alors que les exportations de l'industrie métallurgique ont progressé faiblement. Dans le secteur de l'alimentation, des boissons et du tabac ainsi que dans l'habillement, les ventes à l'étranger sont restées à un niveau élevé. Elles ont par contre stagné dans le textile et l'industrie chimique.

Comme au trimestre précédent, les exportations vers les pays de la CE ont augmenté à un rythme particulièrement soutenu. Les achats de l'Allemagne et de l'Italie ont de nouveau contribué pour une grande part à cette croissance, tandis que ceux du Royaume-Uni ont encore diminué. Après une phase de faiblesse au deuxième trimestre, les exportations vers les pays de l'AELE ont de nouveau progressé au même rythme qu'au premier trimestre. Pour ce qui est de la demande des pays non européens de l'OCDE, son taux de croissance n'a guère varié. Les exportations vers

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

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

a) Chiffres révisés

b) Selon de premières estimations

<sup>1</sup> En milliards de francs; des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis

<sup>2</sup> Y compris l'énergie électrique

<sup>3</sup> Revenus du travail et des capitaux

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



les Etats-Unis ont continué de reculer, celles à destination du Japon enregistrant une nouvelle hausse à deux chiffres. Les livraisons de la Suisse aux pays non membres de l'OCDE ont stagné; la croissance des exportations vers les pays exportateurs de pétrole notamment n'a plus atteint les rythmes élevés des deux premiers trimestres. Quant aux fournitures aux pays à économie planifiée, elles ont poursuivi leur mouvement de repli, observé au deuxième trimestre. L'Union soviétique vers laquelle les exportations ont progressé vigoureusement a constitué une nouvelle fois la seule exception.

Du deuxième trimestre au troisième, les importations ont également enregistré une accélération de leur croissance. Les importations de marchandises ont augmenté de 1,6%, en valeur, et de 5,7%, en volume, contre -0,2% et 2,2% au deuxième trimestre. Les prix des biens importés ont continué de baisser, puisque l'indice des valeurs moyennes s'est établi dans tous les groupes de marchandises, à l'exception des produits énergétiques, au-dessous des niveaux observés une année auparavant. Les importations de produits énergétiques ont progressé sensiblement. De son côté, la demande de biens d'investissement et de consommation durables a été plus ferme qu'au deuxième trimestre. En outre, les importations de matières premières et de produits semi-finis dépassaient à peine le niveau enregistré une année auparavant. Si les importations de pièces de montres se sont accrues dans une mesure particulièrement forte, celles de produits chimiques et de métaux se sont élevées légèrement.

Du fait de la forte croissance des exportations, en volume, et de la faible hausse des importations, le déficit de la balance commerciale a reculé de 3 milliards à 2,2 milliards de francs. L'excédent de la balance des services n'a pas varié, grâce au solde actif élevé de la balance touristique, qui a compensé la diminution des commissions bancaires. De même, l'excédent des revenus de capitaux est resté inchangé; les produits des placements de devises de la Banque nationale et ceux des opérations fiduciaires ont progressé, alors que les recettes tirées des opérations sur différence d'intérêts fléchissaient symétriquement. Parmi les revenus du travail, les salaires versés à l'étranger se sont encore accrus; cette évolution s'explique par la persistance de la croissance du nombre des frontaliers étrangers en Suisse. La hausse du nombre des émigrants – soit les personnes au bénéfice d'un permis d'établissement ou de séjour annuel et les saisonniers – a également influé sur les transferts privés à l'étranger. Comme les transferts en provenance de l'étranger n'ont guère varié, le solde passif des transferts unilatéraux s'est creusé de 0,1 milliard de francs. Au troisième trimestre, l'excédent de la balance des transactions courantes a atteint 2,8 milliards de francs, contre 2,4 milliards de francs au trimestre correspondant de 1989.

### Emploi et marché du travail

Au troisième trimestre, l'emploi a augmenté de 1,3% par rapport à la même période de 1989

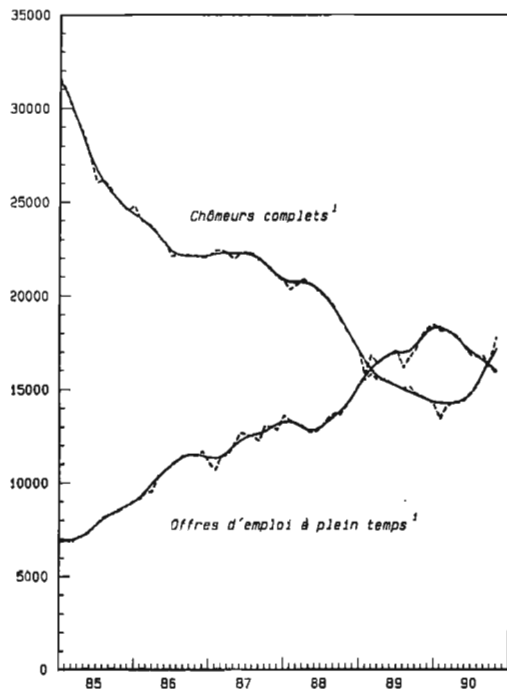
**Tableau 5: Emploi et marché du travail (Séries non corrigées des variations saisonnières)**

	1986	1987	1988	1989	1989	1990					1990			
						3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	1,0	1,2	1,3	1,2	1,4	1,4	1,7	1,4	1,3	–	–	–	–	–
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	0,7	0,8	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
Chômeurs <sup>2</sup>	22770	21918	19524	15133	13476	14393	15937	14030	14426	14018	14380	14879	16460	
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail <sup>3</sup>	2058	4142	3948	603	325	342	472	432	413	121	112	704	1136	
Offres d'emploi à plein temps <sup>3</sup>	10734	12348	13552	17007	16897	17404	18029	18460	16764	17411	16768	16114	15757	

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

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

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

**Graphique 12: Marché du travail**

<sup>1</sup> Données cvs et lissées

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

(deuxième trimestre: 1,4%). En dépit de tensions sur le marché du travail, l'emploi a de nouveau progressé fortement; cela s'explique avant tout par la croissance (5,6%) de la main-d'œuvre étrangère. La plus forte expansion, soit 10,5%, a été enregistrée par les frontaliers. Dans l'industrie et les services, le nombre des personnes occupées s'est accru de 1,4%. Alors que l'emploi a fléchi dans l'hôtellerie et la restauration, il a augmenté dans une mesure supérieure à la moyenne dans les banques et les assurances. Dans la construction, il a stagné (0,3%), diminuant de 0,2% dans le secteur principal de la construction, mais continuant de progresser (1%) dans la branche des travaux d'aménagement et de parachèvement.

Le nombre des chômeurs a encore augmenté légèrement au troisième trimestre, et le taux de chômage a passé de 0,5% à 0,6% en données

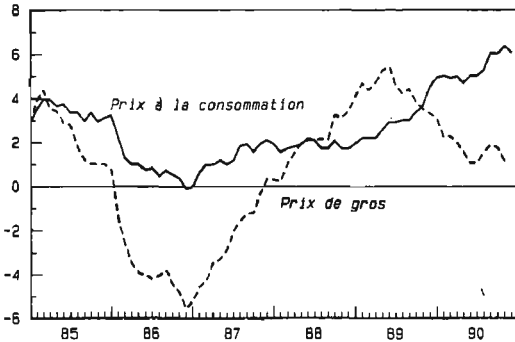
corrigées des variations saisonnières. En baisse depuis le mois de mars, le nombre de places vacantes, annoncées aux offices du travail, a continué de reculer un peu durant la période considérée; il est toutefois resté supérieur au nombre de chômeurs complets. Quant aux chômeurs partiels et au nombre d'heures de travail perdues pour cause de travail partiel, ils se sont maintenus à des niveaux particulièrement peu élevés au troisième trimestre. En juillet et en août, des chiffres aussi bas n'avaient même plus été observés depuis 1984. Ils ont toutefois progressé brusquement en septembre et en octobre. Plus de 70% des heures perdues étaient enregistrées dans l'horlogerie et la bijouterie. D'après l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la majorité des entreprises s'attendent à une détente sur le marché du travail.

### Prix

Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5,8% le niveau observé un an auparavant (deuxième trimestre: 4,9%). La hausse des prix des produits pétroliers a attisé le renchérissement au cours de la période considérée; au deuxième trimestre, celui-ci avait enregistré un très léger tassement.

La majoration des prix pétroliers a influé sur l'indice des prix de la catégorie «chauffage et éclairage», qui a progressé de 8,2% par rapport au troisième trimestre de 1989 (troisième trimestre 1989: 8,1%). Mais elle a aussi fait sentir ses effets sur l'indice des prix de la catégorie «transport», puisque la croissance de celui-ci a passé de 2,6% au deuxième trimestre à 4,6% au troisième. Les prix des biens importés ont haussé de 5% au troisième trimestre, contre 2,7% au deuxième. Les produits indigènes n'ont pas été épargnés par l'accélération de l'inflation (deuxième trimestre: 5,7% et troisième trimestre: 6,1%). La hausse des prix des services a passé de 5,9% à 6,5% du deuxième trimestre au troisième, et celle des prix des biens, de 3,8% à 5,1% dans le même temps.

L'indice des prix à la consommation a été de 6,4%, en octobre, et de 6,1%, en novembre, supérieur à ses niveaux enregistrés une année au-

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

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

paravant. La forte hausse d'octobre s'explique une nouvelle fois par l'évolution des prix de l'huile de chauffage; ces derniers ont en effet progressé de 35,8% en l'espace d'un an.

L'indice des prix de gros a augmenté de 1,7% au troisième trimestre, contre 1,3% au deuxième. Le renchérissement des produits pétroliers a contribué pour une large part à cette évolution, car il s'est élevé à 9% en août et à 8,6% en septembre. Les prix des matières premières et des produits semi-finis ont diminué par rapport au troisième trimestre de 1989, alors que ceux des biens de consommation ont haussé de 3,9%. Les indices des prix de gros des biens suisses et étrangers ont suivi des mouvements opposés, comme au trimestre précédent. D'une part, les prix de gros des marchandises importées sont restés orientés à la baisse, celle-ci étant toutefois très faible (-0,2% au troisième trimestre, contre -2,1% au deuxième), et, d'autre part, ceux des biens suisses ont augmenté quasiment au même rythme d'un trimestre au suivant (2,6% et 2,5%).

## 2. Evolution monétaire

### Politique monétaire et agrégats monétaires

Au troisième trimestre de 1990, la Banque nationale a maintenu dans l'ensemble le cours restrictif de sa politique monétaire. Elle a continué de lutter contre le renchérissement, qui s'est encore

accélééré du fait de la forte hausse des prix du pétrole. Le raffermissement du franc suisse sur les marchés des changes a toutefois élargi un peu la marge de manœuvre de l'institut d'émission.

La Banque nationale a assoupli prudemment sa politique monétaire, de sorte que les rémunérations à court terme ont reculé et se sont établies en septembre au-dessous des taux allemands. Pour déclencher ce mouvement de baisse des taux, il a suffi de relever temporairement les avoirs en comptes de virements. Après le relèvement du taux lombard par la Banque fédérale d'Allemagne au début de novembre, les taux suisses ont de nouveau augmenté légèrement sur le marché monétaire; ils sont toutefois restés au-dessous des rémunérations allemandes. En données corrigées des variations saisonnières, les billets en circulation se sont de nouveau inscrits, au troisième trimestre, au-dessous de leur niveau de référence du quatrième trimestre de

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

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
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. <sup>2</sup>	-3,5	12,6	6,7
1989 2e trim. <sup>2</sup>	-7,8	19,8	6,2
1989 3e trim. <sup>2</sup>	-6,4	23,0	5,7
1989 4e trim. <sup>2</sup>	-6,0	25,3	6,1
1990 1er trim. <sup>2</sup>	-7,2	21,1	4,1
1990 2e trim. <sup>2</sup>	-5,5	13,5	2,0
1990 avril <sup>2</sup>	-7,4	17,0	2,7
1990 mai <sup>2</sup>	-5,3	13,3	1,8
1990 juin <sup>2</sup>	-3,7	10,1	1,4
1990 juillet <sup>2</sup>	-4,7	9,4	1,2
1990 août <sup>2</sup>	-5,7	10,2	1,5
1990 sept. <sup>2</sup>	-5,1	10,8	2,4
1990 oct. <sup>2</sup>	-3,6	9,6	2,1

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

<sup>2</sup> Chiffres provisoires

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

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

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

Tableau 6: Monnaie centrale

	Billets de circulation <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2,7</sup>	MC <sup>1,3</sup>	Crédits destinés aux échéances <sup>1</sup>	MCA <sup>1,4</sup>	Variation en % <sup>2</sup>
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 <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2,7</sup>	MC <sup>1,3</sup>	Coefficients saisonniers	MCD <sup>1,5</sup>	Variation en % <sup>6</sup>
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 <sup>p</sup>	29 246 <sup>p</sup>	- 3,5 <sup>p</sup>
1990 2e trim.	25 629	-2,6	2 992	-16,8	28 621	0,993 <sup>p</sup>	28 823 <sup>p</sup>	- 5,0 <sup>p</sup>
1990 3e trim.	25 438	-2,6	3 045	- 7,9	28 482	0,989 <sup>p</sup>	28 799 <sup>p</sup>	- 3,5 <sup>p</sup>
1990 avril	25 792	-2,1	2 935	-16,0	28 727	0,992 <sup>p</sup>	28 959 <sup>p</sup>	- 4,9 <sup>p</sup>
1990 mai	25 540	-3,2	2 998	-20,9	28 538	0,992 <sup>p</sup>	28 768 <sup>p</sup>	- 5,4 <sup>p</sup>
1990 juin	25 555	-2,5	3 043	-13,6	28 598	0,995 <sup>p</sup>	28 742 <sup>p</sup>	- 4,8 <sup>p</sup>
1980 juillet	25 649	-2,4	3 021	- 9,3	28 670	0,994 <sup>p</sup>	28 843 <sup>p</sup>	- 3,7 <sup>p</sup>
1990 août	25 344	-2,5	3 119	- 3,6	28 463	0,983 <sup>p</sup>	28 955 <sup>p</sup>	- 2,8 <sup>p</sup>
1990 sept.	25 320	-2,8	2 994	-10,7	28 314	0,990 <sup>p</sup>	28 600 <sup>p</sup>	- 3,9 <sup>p</sup>
1990 oct.	25 466	-2,1	2 894	- 9,8	28 360	0,987 <sup>p</sup>	28 734 <sup>p</sup>	- 3,1 <sup>p</sup>
1990 nov.	25 672	-1,3	2 939	- 3,9	28 611	0,993 <sup>p</sup>	28 813 <sup>p</sup>	- 2,8 <sup>p</sup>

<sup>1</sup> Moyenne des valeurs mensuelles; en regard des années et des mois figurent des moyennes des valeurs journalières

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

<sup>3</sup> Monnaie centrale = billets en circulation + avoirs en comptes de virements

<sup>4</sup> Monnaie centrale ajustée = monnaie centrale - crédits destinés aux échéances

<sup>5</sup> Monnaie centrale dessaisonnalisée = monnaie centrale, divisée par les coefficients saisonniers

<sup>6</sup> 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

<sup>7</sup> 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.

<sup>p</sup> Chiffre provisoire

1989. La monnaie centrale dessaisonnalisée - les billets en circulation représentent les neuf dixièmes de celle-ci - a reculé de 3,5%, en taux annualisé, par rapport au quatrième trimestre de 1989. Ainsi, son recul a été nettement moins prononcé qu'au deuxième trimestre de 1990 (-5%).

Le niveau des rémunérations, toujours élevé par rapport à celui du troisième trimestre de 1989, a influé sur les taux annuels de variation des agrégats M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub> et M<sub>3</sub>. Le numéraire en circulation a reculé de 2,2% au troisième trimestre, contre

2,8% au deuxième. De juillet à septembre, les dépôts à vue ont diminué au même rythme qu'au deuxième trimestre, soit de 6,6%. Par conséquent, la masse monétaire M<sub>1</sub>, qui comprend le numéraire en circulation et les dépôts à vue, s'est établie 5,2% au-dessous du niveau du troisième trimestre de 1989 (deuxième trimestre: -5,5%). Le rythme de progression des dépôts à terme a passé de 27,9% à 20,6% du deuxième au troisième trimestre, car la hausse annuelle des rémunérations à court terme a faibli dans le même temps. L'évolution des dépôts à terme et celle de

M<sub>1</sub> ont conduit à un nouveau fléchissement de l'expansion de M<sub>2</sub>, puisque celle-ci a passé à 10,1% au troisième trimestre, après avoir atteint 13,5% au deuxième et 21,1% au premier. Les dépôts d'épargne ont reculé de 7,5% en l'espace d'une année, entraînant ainsi un affaiblissement de la croissance de M<sub>3</sub>; cette dernière s'est inscrite en moyenne à 1,7% de juillet à septembre, contre 2% au deuxième trimestre. Dans l'ensemble, ces variations des agrégats reflètent la politique monétaire restrictive menée par la Banque nationale.

### Marché monétaire

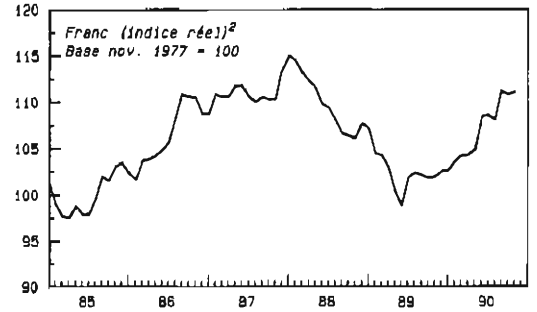
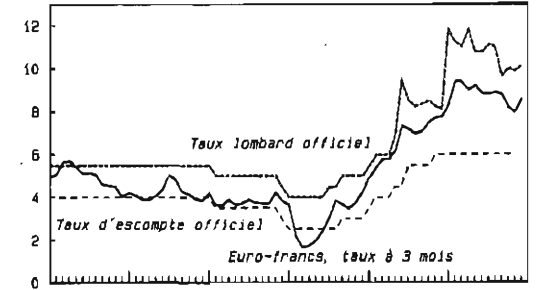
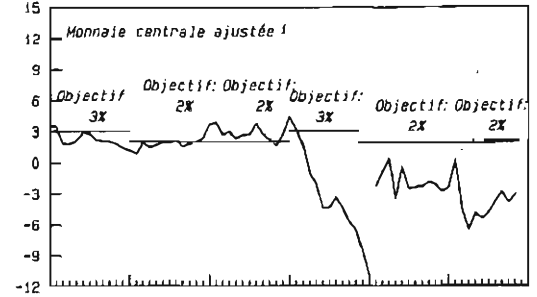
Au troisième trimestre, les rémunérations ont reculé sur le marché monétaire suisse. De juillet à septembre, le taux de l'argent au jour le jour a diminué de deux points pour s'établir à 6,6%. Il a atteint 7,7% en moyenne durant cette période, contre 8,8% au deuxième trimestre.

Sur le marché des euro-francs, le taux moyen des dépôts à trois mois a passé de près de 9% au deuxième trimestre à 8,6% durant les mois de juillet à septembre. Par rapport aux placements en marks et en dollars, l'écart en faveur des dépôts en francs a été en moyenne de 0,3 point (deuxième trimestre: 0,6 point) et de 0,6 point, comme au trimestre précédent. Les rémunérations suisses à court terme se sont inscrites, en septembre, au-dessous des taux allemands et, en octobre, légèrement au-dessous des taux américains.

Dans les grandes banques suisses, le taux moyen des dépôts à trois mois (valeur en fin de mois) a reculé de 8,4% au deuxième trimestre à 8% au troisième.

Le rendement des nouvelles créances comptables à trois mois sur la Confédération s'est chiffré à 8,3% au troisième trimestre, soit juste au-dessous du niveau moyen du trimestre précédent (8,4%). Par contre, le rendement des créances émises en octobre a reculé à 7,2%. A compter de l'émission du 8 novembre, la Banque nationale a confié la tenue du registre du marché monétaire à la SEGA, Société suisse pour le virement de titres SA. Ainsi, la plupart des conditions sont remplies

Graphique 14: Suisse



<sup>1</sup> 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 annualisé, 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

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

pour la mise sur pied d'un marché secondaire de créances comptables à court terme. De plus, le transfert de ces créances n'est pas soumis au droit de timbre de négociation. Outre la Confédé-

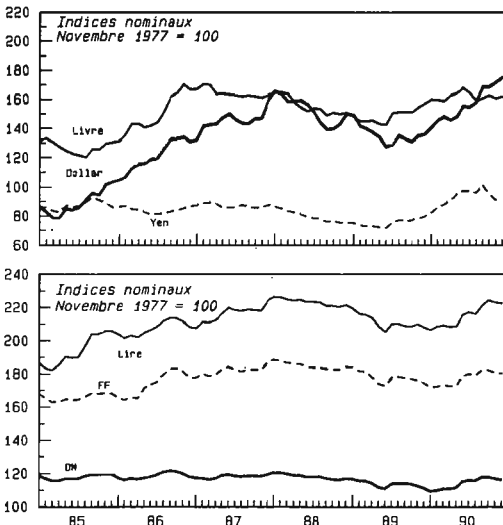
ration, d'autres débiteurs de premier ordre, des secteurs public et privé, ont émis des créances comptables à court terme pouvant être gérées par la SEGA.

### Marché des changes

Durant les mois d'août à novembre, le franc suisse s'est raffermi face aux monnaies des principaux pays industrialisés, à l'exception du yen japonais. Sa revalorisation a été particulièrement forte vis-à-vis du dollar (6,2%). Par rapport aux monnaies du Système monétaire européen (SME), elle a atteint 2,6% au maximum. Après avoir faibli de mai à juillet face à la livre sterling, à la suite d'hypothèses formulées quant à une entrée probable de celle-ci dans le mécanisme de change du SME, le franc suisse a progressé de 1,5% d'août à novembre face à cette monnaie. Par contre, il a reculé de 5,4% vis-à-vis du yen japonais. Les fluctuations journalières du franc se sont légèrement renforcées par rapport à celles des mois de mai à juillet, car elles se sont inscrites entre 6% et 15%, en taux annualisé, d'août à novembre.

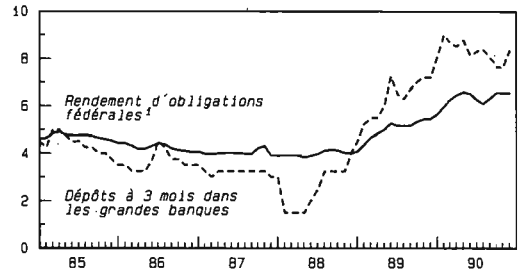
En moyenne des mois d'août à novembre, le dol-

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



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

Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt



<sup>1</sup> 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

lar américain valait fr. 1,29 (août à novembre 1989: fr. 1,65), 100 yens japonais fr. 0,95 (fr. 1,15) et le mark allemand 83,8 centimes (87,1 centimes). En l'espace d'une année, le franc suisse s'est donc revalorisé de 21,9% face au dollar, de 17,8% vis-à-vis du yen japonais et de 3,8% par rapport au mark allemand.

Les banques centrales des pays ne participant pas au SME n'ont guère procédé à des interventions coordonnées durant les mois d'août à novembre sur les marchés des changes. De son côté, la Banque nationale n'est pas du tout intervenue.

Le cours réel du franc a continué d'être orienté à la hausse durant le troisième trimestre. En données pondérées par les exportations et corrigées des variations de prix à la consommation, le franc a progressé de 7,8% par rapport au troisième trimestre de 1989 (deuxième trimestre: 7%). Il a enregistré les plus fortes revalorisations vis-à-vis du yen japonais (29,9%), du dollar (24,9%) et du mark allemand (5,5%) et la plus faible, face à la livre sterling (0,9%).

### Marché des capitaux

Le rendement moyen des obligations fédérales, calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, a passé de 6,7% en avril à 6,1% en juillet (valeurs en fin de mois). Du fait de l'attente d'une accélération de l'inflation, générée surtout par la crise du Proche-Orient, il a de nouveau augmenté

et s'est maintenu à près de 6,6% depuis le mois d'août. Au troisième trimestre, le rendement moyen s'est inscrit au même niveau qu'au deuxième, soit à 6,4%. Comme les rémunérations à court terme dépassaient 8%, la structure des taux servis sur les marchés monétaires et des capitaux est restée nettement inverse. L'écart entre les taux à court et à long terme s'est toutefois réduit en septembre et en octobre, car les premiers ont diminué sensiblement, alors que les rendements progressaient un peu sur le marché des capitaux.

Le taux moyen des obligations de caisse que les grandes banques ont émises au troisième trimestre s'est inscrit à 7%, comme au deuxième trimestre. En septembre, la rémunération moyenne de ces papiers s'est élevée d'un quart de point. A la fin du trimestre, les taux se situaient en général entre 7,5% pour les titres de trois ans et 6,7% à 7% pour ceux de six à huit ans.

Dans les banques cantonales, le taux moyen des dépôts d'épargne est resté inchangé à 4,7% de mai à septembre. Du deuxième au troisième trimestre, ces établissements ont porté de 7,3% à 7,5% le taux des nouvelles hypothèques et à 6,4% celui des anciennes.

Sur le marché suisse des capitaux, les émissions d'actions et d'obligations ont totalisé 12,5 milliards de francs au troisième trimestre, contre 10,9 milliards de francs au trimestre correspondant de 1989. Les émissions suisses y ont contribué pour près de 4,4 milliards de francs (troisième trimestre 1989: 5 milliards). Après déduction de 1,3 milliard de francs (1,5 milliard) au titre des remboursements, le montant net prélevé sur le marché des capitaux par des débiteurs suisses s'est chiffré à 3 milliards de francs (3,4 milliards).

sième trimestre 1989: 5 milliards). Après déduction de 1,3 milliard de francs (1,5 milliard) au titre des remboursements, le montant net prélevé sur le marché des capitaux par des débiteurs suisses s'est chiffré à 3 milliards de francs (3,4 milliards).

### Exportations de capitaux

Les autorisations que la Banque nationale a délivrées au troisième trimestre en vue d'exporter des capitaux ont porté sur un montant de 10,4 milliards de francs. Elles ont donc progressé de 8% par rapport à la période correspondante de 1989. Les emprunts ont augmenté de 29%, alors que les crédits reculaient de 27%.

Malgré la tendance à la hausse des rémunérations et la crise du Golfe, les émissions d'emprunts classiques («straights») se sont de nouveau nettement accrues par rapport à la période correspondante de 1989. Atteignant 3,3 milliards de francs (deuxième trimestre: 5,7 milliards), elles ont plus que doublé par rapport au troisième trimestre de 1989. Toutefois, cette croissance exceptionnelle s'explique surtout par le faible montant de la période de référence. Alors que les autorisations délivrées en vue d'émettre des emprunts assortis de droit de conversion ou d'option avaient été insignifiantes au deuxième trimestre, elles ont atteint au trimestre suivant 90%, en chiffre rond, du montant, relativement important, de celles de la période correspondante de 1989. Ces emprunts convertibles ou à option, qui sont émis presque exclusivement par des dé-

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

	Emprunts <sup>1</sup>	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
1990 3e trim.	7 689,0	2 427,7	270,0	10 386,7

<sup>1</sup> 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

biteurs japonais, se sont élevés à 4,5 milliards de francs au troisième trimestre (220 millions). Aussi le volume de ce genre d'emprunts a-t-il été supérieur à celui des emprunts classiques.

La part du Japon au total des exportations de capitaux soumises à autorisation a passé de 4% au deuxième trimestre à 48% au troisième. Par contre, la part des pays européens a reculé de 46% à 34%, et celle de l'Amérique du Nord, de 24% à 14%. La part des autres pays s'est inscrite à 4%, contre 26% au deuxième trimestre. Quant à celle des organisations internationales de développement, elle s'est établie à 3%, après avoir atteint 13% au deuxième trimestre.

### ***Bilans bancaires et crédits***

Le total des bilans des 68 banques entrant dans la statistique ont progressé de 7% de fin septembre 1989 à fin septembre 1990. Si les montants en dollars, qui représentent 16% du total des bilans, avaient été convertis au cours en vigueur à la fin du troisième trimestre de 1989, la hausse aurait atteint 11%.

A l'actif les placements financiers ont continué leur mouvement de recul au troisième trimestre, car les fonds du public n'ont toujours pas suffi à financer les octrois de crédits. En l'espace d'une année, les banques ont réduit leurs placements financiers d'un quart environ. Le solde des opérations interbancaires a diminué tout particulièrement, puisqu'il a passé de 23 milliards à -7 milliards de francs en l'espace d'une année. En outre, les liquidités ont fléchi de 2% au total, ou même de 12% pour celles qui sont libellées en francs suisses. Le ratio de liquidités des banques (505 établissements) est resté à près de 150%. Si les effets de change et les papiers monétaires ont progressé de 22% en l'espace d'une année, les titres se sont maintenus quasiment au même niveau.

Le montant total des crédits (comptes débiteurs, prêts hypothécaires et crédits en comptes courants à des collectivités publiques) dépassait de 10%, à fin septembre 1990, le niveau enregistré une année auparavant. Le taux de croissance des crédits à la clientèle suisse s'est élevé à 11%;

les débiteurs suisses ont marqué une hausse de 13%, et les prêts hypothécaires, de 10%. Les rythmes annuels d'expansion des crédits n'ont reculé que faiblement ces derniers mois.

L'évolution des crédits de construction, qui était perceptible ces derniers mois, s'est encore accentuée au troisième trimestre. Le taux annuel de croissance des limites ouvertes n'a cessé de faiblir, alors que celui des crédits utilisés a toujours été orienté à la hausse. Il en a résulté une réduction des crédits non utilisés, soit des limites ouvertes, moins les utilisations. A fin septembre, le taux annuel d'expansion des limites ouvertes s'est inscrit à plus de 5%, contre 14% environ une année auparavant; celui des crédits utilisés a passé de 11% à 16%. Compte tenu du renchérissement dans la construction en 1989, le volume des limites ouvertes aurait enregistré un recul.

Au passif, la croissance des fonds du public s'est inscrite à 5% et, partant, est restée nettement inférieure à celle des crédits. Les transferts de fonds des créanciers à vue et des dépôts d'épargne vers les créanciers à terme, mieux rémunérés ou plus coûteux pour les banques, ont continué au troisième trimestre, mais à un rythme moins soutenu que précédemment. Les créanciers à vue ont reculé de 10%, et les livrets et carnets de dépôts, de 7%, alors que les créanciers à terme s'inscrivaient 14% au-dessus du niveau enregistré à fin septembre 1989. Quant aux obligations de caisse et aux obligations, elles ont haussé de 11%.

Les fonds à titre fiduciaire auprès des 68 banques ont augmenté de 2% pour atteindre 118 milliards de francs. Ils provenaient pour deux tiers environ de non-résidents et étaient placés presque exclusivement à l'étranger.



# La Suisse dans la mouvance de l'Europe en gestation

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

## 1. Le deuxième souffle de l'intégration européenne

### 1.1 Les prolégomènes de 1992

Les lignes de force du Livre blanc de 1985 s'inscrivent dans le droit fil des objectifs du Traité de Rome de 1957.

En effet, l'article 2 du Traité prévoyait déjà:

«La Communauté a pour mission, par l'établissement d'un Marché Commun et par le rapprochement progressif des politiques économiques des Etats membres, de promouvoir un développement harmonieux des activités économiques dans l'ensemble de la Communauté, une expansion continue et des relations plus étroites entre les Etats qu'elle réunit.»

La première phase d'intégration, de 1954 jusqu'aux années septante, s'est concentrée sur les marchandises. Au plan mondial, cette phase d'intégration correspond aux progrès parallèles accomplis dans le cadre des Dillon, Kennedy et Tokyo rounds.

Cette concentration sur les marchandises s'inscrivait dans la logique du temps, car, après la guerre, ce secteur constituait encore l'épine dorsale des économies des pays industrialisés.

La spécificité du Marché Commun a été l'intégration agricole manifestée par la Politique agricole commune.

Même si les premiers succès de l'intégration communautaire se sont limités aux secteurs primaire et secondaire, les autres domaines d'intégration prévus par le Traité de Rome n'ont pas été totalement négligés. En effet, les objectifs de libéralisation de la circulation des personnes, des services et des capitaux, la formulation d'une po-

litique commune dans les domaines des transports, de la concurrence etc., non seulement figurent déjà à l'article 3 du Traité de Rome, mais furent aussi débattus, au fil des ans, dans les nombreuses réunions communautaires.

Toutefois, les synergies supplémentaires à gagner d'une intégration dans ces secteurs d'activité ne sont vraiment apparues qu'avec l'évolution des économies vers la tertiarisation, c'est-à-dire grosso modo dans les années septante. La même perception du phénomène au plan international s'est traduite par la création de différentes instances auxquelles on a confié l'analyse de ce qu'on appelait alors les «related issues», c'est-à-dire les relations entre commerce au sens large et transactions financières (investissements en particulier).

Alors que l'Europe et le monde étaient en train de prendre conscience des ajustements structurels nécessaires à une meilleure intégration des marchandises, des services et des capitaux, les crises pétrolières de 1973 et 1979, en donnant un coup de frein à la croissance, ont mis en veilleuse ces efforts.

Il aura fallu digérer les méfaits de ces crises et retrouver un chemin de croissance non-inflationniste pour que l'intégration européenne prenne un deuxième souffle. Le Livre blanc de 1985 et l'Acte unique de 1987 en sont ses fondements.

Ces textes représentent en effet un saut qualitatif. Tout d'abord ils ont relancé la dynamique de la libéralisation dans les domaines des services, des personnes et des capitaux. Ces trois libertés, contrairement à celle des marchandises, exigent des transformations substantielles de la législation domestique. De par leur nature aussi, elles sont plus difficiles à faire progresser car elles impliquent plusieurs ministères et touchent plus directement les intérêts des groupes de pression domestiques.

Le saut qualitatif de ces engagements apparaît

\* Exposé présenté à l'Institut universitaire d'études européennes, le 24 octobre à Genève

ensuite dans trois principes innovateurs qui, tous trois, en faisant sauter des blocages, stigmatisent l'intégration. Ces trois principes sont les décisions à la majorité qualifiée, la subsidiarité et la reconnaissance mutuelle.

Le vote majoritaire a été généralisé et pourrait l'être encore davantage.

La subsidiarité limite les compétences de la Commission aux tâches qu'elle est mieux à même d'accomplir que les Gouvernements nationaux. Ce principe a clarifié le problème lancinant des attributions de compétences.

Enfin, la reconnaissance mutuelle remplace le principe de l'harmonisation des législations qui était paralysant. Selon ce principe, sur la base d'un tronc commun, les normes nationales sont reconnues par les partenaires communautaires.

## **1.2 Les courants de fond de l'intégration européenne**

### *Premier courant de fond*

Depuis la fondation du Marché Commun en 1957, les institutions communautaires ont créé une structure de rencontres, de concertations et de négociations toujours plus dense. Au fil des réunions, les bureaucrates nationaux ont appris à se connaître et à travailler ensemble. Ils se sont familiarisés avec leurs problèmes réciproques et ont appris l'art de gouverner par consensus au plan européen. Il en est émergé une personnalité européenne, distincte des entités nationales, qui revêt toujours plus les caractères d'une puissance internationale.

Le leadership qu'a pris Bruxelles pour intégrer en souplesse les pays de l'Europe de l'Est illustre l'émergence de cette personnalité européenne et internationale. Les avances de Washington pour placer les jalons d'une coopération politique atlantique en sont un autre exemple.

Quant aux pays membres, ils ont acquis un réflexe européen qui met la solidarité européenne à l'avant-plan de leurs relations extérieures. Interpréter les revers, voire les échecs toujours possi-

bles de l'intégration comme un renversement de fond serait méconnaître l'essence du processus en cours.

### *Deuxième courant de fond*

Les principes de vote majoritaire élargi, de subsidiarité et de reconnaissance mutuelle qui sous-tendent le nouveau souffle de l'intégration européenne impliquent un haut degré de confiance réciproque et un renforcement de la volonté de vivre ensemble. Ce sont des motivations semblables qui – cela mérite d'être souligné – permirent la création d'entités fédérales, telles les Etats-Unis ou la Suisse. La finalité politique qui figure dans le Traité de Rome s'inscrit dans la mouvance naturelle d'une intégration de ce type.

### *Troisième courant de fond*

Les compétences croissantes conférées à la Commission lui ont permis de bâtir une solide infrastructure analytique et intersectorielle. Cette infrastructure est bien supérieure aux capacités nationales. La Commission a pu ainsi présenter des propositions tenant toujours mieux compte du caractère intersectoriel des problèmes et préparer des solutions fondées sur le principe de l'optimisation des avantages pour l'ensemble des économies. L'originalité de la démarche a rendu possibles des consensus ministériels qui n'auraient vraisemblablement pas été réalisables si les administrations nationales avaient négocié entre elles.

## **1.3 Contre-courants helvétiques**

### *Premier contre-courant*

Pendant que les pays communautaires échafaudaient progressivement la construction du marché intérieur étendu aux quatre libertés, la Suisse perfectionnait, pour l'essentiel, l'Accord de libre échange confiné aux seules marchandises. En concentrant nos forces de négociations extérieures sur les marchandises et leurs dérivés, la dynamique et la globalité de l'intégration communautaire nous ont échappé. Pis encore, lorsque

nous les avons perçues, nous avons commencé par les banaliser, persuadés qu'elles n'aboutiraient pas.

#### *Deuxième contre-courant*

Tandis que l'Europe communautaire faisait l'apprentissage de la concertation et du consensus, la Suisse, qui s'est pourtant bâtie sur des principes similaires, en est venue graduellement à mésuser de la concertation. En effet, dans les procédures de consultation, les organes et personnes consultés ont privilégié des intérêts corporatistes au détriment de l'intérêt général. Cette évolution, en focalisant l'attention sur une multitude de petits problèmes nationaux, a occulté toujours plus la nature des transformations profondes qui avaient cours chez nos voisins.

#### *Troisième contre-courant*

Tandis que les pays communautaires, en confiant toujours plus de compétences à la Commission, «apolitisaient» l'élaboration des décisions, nous avons évolué en sens contraire. En effet, l'emprise partisane pipe toujours plus les dés de l'administration fédérale et même ceux du Conseil fédéral. Cette évolution est préoccupante, car les virages structurels qu'exige en particulier la libéralisation des services et des personnes requièrent des arbitrages intersectoriels qui transcendent les intérêts partisans. De telles décisions présupposent aussi un consensus national sur le type d'économie et de société que nous voulons. Dispose-t-on encore d'un tel consensus en Suisse? Un référendum sur cette question aurait le mérite de clarifier nos finalités politiques et économiques, finalités sur lesquelles il y a actuellement hiatus.

#### *Quatrième contre-courant*

Maintenant que les technocrates de la Commission ont bâti le gros œuvre du marché intégré, la légitimité démocratique, par Parlement européen interposé, influencera toujours plus la finition de la maison communautaire. Cela signifie un processus décisionnel plus lent, mais mieux assis.

Cette évolution rapprochera le mécanisme de prise de décision bruxellois du nôtre. La chose étant, sachons mettre à profit cette convergence en revivifiant notre propre processus décisionnel et en nous concentrant davantage sur la substance.

## **2. Sur la voie d'un fédéralisme européen**

### ***2.1 Les métamorphoses de l'intégration européenne***

Depuis l'Acte unique, l'intégration européenne est qualitativement différente. En effet, elle touche l'ensemble des activités économiques et sociales des Etats membres. Il s'agit donc d'un dessein très ambitieux qui exige une grande volonté politique. Les partenaires ne pourront aboutir que s'ils acceptent de transiger sur des domaines sensibles. Pour y parvenir, l'Etat-nation souverain traditionnel devra céder quelques-unes de ses prérogatives pour permettre, dans certains domaines, une gestion en commun de la souveraineté. Cette évolution montre combien le processus d'intégration économique interpelle la finalité politique de la Communauté. Ce n'est donc pas par hasard que l'Europe des Douze en est venue à organiser conjointement, en décembre prochain, les Conférences intergouvernementales sur l'Union économique et monétaire (UEM) et sur l'Union politique européenne (UPE).

Pour réaliser la libre circulation des services, des capitaux et des personnes, il faut mettre à l'unisson les outils permettant cette libéralisation. Ainsi, pour qu'il y ait véritable liberté de circulation des personnes, ces dernières doivent pouvoir se déplacer et travailler librement et organiser leur vie dans n'importe lequel des pays communautaires. Cela requiert la liberté d'établissement, des qualifications professionnelles reconnues par tous ainsi qu'un régime de protection sociale équivalent. La nature même de cette démarche est d'essence fédérative.

Cette démarche fédérative s'inscrit également en filigrane des réflexions sur l'UEM. La phase 1 de l'UEM, dans laquelle se trouve la Communauté européenne depuis juillet dernier, a pour objectif, non seulement d'assurer une meilleure conver-

gence des politiques et des performances économiques des Pays membres, mais aussi de les soumettre progressivement à des mécanismes de surveillance contraignants.

Pour obtenir la convergence des politiques économique et monétaire, Bruxelles a créé des mécanismes qui garantissent l'indépendance des responsables monétaires, la discipline des responsables des finances et de l'économie ainsi que la concertation entre tous ces acteurs. Grâce à ce système de contacts institutionnalisés, la Communauté peut espérer parvenir à mieux répartir les charges entre politique monétaire d'une part, politiques budgétaire et fiscale de l'autre.

En procédant ainsi, la Communauté place les jalons d'une nouvelle forme de coopération internationale. Jusqu'ici en effet, seules les autorités monétaires coopèrent régulièrement à l'échelle internationale alors que les autorités budgétaires et fiscales sont restées axées sur des paramètres nationaux.

La responsabilisation des autorités fiscales et budgétaires à l'échelle communautaire va aussi se répercuter sur la formulation des politiques régionales. Alors que l'on pouvait craindre une répétition des erreurs de la politique d'aide inconditionnelle, on perçoit un revirement en direction de mécanismes facilitant l'intégration progressive des régions les plus défavorisées dans la dynamique communautaire. Les méandres de l'histoire ont voulu que l'unification allemande serve de cobaye à la nouvelle politique communautaire régionale!

Autre paradoxe. Portée à l'échelle internationale, cette conception de la politique régionale signifierait la résurgence du fameux «trade-finance link» soit une approche du développement faisant intervenir en parallèle des transferts de ressources et l'ouverture des marchés des pays industrialisés aux produits en provenance des pays en développement.

## **2.2 La Suisse interpellée**

Le secteur exportateur est l'épine dorsale de l'économie suisse. Ce secteur, soumis à la con-

currence internationale, a développé son dynamisme propre en profitant des conditions-cadre établies à une époque libérale. Par contraste, le monde politique et parlementaire suisse a concentré son attention sur les secteurs économiques intérieurs, tous plus ou moins soustraits à la concurrence internationale. Cet état de fait, qui était normal à la fin de la dernière guerre mondiale, s'est révélé pernicieux car, au fil des ans, on l'a découplé toujours plus du secteur extérieur, créant, ce faisant, des rentes de situation qui ont renforcé le poids des lobbies qui les défendent. La force politique et l'éloquence parlementaire du secteur protégé ont focalisé le débat sur les problèmes domestiques tels que l'agriculture, les arts et métiers, l'aménagement du territoire, la limitation quantitative de la main-d'œuvre étrangère ou l'hôtellerie.

Pendant ce temps, en Europe, la discussion politique et économique s'est déplacée progressivement d'une perception domestique des problèmes économiques vers des conceptions étendant le territoire national aux frontières européennes. Nous avons participé à cette discussion en concluant une série d'accords avec l'Europe, notamment l'Accord de libre échange. Mais, à nouveau, le Parlement et les milieux politiques n'ont retenu de cette évolution que les aspects commerciaux.

Un peu à l'image du Japon, nous nous retrouvons à l'orée de l'an 2000 avec un pays atteint de strabisme: certains secteurs sont complètement tournés vers l'extérieur alors que d'autres sont braqués sur l'intérieur. D'où la difficulté que nous avons à nous positionner dans la mouvance de l'Europe en gestation.

En Suisse, la prise de conscience du saut qualitatif de l'intégration européenne s'est faite tardivement. Bruxelles, par la bouche du Président Delors, nous a secoués par deux fois. D'abord, le 17 janvier 1989, en prônant la négociation multilatérale CE/AELE, soit d'Organisation à Organisation et non plus bilatéralement. Ensuite, en janvier 1990, en posant l'acquis communautaire en prémisses de l'Espace économique européen (EEE).

Après un sursaut d'orgueil initial, la Suisse officielle, enfin consciente des vrais enjeux et de son

relatif isolement, a accepté de jouer le jeu. Cela s'est traduit par un renforcement des structures de l'AELE. A l'intérieur du pays, cela s'est traduit par un inventaire systématique de toutes nos dispositions législatives et réglementaires touchant les quatre libertés et les mesures d'accompagnement. Ces travaux ont eu notamment le mérite de nous montrer que, à quelques exceptions près, le «Sonderfall» suisse était plus dans les esprits que dans les textes.

En revanche, ce qui n'est pas encore réalisé en Suisse, c'est une planification, intégrée et échelonnée dans le temps, des ajustements structurels nécessaires pour redonner à notre économie des conditions-cadre en harmonie avec celles de nos voisins. En ce sens, nous ne sommes pas encore prêts à mettre les quatre libertés sur pied d'égalité.

Ainsi, notre contingentement de la main-d'œuvre étrangère souffre de plusieurs vices. Il est trop orienté sur la quantité au détriment de la qualité, il tient insuffisamment compte de la dynamique des divers secteurs économiques et il braque par des aspects sociaux surannés.

Ainsi encore, l'essence de notre réforme fiscale. Au lieu d'effectuer une refonte fondamentale de notre système fiscal à l'instar de nos voisins, les deux échecs de la TVA continuent de nous obnubiler. De ce fait, nous passons à côté des vrais problèmes qui ont pour noms: rééquilibrage des charges fiscales en direction des impôts indirects ainsi que transparence et neutralité économique du système fiscal. Je pense par exemple à l'opacité créée par les trois niveaux fiscaux, aux échappatoires fiscales entre cantons et communes ainsi qu'aux diverses périodes de référence fiscale. Je pense encore à l'incompréhensible exception de certains services. C'est donc moins la comparabilité avec la TVA qui fait problème que l'effet rédhibitoire d'un système fiscal désuet sur la compétitivité internationale de notre économie.

Ainsi aussi la rigidité qui caractérise notre système budgétaire, nos systèmes de distribution et nos mécanismes de fixation des prix et des salaires. Les exigences de la péréquation financière, de salaires paritaires et de redistribution de l'épargne ont cimenté des automatismes que nos

voisins, profitant des années de bonne conjoncture, se sont employés à démanteler. Pendant ce temps en Suisse, le sentiment rassurant d'avoir des comptes équilibrés a masqué une augmentation régulière des dépenses communales, cantonales et fédérales, augmentations aseptisées par le gonflement des rentrées fiscales.

En outre, dans les budgets des collectivités publiques, la part des transferts s'est accrue au détriment des investissements productifs. Surtout, l'exercice de sélection entre tâches relevant ou non du domaine public a été jusqu'ici élucidé. Non seulement il n'y a pas eu de privatisation, mais la question ne s'est même pratiquement pas posée. Cela aussi contribue à préteriter la compétitivité de notre économie et la distribution optimale des ressources.

Ainsi enfin, notre concept de concurrence est à rapprocher de celui de la Communauté européenne. Nous devons en particulier éliminer toutes les ententes ayant pour objectif réel l'exploitation d'une rente de situation.

A propos de la convergence des politiques économique et monétaire, je constate que la BNS est en Suisse la principale gardienne de la stabilité des prix. Cela tient notamment à l'extrême rigidité de notre système fiscal mais aussi budgétaire. Au surplus, nous ne disposons pas de mécanismes permettant d'assurer à la fois l'indépendance de la BNS, la discipline budgétaire et fiscale et une concertation plus structurée entre responsables des politiques monétaire, fiscale et budgétaire.

Si l'absence de ces mécanismes ne nous a pas préterités jusqu'à présent, c'est que nous avons longtemps bénéficié d'une longueur d'avance sur nos partenaires. L'égalisation et l'intensification des conditions de concurrence qui sont en cours obligent chacun à jouer plus serré. Ce phénomène justifierait un réaménagement de la concertation entre autorités suisses compétentes, aux niveaux fédéral, cantonal et communal.

La tendance à l'égalisation des conditions de concurrence se reflète aussi sur les taux d'intérêt et le cours du change. Nous devons nous préparer à des temps où nous ne pourrons plus

automatiquement compter sur la déflation importée pour abaisser notre taux moyen d'inflation. Cela signifie qu'il faut démanteler notre socle d'inflation domestique, particulièrement visqueux, et qui nous accompagne depuis des années. C'est une raison supplémentaire pour casser les automatismes et les indexations de notre économie, automatismes qui se sont étoffés avec les années de prospérité, biaisant de plus en plus les mécanismes de transmission des prix. A défaut, on surcharge la politique monétaire. En clair, cela revient à demander à la BNS de faire une politique trop restrictive pour rétablir la stabilité des prix. Une telle politique risque d'étrangler les secteurs exportateurs par une surévaluation du franc et de provoquer la récession par des taux d'intérêt exagérément élevés.

Les négociations sur l'Espace économique européen se fondent sur le principe d'avantages compétitifs similaires pour les pays impliqués. Quoique la politique monétaire ne fasse pas partie de l'acquis communautaire, elle est tout de même touchée par les postulats de «conditions de concurrence égales» et de «clause évolutive». Il nous faut donc devancer le mouvement en concevant une stratégie appropriée plutôt que de rester sur la défensive à la merci des initiatives de la Communauté.

En outre, à mesure que la Communauté européenne s'intégrera, le danger d'«offshorisation» de la Suisse augmentera. Comme nous ne souhaitons pas – j'en suis convaincu – être relégués au rôle de refuge financier, nous nous devons de prévenir cette tendance en recherchant la collaboration avec Bruxelles. A mon avis, plusieurs voies sont envisageables: approfondissement de la collaboration informelle en matière de politique monétaire; participation ad hoc sous une forme à déterminer, peut-être avec nos partenaires de l'AELE, aux mécanismes de surveillance des politiques macro-économiques; rencontres informelles communes des Gouverneurs des pays de l'AELE avec ceux des Douze; échanges d'informations plus structurés pour accompagner en douceur le cheminement communautaire vers l'UEM.

### 3. Conclusions

Mes propos pourraient, à première vue, être compris comme un plaidoyer pour le Traité sur l'espace économique européen (TEEE), voire pour l'adhésion de la Suisse à la Communauté européenne. Les interpréter ainsi fausserait cependant leur esprit. Ce dont je suis persuadé, c'est qu'un petit pays pauvre en matières premières et ouvert sur l'extérieur comme la Suisse ne peut préserver sa qualité de vie qu'en restant à l'écoute de l'extérieur. Politiquement et socialement, cela signifie faire preuve de flexibilité, d'imagination, de disponibilité et de solidarité pour participer activement, voire anticiper la construction européenne de l'Atlantique à l'Oural. Économiquement, cela signifie créer des conditions-cadre propres à positionner nos entreprises aux avant-postes de l'évolution économique européenne.

Un des mérites de l'ouverture européenne est d'avoir relativisé certaines de nos positions de force que nous devons simplement à la faiblesse de nos partenaires. Ces derniers étant en passe de nous rattraper, voire de nous devancer, il devient urgent de remettre à niveau nos conditions-cadre pour redonner aux entrepreneurs la possibilité de développer de nouvelles niches d'excellence en Suisse.

C'est par la force tranquille, doublée d'ouverture et d'esprit visionnaire, que nous parviendrons à vivifier nos traditions. Je le dis avec d'autant plus de conviction qu'actuellement nous assistons à une mobilisation de tous ceux qui, par crainte de perdre des avantages immédiats, négligent l'intérêt du pays à plus long terme. Les lobbyistes du refus forment une coalition d'intérêts politiques et économiques dont le poids dans les organes de décision législatifs et exécutifs est bien supérieur à la valeur ajoutée qu'ils offrent à la population.

Quant à ceux qui favorisent une ouverture européenne, ils croient trop souvent détenir la pierre philosophale. Ils en viennent à sous-estimer la capacité des opposants à analyser minutieusement leurs arguments et à les déformer subrepticement en faveur de leurs intérêts corporatistes.

Cette dichotomie de qualité de l'information est

pernicieuse. Elle empêche en effet le souverain de se faire une idée réaliste des conséquences à court, moyen et long termes des décisions qu'il sera appelé à prendre.

Je suis préoccupé par cet aspect des choses. En cette époque dominée par l'information, et dans un pays qui se pique d'avoir une qualité de démocratie supérieure aux autres, nous risquons de faire prendre au peuple des décisions qu'il regrettera et voudra vraisemblablement corriger, avec tous les coûts et difficultés supplémentaires qui en découleront.

Enfin, je crains aussi qu'en adoptant une attitude de blocage, nous isolions la population, et plus particulièrement la jeunesse, du renouveau intellectuel qui balaie l'Europe. Ce serait d'autant plus déplorable que les idées à l'origine de nos institutions et convivances ont jadis puisé aux mêmes sources.

Que faire pour remédier à cet état de chose?

Prenons d'abord les négociations en cours pour la mise en place d'un Traité sur l'espace économique européen. Pour nous, elles sont ambitieuses et complexes. Pour Bruxelles cependant, devant la multiplicité des problèmes que la Commission doit affronter, la gravité des nôtres est relative. L'exigence faite à l'AELE de parler d'une seule voix est donc presque allée de soi. Cela a pu paraître curieux à d'aucuns, mais cette évolution, entre autres facteurs, sédimente l'émergence d'une puissance avec laquelle nous devons prendre l'habitude de négocier. Elle reflète en effet une identité nouvelle, différente des Etats membres qui la composent et moins proche de nous que ne l'étaient nos grands pays voisins et amis.

La procédure en deux étapes, soit une première négociation avec les pays de l'AELE puis, d'une seule voix, avec la Communauté européenne, rend la défense de la position suisse plus complexe. En outre, l'intention de s'engager dans un processus évolutif, qui équivaut à une négociation permanente, exige des structures complexes de réflexion ultérieure.

Dans une telle situation, plus nous épaulerons nos négociateurs, plus nous accroîtrons nos chances d'obtenir un bon Traité. Parallèlement, en accélérant l'adaptation de nos structures, nous nous donnerons les moyens de faire un choix objectif, au plus près de nos intérêts bien compris. Je suis conscient de la difficulté de mobiliser l'opinion alors que la Suisse va encore bien. Je veux cependant croire que, aussi bien à l'égard de notre attitude face à l'Europe en gestation qu'à l'égard des choix domestiques qui nous incombent, nous nous mettrons en situation de nous faire violence et de lancer une campagne de réflexion.

Arrêtons-nous un instant sur les rouages sociaux de notre pays.

Une force de la Suisse, dans le passé, a été la symbiose entre responsabilisation individuelle et solidarité collective. Cette symbiose était fondée sur le principe que chacun s'efforce de faire de son mieux, la société aidant ceux qui, pour des raisons justifiées, ne parviennent pas, malgré leurs efforts, à atteindre un niveau de vie décent. Nous assistons aujourd'hui à l'émergence de deux types sociaux aux finalités incompatibles. D'une part, ceux qui courent après le profit en faisant plus ou moins fi de tout principe éthique. Cette attitude fait éclore des sentiments de rejet qui perturbent le consensus social. D'autre part, il y a ceux qui, faute d'un environnement motivant, se laissent glisser vers la marginalisation. Plus cette catégorie de personnes croît, plus on va vers l'étatisation, la bureaucratization et la mentalité casco dont reviennent précisément nos amis de l'Europe de l'Est. Face à ce dualisme latent, nous ferions bien de concentrer les énergies en faveur d'une cohésion sociale favorisant l'épanouissement des forces vives du pays.

Pour conclure, essayons de nous positionner dans cette Europe en gestation.

La volonté de la Communauté de renforcer ses bases pour la création d'un marché intégré et son engagement en faveur de l'Europe de l'Est sont des développements de bon augure.

La chose étant, il serait déplacé que la Suisse, pays épris de paix et foncièrement libre-échan-

giste, laisse échapper de l'amertume. Pourtant, c'est un peu le sentiment que l'on perçoit dans certains milieux économiques et, ce qui est plus grave, aussi chez certains parlementaires et autorités politiques. Certes, nos autorités fédérales s'attaquent positivement aux problèmes, mais je ne perçois pas encore l'enthousiasme motivé par la prise de conscience de la chance historique qui s'offre à nous et à l'Europe.

J'ose espérer que les forces négatives ne l'em-

porteront pas. Ce serait en effet la meilleure façon de nous reléguer économiquement et politiquement et, surtout, la meilleure façon de donner crédit à ceux qui prétendent que la Suisse est incapable de prospérer quand ses voisins sont en paix. Vous qui incarnez une jeunesse enthousiaste et éprise de justice et de paix, je vous adjure de donner libre cours à votre enthousiasme, et par là de montrer que la Suisse reste ouverte, disponible et solidaire.



# Monetäre Divisia-Aggregate – eine Alternative zu den traditionellen Geldmengenindikatoren?<sup>1</sup>

Robert Fluri\*

## Einleitung

Die Währungsbehörden wichtiger westlicher Industriestaaten definieren ihren geldpolitischen Kurs anhand von Geldmengenaggregaten. Die Kontrollierbarkeit durch die Zentralbank sowie ein enger und stabiler Zusammenhang mit den letztlich zu steuernden gesamtwirtschaftlichen Grössen bilden die Voraussetzungen, damit ein Geldmengenaggregat als sinnvolle monetäre Zielgrösse verwendet werden kann.

In den vergangenen zehn Jahren wurde nun allerdings erkennbar, dass einzelne von Notenbanken verwendete Geldmengenaggregate an Aussagekraft eingebüsst haben<sup>2</sup>; die Abschätzung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen geldpolitischer Aktionen wurde sowohl für die handelnde Notenbank als auch für den beobachtenden Marktteilnehmer schwieriger. Diese Entwicklung kann zu einem erheblichen Teil auf veränderte Bedingungen auf den Finanzmärkten (Stichworte: Deregulierung, internationale Verflechtung, Innovationen) und im Bereich des Zahlungsverkehrs zurückgeführt werden. Manche Notenbanken versuchten, ihre Politik erneut sicher zu verankern, indem sie ihre Zielgrösse – zum Teil mehrmals – wechselten.

In der Schweiz erschwerten vor allem zwei allgemein bekannte institutionelle Änderungen, nämlich die Einführung des Swiss Interbank Clearing Systems (SIC) im Sommer 1987 und neuer Liquiditätsvorschriften im Januar 1988, die Realisierung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik. Die beiden Reformen ermöglichten es den Banken, die bei der SNB zu haltenden Reserven in Form von Giroguthaben drastisch zu reduzieren. Diese betrug Ende 1987 noch mehr als 8 Milliarden Franken, fielen dann aber bis Ende 1990 auf rund 3 Milliarden Franken. Unter dieser Entwicklung litt

die Zuverlässigkeit der Notenbankgeldmenge<sup>3</sup> als Indikator der schweizerischen Geldpolitik.

Im vorliegenden Artikel wird eine Kategorie von Geldmengenaggregaten vorgestellt, die unter der englischen Bezeichnung «monetary Divisia aggregates» (im Folgenden kurz «Divisia-Aggregate» genannt) in der internationalen Diskussion um geldpolitische Indikatoren einen festen Platz haben.<sup>4</sup> Im ersten Teil dieses Aufsatzes werden die Gründe dargelegt, weshalb die Konstruktion von monetären Divisia-Aggregaten sinnvoll erscheint; zudem werden die theoretischen Annahmen skizziert. Anschliessend wird das Verhalten der mit Schweizer Daten berechneten Divisia-Aggregate im Vergleich zu den traditionellen Geldmengen diskutiert. Im dritten Teil werden Resultate aus Korrelationsanalysen und Granger Kausalitätstests vorgestellt. Getestet wurden die Indikatoreigenschaften der diversen Geldmengen bezüglich der Inflation. Der vierte Teil enthält eine Zusammenfassung und Schlussfolgerungen.

Die Frage, ob die Divisia-Aggregate durch die Nationalbank kontrollierbar sind, ist hingegen nicht Gegenstand dieses Aufsatzes. Diese Frage müsste abgeklärt werden, falls die Nationalbank andere Zielgrössen als die Notenbankgeldmenge in Erwägung ziehen wollte.

<sup>1</sup> Der Artikel stützt sich massgeblich auf die während eines Studienaufenthaltes in der Forschungsabteilung der Federal Reserve Bank of St. Louis zusammen mit Piyu Yue erarbeiteten Ergebnisse.

<sup>2</sup> Vgl. Rich, G. (1987).

<sup>3</sup> Die Notenbankgeldmenge umfasst die Giroguthaben der Banken bei der SNB und den Notenumlauf. Die SNB definierte von 1980 bis 1988 jährliche Wachstumsziele für die bereinigte Notenbankgeldmenge (Notenbankgeldmenge abzüglich ultimobedingte Refinanzierungskredite); in den Jahren 1989 und 1990 bezogen sich die Ziele auf die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge.

<sup>4</sup> Vgl. dazu etwa Barnett (1982); Barnett, Offenbacher, and Spindt (1984); Farr and Johnson (1985); Belongia and Chalfant (1989); Barnett, Melvin, and Yue (1990).

\* Bereich Volkswirtschaft der Schweizerischen Nationalbank

## 1. Die Aggregationsproblematik

### 1.1 Die Berechnungsweise der offiziellen Geldmengen

Die SNB publiziert seit Jahren Daten über die Notenbankgeldmenge sowie die Geldmengen  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$ . In der Schweiz umfasst das am weitesten gefasste Aggregat, die Geldmenge  $M_3$ , sechs Komponenten, nämlich die vom Publikum gehaltenen Noten und Münzen (Bargeldumlauf) sowie die Postcheckguthaben und Bankguthaben des Nicht-Bankensektors (Kreditoren auf Sicht und Zeit, die Spareinlagen sowie die Guthaben auf Depositen- und Einlagekonti).<sup>5</sup> In der Regel fällt die Liste der relevanten Geldmengenkomponenten als Folge besonderer institutioneller Rahmenbedingungen von Land zu Land verschieden aus; so umfasst  $M_3$  zum Beispiel in den USA zur Zeit nicht nur sechs Komponenten wie in der Schweiz, sondern deren siebenundzwanzig.

Das Verfahren zur Berechnung der offiziellen Aggregate ist indessen in allen Ländern dasselbe: Die Geldmengen sind das Resultat einer einfachen Summierung ihrer Komponenten. Bei diesem Verfahren wird jedoch nicht berücksichtigt, dass die verschiedenen Komponenten (monetäre Aktiva) in unterschiedlichem Ausmasse als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel verwendet werden und damit nicht als perfekte Substitute – wie dies das einfache Summierungsverfahren voraussetzt – betrachtet werden können.

Friedman und Schwartz (1970) beschrieben die Grundproblematik wie folgt:

“This (summation) procedure is a very special case of the more general approach. In brief, the general approach consists of regarding each asset as a joint product having different degrees of ‘moneyness’, and defining the quantity of money as the weighted sum of the aggregate value of all assets, the weights for individual assets varying from zero to unity with a weight of unity assigned to that asset or assets regarded as having the largest quantity of ‘moneyness’ per dollar of aggregate value. The procedure we have followed implies that all weights are either zero or unity. The more general approach has been suggested frequently but experimented with only occasion-

ally. We conjecture that this approach deserves and will get much more attention than it has so far received.” (Seite 151–152)

Die Berechnungsweise der traditionellen Geldmengenaggregate unterscheidet sich auch von derjenigen anderer häufig verwendeter Wirtschaftsindizes. Diese basieren immer sowohl auf Preisen als auch auf Mengen. So würde ein Preisindex, der lediglich aus einem einfachen arithmetischen Mittel aller Preise bestünde, das mengenmässige Gewicht der Güter am gesamten Warenkorb also nicht berücksichtigte, kaum als eine «faire» Masszahl zur Beurteilung der Preisbewegungen betrachtet. Dasselbe gälte für einen Produktionsindex, der durch die blosse Addition der produzierten Stückzahlen unterschiedlichster Güter wie Möbel, Autos und Eisenbahnschienen zustande käme. Ein aussagekräftiger Mengenindex enthält die Preise als Gewichtungsfaktor.

### 1.2 Die Kosten der Geldhaltung

In der Aggregationstheorie werden das Bargeld und die andern monetären Aktiva wie gewöhnliche Wirtschaftsgüter behandelt. Da die verschiedenen monetären Aktiva (Bargeld, Sichtguthaben, Spareinlagen usw.) ihre Funktion als Zahlungsmittel in unterschiedlichem Masse erfüllen, müssten sie allerdings auch unterschiedlich bewertet werden. Die einfache Summierung der verschiedenen Geldmengenkomponenten impliziert jedoch, dass jedes monetäre Aktivum zum gleichen Preis von einem Franken je Einheit bewertet wird. Die verschiedenen monetären Aktiva unterscheiden sich jedoch nicht nur bezüglich ihres Liquiditätsgrades, sondern auch bezüglich ihrer Verzinsung. In der Regel ist die Verzinsung um so geringer, je besser sich ein Aktivum als Zahlungsmittel eignet. Das Halten von monetären Aktiva zu Transaktionszwecken verursacht somit Kosten. Sie entsprechen zumindest dem Zinsertrag, auf den der Halter eines liquiden Aktivums verzichtet, hielte er statt diesem eine höher ver-

<sup>5</sup>  $M_1$  umfasst den Bargeldumlauf und die Sichtguthaben;  $M_2$  enthält zusätzlich die Kreditoren auf Zeit (Zeitdepositen).

zinsliche Anlage (Opportunitätskosten der Geldhaltung oder Benutzerkosten<sup>6</sup>).

Die Formel zur Berechnung der Benutzerkosten pro Einheit eines monetären Aktivums  $i$  resultiert aus einer intertemporalen Nutzenoptimierung<sup>7</sup>. Maximiert wird eine mehrere Zeitperioden umfassende Nutzenfunktion, welche nicht nur Konsumgüter, sondern auch die monetären Aktiva in ihrer Eignung als Zahlungsmittel enthält<sup>8</sup>. Entsprechend erscheinen in der Budgetrestriktion des repräsentativen Konsumenten neben den Güterpreisen auch die Zinssätze. Aus dieser Budgetgleichung resultiert dann folgende Formel für die Benutzerkosten  $\pi_i$  der laufenden Periode:

$$\pi_i = p^* \frac{R-r_i}{1+R} \quad (1)$$

$R$  bezeichnet den Referenzzinssatz. Dieser Zins wird für eine hypothetische Anlage bezahlt, die nur Wertaufbewahrungsfunktion und keine Funktion als Zahlungsmittel hat. Er steuert lediglich die Akkumulation und die zeitliche Allokation von Vermögen. Es wird davon ausgegangen, dass es sich um diejenige Anlage einer Volkswirtschaft handelt, welche den höchsten Zinssatz aufweist.  $r_i$  ist der Zins des monetären Aktivums  $i$ . Je tiefer dieser Zinssatz im Vergleich zum Referenzzinssatz ist, desto höher wird somit der monetäre Liquiditätsgrad des Aktivums  $i$  bewertet. Bargeld mit einem Zinssatz Null ist somit vergleichsweise «teuer», während andere monetäre Aktiva wie Sparguthaben oder Zeitdepositen normalerweise «billiger», dafür aber auch weniger bequem im Gebrauch sind. Der Bruch der Formel (1) entspricht den realen Benutzerkosten. Durch die Multiplikation mit  $p^*$ , dem Lebenskostenindex, erhält man die nominellen Benutzerkosten der Kasenhaltung.<sup>9</sup>

### 1.3 Der Divisia-Index

Die Divisia-Indexformel erlaubt eine aggregations-theoretisch korrekte Konstruktion monetärer Aggregate aus den Mengen und den gemäss Formel (1) berechenbaren Benutzerkosten pro Einheit eines monetären Aktivums. Die kontinuierliche Form der Indexgleichung ist unter Beachtung der Optimierungsbedingung erster Ordnung

aus der Aggregationsfunktion direkt ableitbar.<sup>10</sup> Die Aggregationsfunktion entspricht der nachgeordneten Nutzenfunktion in einem zweistufigen Modell, welches den Optimierungsprozess der Konsumenten abbildet. Diese optimieren in einem ersten Schritt die Aufteilung des Einkommens auf die Hauptgruppen des gewünschten Warenkorbes wie Nahrungsmittel, Bildung, Gesundheit usw. In einem zweiten Schritt verteilen die Konsumenten die zuvor ermittelten Ausgaben jeder Hauptgruppe auf die in ihr enthaltenen Güter. Im Falle einer Hauptgruppe «Zahlungsmittel» entscheiden sie, was sie an Bargeld, Kreditoren auf Sicht usw. halten wollen, um ihre Transaktionsbedürfnisse erfüllen zu können.

Da die Daten nicht kontinuierlich, sondern an bestimmten Stichtagen anfallen, muss für empirische Zwecke die diskrete Approximation der kontinuierlichen Indexgleichung verwendet werden.<sup>11</sup> Die diskrete Version lautet wie folgt:

$$Q_t = Q_{t-1} \text{EXP} \left( \sum_{i=1}^n s_{it}^* (\ln x_{it} - \ln x_{i,t-1}) \right) \quad (2)$$

Wird Gleichung (2) logarithmiert, erhält man:

$$\ln Q_t - \ln Q_{t-1} = \sum_{i=1}^n s_{it}^* (\ln x_{it} - \ln x_{i,t-1}) \quad (3)$$

$$s_{it}^* = \frac{1}{2} (s_{it} + s_{it-1}) \quad (4)$$

und

$$s_{it} = \frac{p_{it} x_{it}}{\sum_{k=1}^n p_{kt} x_{kt}} \quad (5)$$

Gemäss Gleichung (3) ist die Wachstumsrate eines Aggregates  $Q$  gleich den gewichteten

<sup>6</sup> Einfachheit halber wird auf den Einbezug weiterer Kosten, die bei der Verwendung von monetären Aktiva als Zahlungsmittel anfallen, verzichtet; auch von Risikoüberlegungen wird abgesehen.

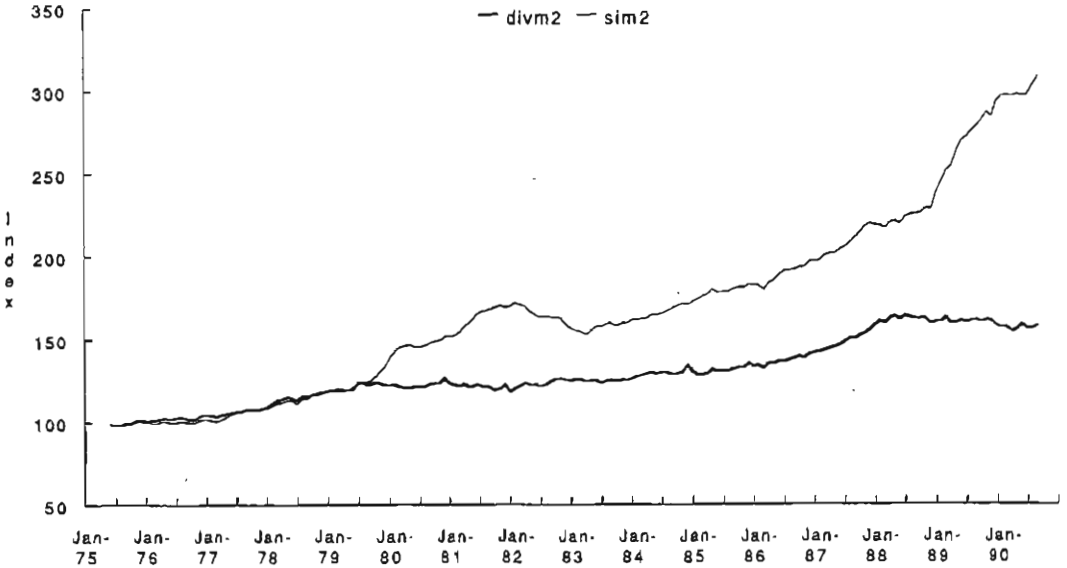
<sup>7</sup> Barnett, William A. (1978).

<sup>8</sup> Zur Problematik solcher «Money in the utility function»-Ansätze vgl. McCallum, B.T. (1983).

<sup>9</sup> Vgl. Barnett et al. (1990), S. 15.

<sup>10</sup> Was die Verschmelzung von Index- und Aggregations-theorie betrifft, vgl. Diewert (1976).

<sup>11</sup> Vgl. Hulten, Charles R. (1987), S. 115–146.

**Grafik 1: Divisia M2 (divm2) und traditionelles M2-Aggregat (sim2)**


Wachstumsraten der einzelnen Komponenten  $X_{i,t}$ .  $S_{it}^*$  ist der Durchschnitt der Gewichte zweier aufeinander folgender Perioden. Die Gewichte entsprechen dem Anteil der gesamten Benutzerkosten der Geldmengenkategorie  $i$  an denjenigen des Gesamt aggregats. Die Formel macht zudem deutlich, dass die Gewichte der Wachstumsraten bei den Divisia-Aggregaten sowohl von der Menge als auch von den Benutzerkosten (Kosten pro Einheit des monetären Aktivums  $i$ ) abhängen, während sie im Falle einfacher Summenaggregate lediglich eine Funktion der Mengen sind.<sup>12</sup>

## 2. Die Divisia-Aggregate im Vergleich zu den traditionellen Geldmengen<sup>13</sup>

Die Divisia-Indexformel sowie die Gleichung zur Bestimmung der Benutzerkosten ermöglichen die Berechnung von aggregationstheoretisch fundierten Geldmengenaggregaten für die Schweiz. (Eine Beschreibung der verwendeten Daten findet sich im Anhang.) Grafiken 1 und 2 zeigen die Verläufe der Divisia-Aggregate  $M_2$  und  $M_3$  verglichen mit den einfachen Summenaggregaten.<sup>14</sup> Die Unterschiede sind beträchtlich; ins-

<sup>12</sup> Ein einfaches Summenaggregat  $M_t$  entspricht folgender Gleichung:

$$M_t = \sum_{i=1}^n x_{it}$$

Die absolute Veränderung ist

$$\Delta M_t = \sum_{i=1}^n \Delta x_{it}$$

Durch Division mit  $M_{t-1}$  erhalten wir die Wachstumsbeiträge der Einzelkomponenten  $X_i$  zur Veränderungsrate des Gesamt aggregates

$$\frac{\Delta M_t}{M_{t-1}} = \sum_{i=1}^n \frac{x_{it}}{M_{t-1}}$$

Die Zuwachsraten der einzelnen Komponenten gewichtet mit dem Faktor  $g_{it}$  werden nun den Wachstumsbeiträgen gleichgesetzt. Das ergibt für die  $i$ -te Komponente

$$g_{it} \frac{\Delta x_{it}}{x_{i,t-1}} = \frac{\Delta x_{it}}{M_{t-1}}$$

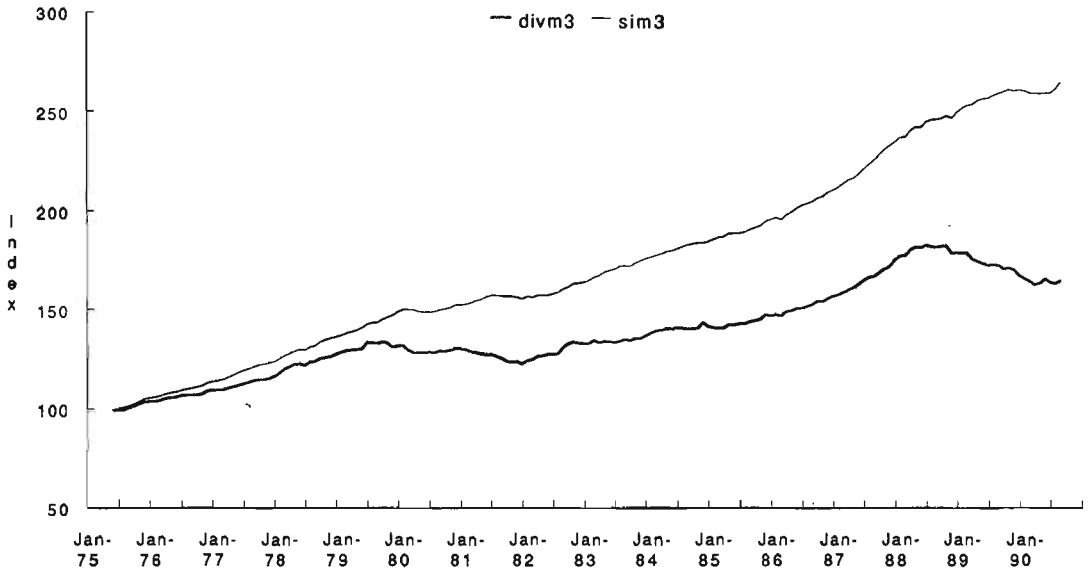
Daraus erhält man

$$g_{it} = \frac{x_{i,t-1}}{M_{t-1}}$$

$g_{it}$  ist somit gleich dem Anteil der Komponente  $i$  am Gesamt aggregat in Periode  $t-1$ .

<sup>13</sup> Da die Verzinsung von Sichtguthaben nur einen geringen Zinsertrag abwirft, ergeben sich bei den gemäss Formel (1) berechneten Benutzerkosten nur geringfügige Unterschiede zum Bargeld. Dies hat zur Folge, dass die Ent-

**Grafik 2: Divisia M3 (divm3) und traditionelles M3-Aggregat (sim3)**



besondere ab Mitte 1979 drifteten die nach den beiden unterschiedlichen Methoden berechneten Aggregatstypen auseinander. Die  $M_2$ -Aggregate weisen zudem in drei Phasen ausgeprägt gegenläufige Bewegungen auf (Grafik 1), nämlich von Mitte 1979 bis Ende 1981 und von 1988 bis heute. In beiden Fällen zeigte das traditionelle  $M_2$  im Gegensatz zum Divisia-Aggregat eine expansive Geldpolitik an. Umgekehrt bildete sich das traditionelle  $M_2$  im Zeitraum von Anfang 1982 bis Mitte 1983 zurück, während Divisia  $M_2$  stagnierte. (Auf die Gründe dieses unterschiedlichen Verhaltens wird weiter unten ausführlich eingegangen.) Zudem fällt auf, dass das Trendwachstum der Divisia-Geldmengen deutlich weniger ausgeprägt ist als dasjenige der traditionellen Aggregate.

Die grossen Unterschiede – insbesondere bei  $M_2$  – zeigen sich auch in der Korrelation zwischen den Quartalsveränderungsraten des Divisia- und des einfachen Summenaggregates.

	Korrelationskoeffizient
Divisia $M_2$ /traditionelles $M_2$	-.11
Divisia $M_3$ /traditionelles $M_3$	.69

Da ein möglichst glatter Verlauf eine wünschenswerte Eigenschaft monetärer Indikatoren ist, wurden die Standardabweichungen der monatlichen Veränderungsrate von Divisia- und traditionellen Aggregaten miteinander verglichen. Wie die untenstehenden Werte zeigen, bewirkte das Divisia-Verfahren bei  $M_2$  eine Glättung, während das einfache  $M_3$ -Aggregat weniger volatil verläuft als Divisia- $M_3$ . Die grösste Schwankungsbreite weist  $M_1$  auf.

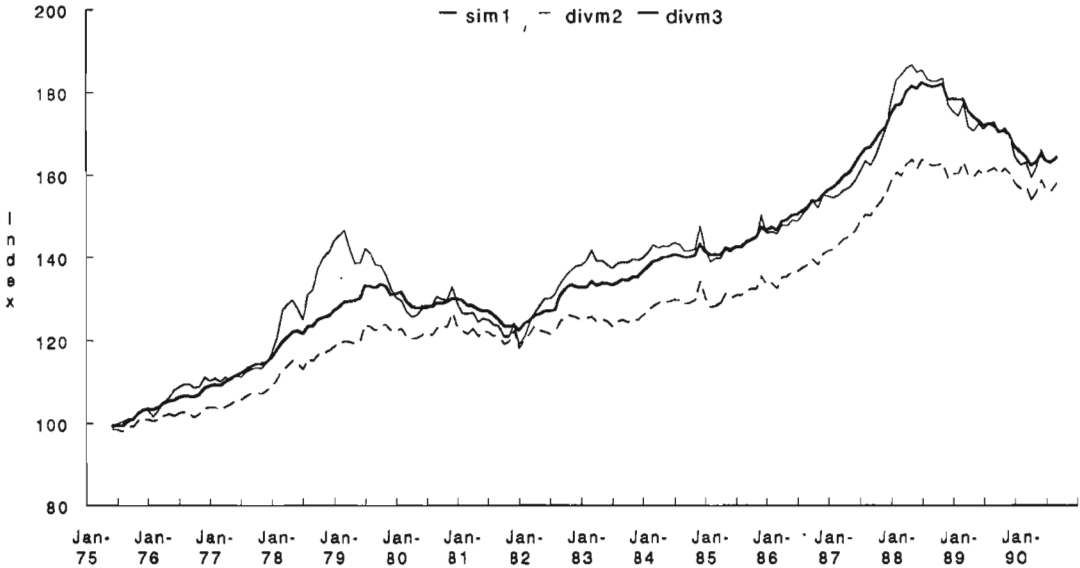
	Divisia Aggregat	traditionelles Aggregat
$M_1$	*	2.21
$M_2$	1.49	2.10
$M_3$	1.10	.79

\* Unterschied zum einfachen Summenaggregat unerheblich.

Schliesslich sei auf Grafik 3 hingewiesen. Sie zeigt den Verlauf von  $M_1$  sowie von Divisia- $M_2$

wicklung von  $M_1$  und Divisia-  $M_1$  praktisch identisch ist.  $M_1$  steht im folgenden immer sowohl für das traditionelle  $M_1$  als auch für Divisia- $M_1$ .

<sup>14</sup> Die Untersuchungsperiode bezieht sich auf den Zeitraum von Juni 1975 bis September 1990. Alle Aggregate wurden indiziert, indem der Wert 1975:6 gleich 100 gesetzt wurde. Anschliessend wurden die Reihen mit dem X11-Verfahren saisonbereinigt.

**Grafik 3: Divisia Aggregate M2 (divm2), M3 (divm3) sowie M1 (sim1)**

und Divisia-M<sub>3</sub>. Alle drei Variablen weisen einen ähnlichen Trendverlauf auf. Dieses Ergebnis entspricht den Erwartungen, da alle drei Indikatoren Liquiditätsmasse sind.

Wie oben erwähnt, entwickelte sich Divisia-M<sub>2</sub> während dreier Zeitabschnitte im Vergleich zum traditionellen Summenaggregat unterschiedlich (Grafik 1). Im folgenden wird beschrieben, weshalb die beiden Aggregatstypen auf Änderungen im ökonomischen Umfeld anders reagierten.

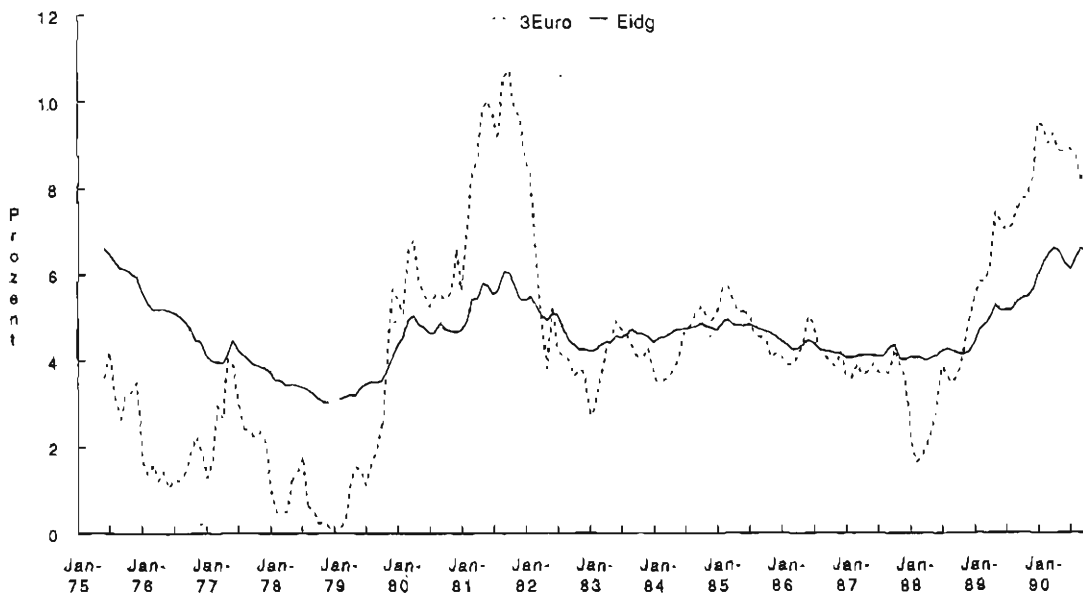
*Phase Mitte 1979 bis Ende 1981:* Im Verlaufe von 1979 änderte die SNB ihren bis zu diesem Zeitpunkt wegen der Wechselkursentwicklung ausgesprochen expansiven geldpolitischen Kurs und stabilisierte das Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge. In den Jahren 1980 und 1981<sup>15</sup> verfolgte die SNB eine ausgesprochen restriktive Politik. Die Folgen waren ein markanter Anstieg der Geldmarktsätze (vgl. Grafik 4) und eine inverse Zinsstruktur, d.h. die kurzfristigen Zinssätze lagen beträchtlich über den langfristigen Zinsen. Erfahrungsgemäss bewirken solche Zinssatzänderungen Portfolioumschichtungen. Die Investoren lösen niedrig verzinsten Guthaben auf und halten vermehrt hoch rentierende Zeitde-

positen. Als Folge dieses Verhaltens begannen die Sichtguthaben ab Anfang 1979 drastisch zu sinken. Aber auch andere nicht zu M<sub>2</sub> gehörende Finanzaktiva (Sparguthaben, Kassenobligationen usw.) wurden wegen der höheren Verzinsung der Zeitdepositen abgebaut. Diese quantitativen Verschiebungen widerspiegeln sich deutlich im Verlauf der Gewichte der einzelnen Komponenten am Gesamttaggregat: Gemäss Grafik 5 erhöhte sich das Gewicht der Kreditoren auf Zeit (gewkredz) in der Zeitspanne von Anfang 1979 bis Ende 1981 ausserordentlich stark, während dasjenige der Kreditoren auf Sicht (gewkreds) dramatisch sank.

Aus der Sicht der Divisia-Aggregation sind die Umschichtungen eine Folge der veränderten Opportunitäts- bzw. Benutzerkosten. Wenn die kurzfristigen Sätze steigen, sinken die Benutzerkosten für Zeitdepositen, welche vermehrt nachgefragt werden. Bei einer generellen Erhöhung des Zinsniveaus steigen dagegen die Benutzerkosten für das nicht verzinste Bargeld und die

<sup>15</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank, Geschäftsberichte 1979, 1980 und 1981.

Grafik 4: Dreimonatssatz am Euromarkt (3Euro) und Rendite Eidgenössische Obligationen (Eidg)



kaum verzinsten Kreditoren auf Sicht. Übernimmt ein kurzfristiger Zinssatz die Funktion des Referenzzinssatzes, was in dieser Zeitperiode der Fall war, dann streben die gemäss der Gleichung (1) berechneten Benutzerkosten für Zeitdepositen gegen Null. Das bedeutet, das Liquiditätspotential der Zeitdepositen wird sehr tief bewertet. Die Konsumenten verwenden nun nämlich die Kreditoren auf Zeit wegen der hohen Verzinsung vor allem als Wertaufbewahrungsmittel. Diese Effekte hatten in den Jahren 1979 bis 1981 zur Folge, dass sich der Beitrag der Zeitdepositen zum Divisia-Aggregat (vgl. Grafik 6) ab Anfang 1979 stark verminderte, obwohl das Volumen der Zeitdepositen kräftig anstieg. Der Anteil der Zeitdepositen war zudem sehr gering. Andererseits wurden die hoch liquiden Aktiva wie Bargeld und Kreditoren auf Sicht abgebaut. Da sie aber höher bewertet wurden (steigende Benutzerkosten), nahm ihr Beitrag zum Divisia-Aggregat insgesamt zu.

Gemäss dem traditionellen Summierungsverfahren führten die Umschichtungen angesichts der restriktiven Geldpolitik zu einer deutlichen Zunahme des einfachen Summenaggregats  $M_2$  (vgl. Grafik 1). Die Divisia-Aggregation hatte dagegen

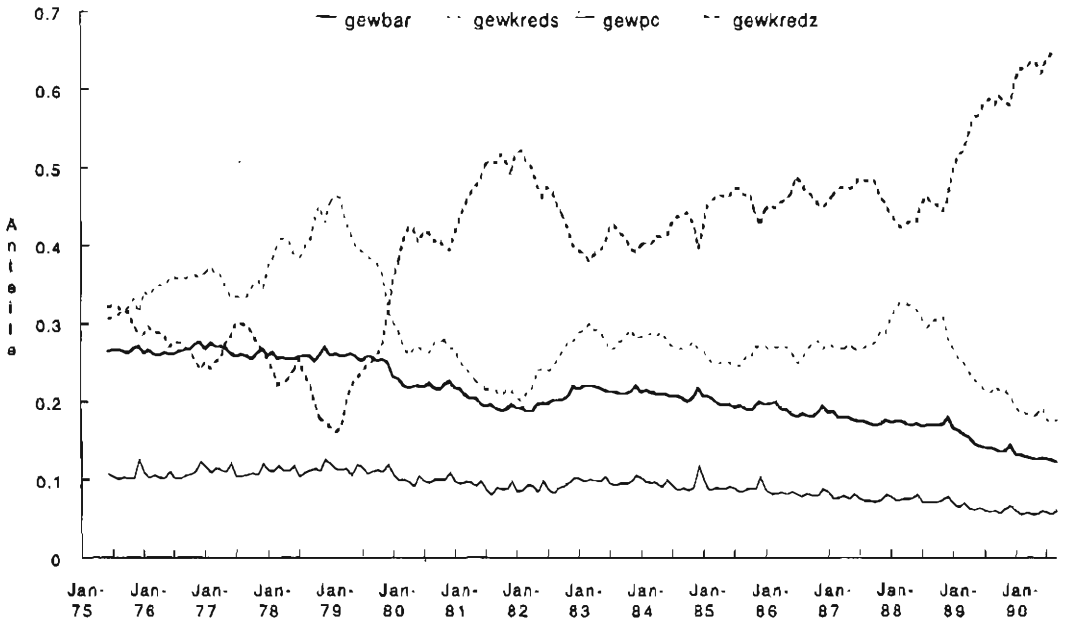
zur Folge, dass die Umschichtungen das Aggregat nicht beeinflussten. Der Verlauf von Divisia  $M_2$  widerspiegelt denn auch – im Gegensatz zum einfachen Summenaggregat – den damaligen restriktiven Kurs der Nationalbank angemessen.<sup>16</sup>

*Phase Anfang 1982 bis Mitte 1983:* Gegen Ende 1981 verstärkten sich die Zeichen einer Konjunkturabschwächung, und die SNB verfolgte einen weniger restriktiven Kurs; 1982 wurde der geldpolitische Kurs deutlich gelockert.<sup>17</sup> Die Geldmarktsätze fielen deshalb innert kürzester Zeit auf das übliche Niveau; zudem normalisierte sich die Zinsstruktur. Als Folge davon wurden Umschichtungen in die entgegengesetzte Richtung ausgelöst: Die Kreditoren auf Zeit sanken rapide, während die liquiden Aktiva (Bargeld und Kreditoren auf Sicht) sowie die Spargelder zunahm. Das einfache Summenaggregat  $M_2$  bildete sich per Saldo zurück (vgl. Grafik 1), weil die Gewichte der einzelnen Komponenten in Richtung des Zu-

<sup>16</sup> Ein idealer Index wird durch reine Substitutionseffekte nicht beeinflusst, sondern verändert sich lediglich im Ausmass des Einkommenseffektes.

<sup>17</sup> Schweizerische Nationalbank, Geschäftsberichte 1981 und 1982.

**Grafik 5: Traditionelles Aggregat M2: Gewichte von Bargeld (gewbar), Kreditoren auf Sicht (gewkreds), Postcheckguthaben (gewpc) und Kreditoren auf Zeit (gewkredz)**



standes vor 1979 (vgl. Grafik 5) tendierten. Wie Grafik 1 zeigt, wird das Divisia-Aggregat dagegen durch diese Substitutionseffekte nicht beeinflusst.

*Phase ab Mitte 1988 bis in die Gegenwart:* Die Nationalbank begann in der zweiten Hälfte 1988 einen restriktiven Kurs zu verfolgen: sie verschärfte ihn 1989 weiter.<sup>18</sup> Da die kurzfristigen Sätze stärker anstiegen als die langfristigen Zinsen, entstand wie schon zwischen Mitte 1979 und Ende 1981 eine inverse Zinsstruktur. Diese Konstellation leitete tendenziell vergleichbare Vermögensumschichtungen wie 1979/81 ein. Die Kreditoren auf Zeit stiegen kräftig an, während die Sichtguthaben, aber auch der Bargeldumlauf zurückgingen. Diese Entwicklung spiegelt sich auch bei den Anteilen der einzelnen Geldmengenkomponten am einfachen Summenaggregat  $M_2$  wider (vgl. Grafik 5). Die Divisia-Aggregate reagierten ähnlich wie in der zuerst geschilderten Zeitperiode: Die Benutzerkosten für Kreditoren auf Zeit fielen, während diejenigen für Bargeld und Sichtguthaben anstiegen. Dementsprechend verhielten sich die Gewichte der einzelnen Komponenten (vgl. Grafik 6).

### 3. Geldmengenwachstum und Inflation

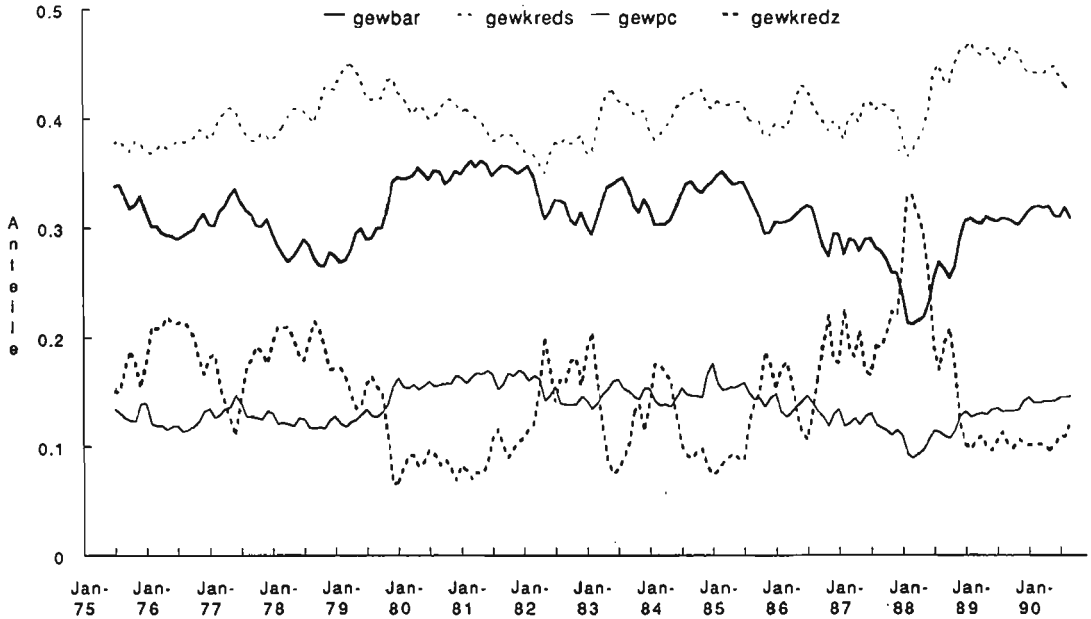
Die Schweizerische Nationalbank betonte in zahlreichen Verlautbarungen immer wieder, sie betrachte die Gewährleistung von Preisstabilität als ihr prioritäres geldpolitisches Ziel. Dabei wurde jeweils darauf hingewiesen, eine Beschleunigung beziehungsweise eine Verlangsamung des Geldmengenwachstums beeinflusse das Preisniveau in der Regel mit einer Zeitverzögerung von rund zwei bis drei Jahren. Diese Annahme wurde überprüft, indem wir die Veränderungsrate der Divisia- und der traditionellen Geldmengen mit den Veränderungen des Konsumentenpreisindex (Quartalsveränderungsraten) korrelierten. Zudem testeten wir die Aggregate auf Granger-Kausalität.<sup>19</sup> Die bereinigte Notenbankgeldmenge wurde nicht in diese Testserie einbezogen, da ihre Aussagekraft in den Jahren 1988/1989 als Folge der

<sup>18</sup> Schweizerische Nationalbank, Geschäftsberichte 1988 und 1989.

<sup>19</sup> Vgl. Barnett, Offenbacher und Spindt (1984), welche die Granger-Kausalität von monetären Divisia-Aggregaten bezüglich des Bruttosozialproduktes testeten.



**Grafik 6: Divisia M2: Gewichte von Bargeld (gewbar), Kreditoren auf Sicht (gewkreds), Postcheckguthaben (gewpc) und Kreditoren auf Zeit (gewkredz)**



eingangs erwähnten Innovationen beeinträchtigt war. Die Testresultate wären daher nicht mit denjenigen anderer Geldmengen vergleichbar.

**Korrelationen:** Es wurden Korrelationskoeffizienten zwischen den Inflationsraten (viertes Quartal 1975 bis drittes Quartal 1990) und den um  $i$  Quartale ( $i = 1, 2, 3, \dots, 16$ ) verzögerten Geldmengen ermittelt. Tabelle 1 zeigt die Zeitverzögerung in Quartalen, bei welcher der Korrelationskoeffizient am höchsten ausfiel:

**Tabelle 1: Korrelationen zwischen den Geldmengenaggregaten und der Inflation (Veränderungsraten im Vergleich zum Vorquartal)**

Aggregat	Verzögerung in Quartalen	Korrelationskoeffizient
$M_1$	11	0.36
$M_2$ Divisia	11	0.44
$M_2$ traditionell	4	0.39
$M_3$ Divisia	12	0.38
$M_3$ traditionell	11	0.40

Die Ergebnisse zeigen, dass – ausser für das ein-

fache  $M_2$  – die stärkste Korrelation bei Verzögerungen um 11 Quartale auftrat. Dies steht mit der von der Nationalbank angenommenen Wirkungsverzögerung von 2 bis 3 Jahren im Einklang. Eine Zeitspanne von bloss 4 Quartalen zwischen Geldpolitik und Inflation, wie dies das Ergebnis für das traditionelle  $M_2$  suggeriert, ist dagegen für die Schweiz in Anbetracht der index- und zinsgebundenen Überwälzungsmechanismen äusserst unplausibel.  $M_2$  ist daher kein geeigneter Indikator für die von der Nationalbank verfolgte Geldpolitik.

**Granger-Kausalität<sup>20</sup>:** Das Geldmengenwachstum  $\Delta M$  gilt dann bezüglich der Inflation  $\Delta CPI$  als kausal im Sinne Grangers, wenn der Einbezug der Geldmengen in eine Schätzgleichung, welche die um  $n$  Perioden verzögerten Inflationsraten enthält, einen signifikanten Beitrag zur Prognose der Inflation liefert. Die Schätzgleichung

$$\Delta CPI_t = a_t + \sum_{i=1}^n b_i \Delta CPI_{t-i} + \sum_{i=8}^{12} c_i \Delta M_{t-i} + e_t$$

<sup>20</sup> Vgl. Granger, C.W.J. (1969).

wurde in einem ersten Schritt unter der Bedingung  $c_i = 0$  ( $i = 8, 9, \dots, 12$ ) geschätzt. Die maximale Zahl an Verzögerungen für CPI wurde anhand des Akaike-Kriteriums ermittelt, wobei der finale Prognosefehler (FPE) schon sein Minimum erreichte, wenn lediglich die um ein Quartal verzögerte Preisvariable in die Gleichung einbezogen wurde. Für die restringierte Form der obigen Schätzgleichung resultierten folgende Testmasse:

Standardfehler der Regression (SER):	0.00525
R <sup>2</sup> -adjustiert:	0.22
Durbins h-Statistik für einen AR(1)-prozess in den Residuen:	-0.21
Beobachtungszeitraum: 1978: 4 – 1990: 3 (48 Beobachtungen)	

In einem zweiten Schritt wurde die nicht restringierte Gleichung geschätzt. Die Signifikanz der Geldmengenwirkung wurde mit einem Likelihood-Ratio-Test überprüft. Die Likelihood-Verhältnisse sind Chi-Quadrat verteilt, sofern die Hypothese  $c_i = 0$  gilt. Die Testmasse für die fünf Geldmengenaggregate sind in Tabelle 2 aufgeführt.

**Tabelle 2: Testmasse für Granger-Kausalität**

Aggregat	SER	R <sup>2</sup> -adj.	Likelihood-Ratio
M <sub>1</sub>	0.00491	.31	11.87*
Divisia-M <sub>2</sub>	0.00448	.43	20.76***
M <sub>2</sub> traditionell	0.00510	.26	8.23 n.s.
Divisia-M <sub>3</sub>	0.00486	.33	12.81**
M <sub>3</sub> traditionell	0.00492	.31	11.67*

Beobachtungszeitraum 1978:4 – 1990:3 (48 Beobachtungen)  
Anzahl Freiheitsgrade für Chi-Quadrat-Statistik = 5.  
Irrtumswahrscheinlichkeit: \*\*\* < 0,5%; \*\* = 2,5%; \* = 2,5–5%;  
n.s. > 10%.

Die Null-Hypothese, die um 2–3 Jahre verzögerte Geldmengenentwicklung leiste keinen Beitrag zur Inflationsprognose, kann im Falle des Divisia-Aggregats M<sub>2</sub> mit einer statistisch vernachlässigbaren Fehlerwahrscheinlichkeit verworfen werden. Die Irrtumswahrscheinlichkeit für Divisia-M<sub>3</sub> beträgt 2,5% und für die üblichen Aggregate M<sub>1</sub> und M<sub>3</sub> 2,5–5%. Im Falle der einfachen Geldmenge M<sub>2</sub> lässt sich dagegen die Null-Hypothese nicht widerlegen.

#### 4. Zusammenfassung

Die üblicherweise von den Notenbanken publi-

zierten Geldmengen basieren auf der restriktiven Annahme, die einzelnen Komponenten seien vollkommen substituierbar. Diese Annahme ist höchst unplausibel, da die monetären Aktiva in unterschiedlichem Masse als Zahlungsmittel benutzt werden. Bei der Divisia-Aggregation wird dagegen der spezifische Geldcharakter monetärer Aktiva berücksichtigt; zudem sind Divisia-Aggregate mikroökonomisch fundiert.

Im ersten Teil des Aufsatzes wurden die methodischen Grundannahmen skizziert und die Formeln zur Berechnung der Benutzerkosten und des Divisia-Indexes vorgestellt. Im zweiten Teil ging es darum, die Gründe des unterschiedlichen Verhaltens von Divisia- und einfachen Aggregaten zu diskutieren. Korrelationsanalysen und Granger-Kausalitätstests waren Gegenstand des dritten Teils. Sie ergaben für Divisia-M<sub>2</sub> einen statistisch eindeutig besser gesicherten Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Inflation als für die anderen Geldmengen. Für Divisia-M<sub>3</sub> lieferten die Tests auf Granger-Kausalität ebenfalls signifikante Resultate, wobei die Testmasse etwas besser ausfiel als bei den traditionellen Geldmengen M<sub>1</sub> und M<sub>3</sub>. Hingegen konnte im Falle des einfachen Summenaggregates M<sub>2</sub> erwartungsgemäss kein Beitrag zur Inflationsvorhersage nachgewiesen werden.

Für den Beobachtungszeitraum vom vierten Quartal 1978 bis zum dritten Quartal 1990 wiesen die Divisia-Aggregate M<sub>2</sub> und M<sub>3</sub> deutlich bzw. leicht bessere Indikatorqualitäten bezüglich Inflation auf als die übrigen Geldmengen. Divisia-Aggregate sind somit als Frühwarngrossen der Inflation eine ernst zu nehmende Alternative zu den traditionellen Geldmengen.

#### Literaturverzeichnis

- Barnett, William A., The User Cost of Money. *Economic Letters*, no. 2, 1978, S. 145–149.
- Barnett, William A. and Spindt, Paul A. *Divisia Monetary Aggregates: Compilation, Data, and Historical Behavior*. Staff Study no. 116. Washington: Board of Governors, Federal Reserve System, May 1982.
- Barnett, William A., Edward K. Offenbacher, and Paul A. Spindt. The New Divisia Monetary Aggregates. *Journal of Political Economy*, 1984, vol. 92, no. 6.
- Barnett, William A.; Melvin, Hinich, and Yue, Piyu. Monetary Policy with the Exact Rational Expectations Monetary Aggregates. In: *Monetary Policy on the Federal Reserve's*

- 75th Anniversary. Michael T. Belongia, ed. Kluwer Academic Publishers. November 1990.
- Barnett, William A., Fisher Douglas, and Serletis, Apostolos. Consumer Theory and the Demand for Money. Erscheint im Journal of Economic Literature.
- Belongia, Michael T., and Chalfant, James A. The Changing Empirical Definition of Money: Some Estimates from a Model of the Demand for Money Substitutes. Journal of Political Economy, 1989, vol. 97, no. 2, S. 387–397.
- Diewert, W.E., Exact and Superlative Index Numbers, Journal of Econometrics, 4, 1976, S. 115–146.
- Farr, Helen T., and Johnson, Deborah. Revisions in the Monetary Services (Divisia) Indexes of the Monetary Aggregates. Staff Study no. 147. Washington: Board of Governors, Federal Reserve System, December 1985.
- Friedman, Milton, and Schwartz, Anna J. Monetary Statistics of the United States: Estimates, Sources, Methods. New York: Columbia University Press, 1970.
- Granger, C.W.J. Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. In: Econometrica, vol. 37, no. 3, 1969.
- Hulten, Charles R. Divisia index. In: The New Palgrave: A Dictionary of Economics, 1987.
- McCallum, Bennett T. The role of overlapping-generations models in monetary economics. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. New York: North Holland, 1983.
- Rich, Georg. Swiss and United States Monetary Policy. Has Monetarism Failed? Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review 73, May/June 1987, S. 3–16.
- Schweizerische Nationalbank. Revision der Geldmengenstatistik. In: Geld, Währung und Konjunktur. Quartalsheft Nr. 1, März 1985.
- Schweizerische Nationalbank. Geschaftsberichte 1979, 1980, 1981, 1982, 1988 und 1989.

## Anhang

### Die verwendeten Daten

Zur Berechnung der monetären Divisia-Aggregate wurden die Geldmengenkomponenten gemäss SNB-Definition 1975 verwendet.<sup>1</sup> Sie wurde Ende 1984 modifiziert, indem nun ab diesem Datum alle Banken und Finanzgesellschaften (bisher nur 71 Banken) sowie die Institute des Fürstentums Liechtenstein in die Statistik einbezogen werden. Ferner wurden zwei Mangels in der Berechnung der Geldaggregate, nämlich die unterschiedliche Behandlung der Gehaltskonti und der Einbezug gewisser Fremdwahrungseinlagen, behoben. Die in dieser Untersuchung verwendeten Zeitreihen enthalten die Konti der Liechtensteiner Banken nicht; dagegen wurden die Korrekturen um die Gehaltskonti und Fremdwahrungseinlagen berücksichtigt. Die Datenerhebung

erfolgen monatlich. Die im Artikel diskutierten Geldmengen wurden mit dem X11-Verfahren saisonbereinigt. Die Korrelationsanalysen und die Tests auf Granger-Kausalität beruhen auf Quartalsdaten (Durchschnitt der Monatswerte).

### Die Komponenten der monetären Divisia-Aggregate

$M_1$ :

- Bargeldumlauf (BAR)
- Kreditoren auf Sicht bei Banken (KREDSB)
- Kreditoren auf Sicht beim Postcheck (KREDSP)

Diese Aktiva werden vom Nichtbankensektor gehalten.

Divisia- $M_2$ :

- $M_1$  plus inländische Kreditoren auf Zeit (KREDZ) in Schweizer Franken unterteilt nach folgenden Restlaufzeiten:

Von 1975: 6 bis 1984: 11

- < 3 Monate (KREDZ03)
- > 3 Monate (KREDZ3Plus)

Von 1984: 12 bis 1990: 9

- $\leq$  1 Monat (KREDZ01)
- > 1 bis 3 Monate (KREDZ13)
- > 3 bis 12 Monate (KREDZ312) sowie
- > 12 Monate (KREDZ12Plus).

Divisia- $M_3$ :

- Divisia- $M_2$  plus
- inländische Spareinlagen in Schweizer Franken (SPAR) und
- inländische Depositen und Einlagekonti in Schweizer Franken (EINL).

Zur Berechnung der Benutzerkosten wurden folgende Zinssätze verwendet:

#### a) Referenzzinssatz

Der Referenzzinssatz wurde für jede Zeitperiode (monatlich) aus den Geldmarktsatzen für Schwei-

<sup>1</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank. Revision der Geldmengenstatistik. In: Geld, Währung und Konjunktur (März 1985).

zer Franken am Euromarkt, den Durchschnittsrenditen für Obligationen der Eidgenossenschaft und der Kantone, den Zinsen für Kassenobligationen bei Kantonal- und Grossbanken sowie dem Zinssatz für Spareinlagen bei Kantonalbanken ausgewählt.

**b) Den Geldmengenkomponenten wurden folgende Zinssätze zugeordnet**

BAR	Null
KREDSB	Es stand kein repräsentativer Satz zur Verfügung. Als Annäherung wurde ein Satz von ¼ Prozent verwendet.
KREDSP	Null

**KREDZ:**

Da für die Kreditoren auf Zeit ebenfalls keine repräsentativen Zinsen pro Restlaufzeit vorhanden sind, erfolgte eine Approximation mit den Geldmarktsätzen für Schweizer Franken am Euromarkt; diese wurden zusätzlich noch um ½ Prozent reduziert.

– von 1975 bis 1984: 11:

KREDZ03	2-Monats-Satz
KREDZ3Plus	12-Monats-Satz

– von 1984: 12 bis 1990: 9:

KREDZ01	1-Monats-Satz
KREDZ13	2-Monats-Satz
KREDZ312	6-Monats-Satz
KREDZ12Plus	12-Monats-Satz

SPAR Zins für Spareinlagen bei Kantonalbanken

EINL Der Zinssatz musste approximiert werden, da kein entsprechender Satz verfügbar ist. Die Annäherung erfolgte, indem der Zins für Spareinlagen um 0,25% vermindert wurde.

Quelle: Datenbank der Schweizerischen Nationalbank.

## Erweiterte Angaben über die Obligationenrenditen

Die Schweizerische Nationalbank veröffentlicht in ihrem Monatsbericht in Tabelle D 3, Durchschnittsrenditen von Obligationen inländischer Schuldner. Die Berechnung stellt auf die Fälligkeit und die Kündbarkeit der Anleihen ab (vgl. dazu: Änderung der Berechnungsweise der Obligationenrenditen, in Geld, Währung und Konjunktur, Quartalsheft No 5, 1983 der Schweizerischen Nationalbank).

### 1. Änderungen in den Obligationenkörben

Die bisher veröffentlichten Durchschnittsrenditen bezogen sich auf die neun im Kursblatt der Zürcher Effektenbörse unterschiedenen Schuldnerkategorien: Eidgenossenschaft, Kantone, Gemeinden, Pfandbriefinstitute, Kantonalbanken, Geschäftsbanken, Finanzgesellschaften, Kraftwerke und Elektrizitätsgesellschaften sowie eine Gruppe «Übrige». Wegen der in den letzten Jahren auftretenden Zurückhaltung einzelner Schuldnerkategorien, Fremdkapital durch Ausgabe von Obligationen zu beschaffen, sank die Anzahl Obligationen für die Renditeberechnung. Insbesondere fiel die Zahl der Obligationenanleihen der Kategorie Industrie unter 15 und damit unter eine für die Renditeberechnung wünschbare Grösse. Ferner wurde die Trennungslinie zwischen Finanzgesellschaften und Industrie immer weniger deutlich.

Eine Zusammenlegung der Schuldnerkategorien bringt eine grössere Anzahl Beobachtungen mit sich und löst bei entsprechender Zusammenfassung die aufgetretenen Abgrenzungsprobleme. Zudem kann zukünftig zwischen Schuldner der öffentlichen Hand und privaten Schuldnern sowie zwischen Banken und Nichtbanken unterschieden werden. Neu werden nun noch drei Gruppen von Schuldnern gebildet:

1. Öffentliche Schuldner (bisherige Kategorien: Eidgenossen, Kantone und Gemeinden)

2. Banken (bisherige Kategorien: Pfandbriefinstitute, Kantonalbanken, Geschäftsbanken)

3. Übrige (bisherige Kategorien: Finanzgesellschaften, Kraftwerke und Elektrizitätsgesellschaften sowie Industrie und diverse)

Die Gruppe «Öffentliche» wird zusätzlich in die Unterpositionen «Eidgenossen» sowie «Kantone und Gemeinden» aufgeteilt.

### 2. Angaben zur Zinsstruktur

Die bisherige Veröffentlichung beschränkte sich auf die Angabe der Durchschnittsrendite für die einzelnen Schuldnergruppen. Die Zusammenfassung der bisher neun Schuldnerkategorien zu drei Hauptgruppen ermöglicht neben der Berechnung einer Durchschnittsrendite aller in den Korb aufgenommenen Papiere auch eine Renditenberechnung für Anleihen mit einer Restlaufzeit von weniger als sieben Jahren und einer solchen mit mehr als sieben Jahren. Diese Berechnung erfolgt einmal wöchentlich. Dank diesen Durchschnittsrenditen für unterschiedliche Fristigkeiten ergeben sich Hinweise über die Zinsstruktur der Schuldnergruppen. Für die eidgenössischen Obligationen ist die Gliederung in die zwei Unterkategorien nach Restlaufzeiten nicht sinnvoll, da die Zahl der Anleihen bei der Kategorie «Restlaufzeit bis 7 Jahre» gegenwärtig zu gering ist.

### 3. Statistische Masszahlen

Die Angaben über die Durchschnittsrenditen werden durch die bei der Berechnung berücksichtigte Anzahl Beobachtungen ergänzt. Als weitere Masszahl wird die Standardabweichung<sup>1</sup> zum Zeitpunkt der Berechnung veröffentlicht.

<sup>1</sup> Die Standardabweichung (S) ist eine Masszahl, welche die durchschnittliche Abweichung der beobachteten Renditen vom Mittelwert im Zeitpunkt t misst. Die Formel lautet:

$$S = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2}{n-1}}$$

wobei:  $Y_i$  = beobachteter Wert  
 $\bar{Y}$  = Mittelwert

#### 4. Verfügbarkeit der Daten

Sowohl die Angaben zur Zinsstruktur als auch die statistischen Masszahlen sind als Zeitreihen (Periodizität: wöchentlich) ab März 1984 vorhanden. Die Reihe der Renditen eidgenössischer Obligationen unter Berücksichtigung der Kündbarkeit reicht dagegen bis ins Jahr 1982 zurück (vgl. a.a.O., S. 83 ff).

Aus technischen Gründen wird in der folgenden Übersicht nur eine Auswahl von Daten (jeweils letzter Montag im Monat) publiziert. Das Ressort Statistik gibt auf Wunsch sämtliche Informationen (Basis: wöchentliche Berechnungen) ab.

#### Durchschnittsrenditen und Restlaufzeiten von Anleihen inländischer Schuldner

Datum <sup>1</sup>	Öffentliche Schuldner											
	Total				bis 7 Jahre				ab 7 Jahren			
	Rendite	Rest-laufzeit	Anzahl Beo	Streung	Rendite	Rest-laufzeit	Anzahl Beo	Streung	Rendite	Rest-laufzeit	Anzahl Beo	Streung
27. 3.84	4.43	7.33	57	0.1770	4.33	5.47	28	0.1736	4.52	9.12	29	0.1237
30. 4.84	4.50	7.35	57	0.1595	4.40	5.45	29	0.1448	4.61	9.32	28	0.0868
28. 5.84	4.63	7.28	57	0.2011	4.49	5.38	29	0.1765	4.77	9.25	28	0.0894
25. 6.84	4.61	7.20	57	0.2050	4.51	5.30	29	0.2244	4.71	9.17	28	0.1102
30. 7.84	4.68	7.11	57	0.1902	4.59	5.20	29	0.2099	4.79	9.08	28	0.0906
27. 8.84	4.64	7.03	57	0.1607	4.57	5.13	29	0.1775	4.72	9.00	28	0.0864
24. 9.84	4.69	6.96	57	0.1767	4.60	5.12	30	0.1957	4.79	9.00	27	0.0755
29.10.84	4.79	6.93	57	0.1283	4.74	5.21	31	0.1427	4.85	8.98	26	0.0761
26.11.84	4.69	6.78	57	0.1500	4.63	5.01	31	0.1744	4.76	8.90	26	0.0633
28.12.84	4.66	6.69	57	0.1863	4.60	4.98	32	0.2243	4.75	8.89	25	0.0561
28. 1.85	4.71	8.05	56	0.1059	4.59	5.23	13	0.1600	4.74	8.90	43	0.0434
25. 2.85	4.86	8.08	56	0.1259	4.82	5.40	15	0.2214	4.87	9.06	41	0.0618
25. 3.85	4.89	8.00	56	0.1195	4.82	5.51	17	0.1779	4.92	9.08	39	0.0642
29. 4.85	4.81	7.90	56	0.1243	4.76	5.50	18	0.1747	4.83	9.04	38	0.0872
28. 5.85	4.79	7.79	56	0.1327	4.71	5.50	19	0.1876	4.82	8.96	37	0.0713
24. 6.85	4.79	7.75	56	0.1095	4.75	5.50	20	0.1612	4.82	9.00	36	0.0559
29. 7.85	4.80	7.65	56	0.0924	4.72	5.40	20	0.1116	4.84	8.90	36	0.0356
26. 8.85	4.75	7.54	56	0.1263	4.66	5.40	21	0.1591	4.81	8.83	35	0.0544
30. 9.85	4.71	7.38	56	0.1454	4.64	5.44	23	0.1928	4.76	8.73	33	0.0659
28.10.85	4.67	7.30	56	0.1473	4.59	5.36	23	0.1861	4.72	8.65	33	0.0767
25.11.85	4.63	7.22	56	0.1647	4.54	5.28	23	0.2053	4.70	8.58	33	0.0849
30.12.85	4.51	6.97	56	0.1802	4.42	5.21	25	0.2225	4.58	8.39	31	0.0894
27. 1.86	4.47	7.57	53	0.1065	4.45	6.08	21	0.0915	4.49	8.55	32	0.1148
24. 2.86	4.36	7.38	53	0.1278	4.34	5.91	21	0.1366	4.37	8.35	32	0.1223
24. 3.86	4.26	7.09	53	0.1465	4.26	5.91	26	0.1751	4.26	8.23	27	0.1161
28. 4.86	4.30	7.11	53	0.0955	4.32	6.06	29	0.1095	4.28	8.38	24	0.0717
26. 5.86	4.42	7.13	53	0.0804	4.43	6.01	30	0.0955	4.41	8.58	23	0.0551
30. 6.86	4.47	7.30	53	0.1097	4.48	5.97	28	0.1073	4.47	8.78	25	0.1139
28. 7.86	4.43	6.99	53	0.1355	4.44	5.91	30	0.1458	4.43	8.41	23	0.1237
25. 8.86	4.32	6.79	53	0.1429	4.32	5.77	30	0.1545	4.31	8.11	23	0.1296
29. 9.86	4.32	6.69	53	0.1667	4.31	5.67	30	0.1814	4.34	8.02	23	0.1471
27.10.86	4.23	6.39	53	0.1657	4.23	5.58	35	0.1738	4.23	7.96	18	0.1535
24.11.86	4.21	6.31	53	0.1585	4.21	5.58	37	0.1745	4.20	8.01	16	0.1177
29.12.86	4.20	6.14	53	0.1727	4.20	5.44	38	0.1932	4.21	7.91	15	0.1095
26. 1.87	4.09	6.92	52	0.1980	4.10	5.60	35	0.2206	4.08	9.63	17	0.1450
23. 2.87	4.14	6.88	52	0.1662	4.15	5.60	36	0.1854	4.11	9.77	16	0.1114
30. 3.87	4.15	6.78	52	0.1620	4.15	5.50	37	0.1816	4.16	9.94	15	0.1034
28. 4.87	4.16	6.70	52	0.1619	4.15	5.46	38	0.1761	4.18	10.07	14	0.1184
25. 5.87	4.14	6.67	52	0.1374	4.13	5.39	37	0.1479	4.17	9.82	15	0.1079
29. 6.87	4.13	6.53	52	0.1514	4.11	5.34	39	0.1592	4.18	10.12	13	0.1121
27. 7.87	4.09	6.42	52	0.1521	4.08	5.26	39	0.1615	4.15	9.89	13	0.1090
31. 8.87	4.15	6.40	52	0.1655	4.12	5.21	39	0.1675	4.23	9.95	13	0.1364
28. 9.87	4.37	6.80	52	0.1155	4.36	5.38	36	0.1165	4.39	10.01	16	0.1133
26.10.87	4.42	6.69	52	0.1506	4.42	5.31	35	0.1592	4.40	9.53	17	0.1346
30.11.87	4.07	5.98	52	0.2611	4.06	4.97	41	0.2771	4.12	9.75	11	0.1944
28.12.87	4.06	5.90	52	0.2198	4.04	4.89	41	0.2264	4.14	9.67	11	0.1773
25. 1.88	5.79	5.85	48	4.2108	6.31	4.65	36	4.7652	4.24	9.48	12	0.0902

<sup>1</sup> Jeweils letzter Montag im Monat

Datum <sup>1</sup>	Öffentliche Schuldner												(Fortsetzung)
	Total				bis 7 Jahre				ab 7 Jahren				
	Rendite	Rest-laufzeit	Anzahl Beo	Streuung	Rendite	Rest-laufzeit	Anzahl Beo	Streuung	Rendite	Rest-laufzeit	Anzahl Beo	Streuung	
29. 2.88	5.69	5.58	48	4.2139	6.14	4.58	37	4.7195	4.18	8.94	11	0.0775	
28. 3.88	5.53	5.57	48	4.1651	5.98	4.51	36	4.7380	4.17	8.75	12	0.1517	
25. 4.88	5.37	5.42	48	4.0267	5.71	4.49	38	4.4730	4.06	8.97	10	0.0594	
30. 5.88	5.61	5.47	48	4.1500	5.93	4.59	39	4.5513	4.19	9.31	9	0.0464	
27. 6.88	5.64	5.44	48	4.1526	5.96	4.56	39	4.5545	4.22	9.23	9	0.0432	
25. 7.88	5.68	5.79	48	4.1099	6.03	4.74	38	4.5634	4.32	9.81	10	0.0715	
29. 8.88	5.66	5.76	48	4.0833	6.05	4.59	37	4.5897	4.33	9.67	11	0.0760	
26. 9.88	5.66	5.73	48	4.0578	6.05	4.58	37	4.5606	4.33	9.59	11	0.0936	
31.10.88	5.60	5.50	48	4.0430	5.94	4.49	38	4.4926	4.30	9.34	10	0.0583	
28.11.88	5.57	5.53	48	4.0287	5.89	4.45	38	4.4827	4.33	9.67	10	0.0791	
29.12.88	5.59	5.41	48	3.9938	5.91	4.36	38	4.4442	4.37	9.58	10	0.0790	
30. 1.89	4.60	9.30	43	0.1174	4.61	5.35	10	0.0737	4.59	10.49	33	0.1285	
27. 2.89	4.79	9.55	43	0.1613	4.79	5.73	6	0.1776	4.79	10.17	37	0.1611	
28. 3.89	4.93	9.51	43	0.1822	4.92	5.74	5	0.1317	4.93	10.00	38	0.1892	
24. 4.89	5.13	8.14	43	0.1782	5.16	3.36	11	0.1264	5.12	9.78	32	0.1938	
29. 5.89	5.42	8.05	43	0.2230	5.48	3.31	11	0.2060	5.39	9.68	32	0.2274	
26. 6.89	5.32	8.20	43	0.2274	5.33	4.08	12	0.2311	5.31	9.79	31	0.2294	
31. 7.89	5.32	9.26	43	0.1762	5.37	6.20	8	0.2038	5.30	9.96	35	0.1704	
28. 8.89	5.34	9.18	43	0.1661	5.44	6.13	8	0.1888	5.32	9.88	35	0.1555	
25. 9.89	5.47	9.11	43	0.2028	5.58	6.05	8	0.3260	5.45	9.81	35	0.1606	
30.10.89	5.62	9.01	43	0.2537	5.69	5.95	8	0.2617	5.60	9.71	35	0.2525	
27.11.89	5.66	8.94	43	0.2019	5.80	6.00	9	0.2213	5.62	9.71	34	0.1830	
27.12.89	5.86	8.85	43	0.2491	5.98	5.92	9	0.2850	5.83	9.63	34	0.2333	
29. 1.90	6.28	9.33	44	0.2438	6.45	6.49	4	0.2948	6.27	9.61	40	0.2365	
26. 2.90	6.46	9.25	44	0.2608	6.68	6.59	6	0.2763	6.43	9.67	38	0.2445	
26. 3.90	6.65	9.17	44	0.2683	6.84	6.51	6	0.3300	6.82	9.59	38	0.2487	
30. 4.90	6.83	9.07	44	0.2203	6.90	6.55	8	0.2107	6.81	9.64	36	0.2217	
28. 5.90	6.75	9.00	44	0.3147	6.91	6.52	9	0.3407	6.71	9.63	35	0.2988	
25. 6.90	6.61	8.92	44	0.3174	6.80	6.45	9	0.2928	6.56	9.56	35	0.3092	
30. 7.90	6.54	8.82	44	0.3476	6.70	6.41	10	0.3510	6.49	9.53	34	0.3369	
27. 8.90	6.74	8.75	44	0.1895	6.74	6.44	12	0.1816	6.74	9.62	32	0.1953	
24. 9.90	6.83	8.67	44	0.2329	6.91	6.41	12	0.2789	6.80	9.62	32	0.2075	
29.10.90	6.83	8.58	44	0.2757	6.89	6.32	13	0.3028	6.81	9.53	31	0.2651	
26.11.90	6.89	8.50	44	0.2961	6.99	6.24	13	0.3548	6.85	9.45	31	0.2631	

Datum <sup>1</sup>	davon Eidgenossen			
	Total			
	Rendite	Rest-laufzeit	Anzahl Beo	Streuung
27. 3.84	4.37	7.31	27	0.1892
30. 4.84	4.47	7.48	27	0.1695
28. 5.84	4.63	7.40	27	0.2296
25. 6.84	4.54	7.32	27	0.2127
30. 7.84	4.67	7.23	27	0.2181
27. 8.84	4.60	7.15	27	0.1664
24. 9.84	4.66	7.08	27	0.2033
29.10.84	4.76	7.13	27	0.1573
26.11.84	4.61	6.90	27	0.1699
28.12.84	4.61	6.81	27	0.2159
28. 1.85	4.68	8.10	26	0.1322
25. 2.85	4.87	8.10	26	0.1248
25. 3.85	4.89	8.02	26	0.0817
29. 4.85	4.75	7.93	26	0.1226
28. 5.85	4.74	7.77	26	0.1274
24. 6.85	4.78	7.77	26	0.1043
29. 7.85	4.80	7.68	26	0.1057
26. 8.85	4.70	7.52	26	0.1404
30. 9.85	4.65	7.43	26	0.1661
28.10.85	4.57	7.35	26	0.1441

Datum <sup>1</sup>	davon Eidgenossen				(Fortsetzung)
	Total				
	Rendite	Rest-laufzeit	Anzahl Beo	Streuung	
25.11.85	4.53	7.28	26	0.1699	
30.12.85	4.42	6.91	26	0.2048	
27. 1.86	4.41	8.11	23	0.0704	
24. 2.86	4.26	7.86	23	0.0837	
24. 3.86	4.16	7.56	23	0.0779	
28. 4.86	4.25	7.47	23	0.0743	
26. 5.86	4.39	7.61	23	0.0518	
30. 6.86	4.43	8.04	23	0.0738	
28. 7.86	4.35	7.44	23	0.0706	
25. 8.86	4.20	7.14	23	0.0871	
29. 9.86	4.17	7.05	23	0.1175	
27.10.86	4.09	6.45	23	0.0956	
24.11.86	4.07	6.37	23	0.0815	
29.12.86	4.05	6.19	23	0.1008	
26. 1.87	3.92	7.88	22	0.1115	
23. 2.87	3.99	7.89	22	0.1003	
30. 3.87	4.03	7.70	22	0.1239	

<sup>1</sup> Jeweils letzter Montag im Monat

davon Eidgenossen (Fortsetzung)					davon Eidgenossen (Fortsetzung)				
Datum <sup>1</sup>	Total				Datum <sup>1</sup>	Total			
	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streuung		Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streuung
28. 4.87	4.04	7.62	22	0.1149	27. 2.89	4.77	11.24	13	0.0996
25. 5.87	4.05	7.64	22	0.1164	28. 3.89	4.86	11.30	13	0.0728
29. 6.87	4.01	7.45	22	0.1111	24. 4.89	5.05	11.23	13	0.0625
27. 7.87	3.98	7.38	22	0.1104	29. 5.89	5.36	11.13	13	0.0723
31. 8.87	4.06	7.28	22	0.1160	26. 6.89	5.09	11.06	13	0.0892
28. 9.87	4.30	8.07	22	0.1021	31. 7.89	5.18	10.96	13	0.0524
26.10.87	4.30	7.81	22	0.1130	28. 8.89	5.22	10.89	13	0.1091
30.11.87	3.85	6.81	22	0.1667	25. 9.89	5.44	10.81	13	0.2666
28.12.87	3.92	6.73	22	0.1913	30.10.89	5.43	10.71	13	0.1237
25. 1.88	3.94	8.48	18	0.1609	27.11.89	5.51	10.64	13	0.1043
29. 2.88	3.92	8.38	18	0.1781	27.12.89	5.73	10.56	13	0.1618
28. 3.88	3.94	8.02	18	0.1513	29. 1.90	6.16	10.80	14	0.1772
25. 4.88	3.75	7.67	18	0.2198	26. 2.90	6.37	10.72	14	0.1980
30. 5.88	3.97	8.13	18	0.1900	26. 3.90	6.50	10.64	14	0.1411
27. 6.88	4.01	8.17	18	0.1580	30. 4.90	6.69	10.54	14	0.0677
25. 7.88	4.21	8.09	18	0.1233	28. 5.90	6.39	10.47	14	0.0618
29. 8.88	4.16	7.99	18	0.1519	25. 6.90	6.23	10.39	14	0.1191
26. 9.88	4.11	7.92	18	0.1709	30. 7.90	6.09	10.29	14	0.1034
31.10.88	3.98	7.82	18	0.2029	27. 8.90	6.58	10.22	14	0.1006
28.11.88	4.10	7.75	18	0.1293	24. 9.90	6.61	10.14	14	0.1027
29.12.88	4.11	7.66	18	0.1302	29.10.90	6.54	10.05	14	0.1121
30. 1.89	4.56	11.00	13	0.0334	26.11.90	6.56	9.97	14	0.0676

davon Kantone und Gemeinden												
Datum <sup>1</sup>	Total				bis 7 Jahre				ab 7 Jahren			
	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streuung	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streuung	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streuung
27. 3.84	4.48	7.34	30	0.1508	4.42	5.85	14	0.1345	4.53	8.64	16	0.1459
30. 4.84	4.52	7.24	30	0.1490	4.43	5.90	16	0.1409	4.63	8.78	14	0.0569
28. 5.84	4.63	7.17	30	0.1756	4.52	5.83	16	0.1601	4.75	8.70	14	0.0888
25. 6.84	4.67	7.09	30	0.1788	4.58	5.75	16	0.1958	4.78	8.63	14	0.0713
30. 7.84	4.69	7.00	30	0.1642	4.60	5.65	16	0.1631	4.80	8.53	14	0.0903
27. 8.84	4.69	6.92	30	0.1446	4.63	5.58	16	0.1647	4.76	8.46	14	0.0765
24. 9.84	4.72	6.85	30	0.1459	4.65	5.50	16	0.1629	4.80	8.38	14	0.0631
29.10.84	4.82	6.75	30	0.0866	4.80	5.50	17	0.0747	4.85	8.38	13	0.0944
26.11.84	4.75	6.68	30	0.0900	4.73	5.43	17	0.0946	4.79	8.31	13	0.0750
28.12.84	4.71	6.59	30	0.1397	4.67	5.34	17	0.1693	4.77	8.22	13	0.0537
28. 1.85	4.73	8.00	30	0.0680	4.64	5.66	5	0.0750	4.75	8.47	25	0.0496
25. 2.85	4.85	8.06	30	0.1281	4.74	5.81	6	0.2367	4.87	8.63	24	0.0704
25. 3.85	4.89	7.98	30	0.1460	4.80	5.91	7	0.2565	4.92	8.61	23	0.0799
29. 4.85	4.86	7.89	30	0.1024	4.84	5.96	8	0.1497	4.86	8.59	22	0.0824
28. 5.85	4.82	7.80	30	0.1279	4.75	6.00	9	0.1918	4.85	8.58	21	0.0774
24. 6.85	4.80	7.73	30	0.1148	4.76	6.02	10	0.1714	4.82	8.59	20	0.0702
29. 7.85	4.80	7.64	30	0.0810	4.73	5.93	10	0.0957	4.83	8.49	20	0.0407
26. 8.85	4.80	7.56	30	0.0874	4.75	5.85	10	0.1162	4.83	8.41	20	0.0569
30. 9.85	4.77	7.33	30	0.0959	4.71	5.84	11	0.1247	4.80	8.20	19	0.0568
28.10.85	4.75	7.25	30	0.0928	4.70	5.76	11	0.1288	4.77	8.12	19	0.0532
25.11.85	4.73	7.18	30	0.0877	4.69	5.69	11	0.1144	4.75	8.04	19	0.0592
30.12.85	4.58	7.02	30	0.1116	4.52	5.66	12	0.1237	4.63	7.92	18	0.0801
27. 1.86	4.52	7.15	30	0.1084	4.49	6.15	13	0.0833	4.54	7.92	17	0.1226
24. 2.86	4.43	7.01	30	0.1112	4.41	5.92	13	0.1172	4.44	7.85	17	0.1077
24. 3.86	4.34	6.73	30	0.1357	4.34	5.90	17	0.1550	4.34	7.82	13	0.1117
28. 4.86	4.35	6.84	30	0.0862	4.37	6.07	18	0.0856	4.31	7.99	12	0.0754
26. 5.86	4.45	6.76	30	0.0882	4.46	6.04	19	0.1022	4.42	8.00	11	0.0510
30. 6.86	4.51	6.73	30	0.1195	4.53	6.05	19	0.0793	4.48	7.91	11	0.1673
28. 7.86	4.50	6.65	30	0.1363	4.51	5.97	19	0.1272	4.48	7.83	11	0.1563
25. 8.86	4.40	6.51	30	0.1098	4.41	5.79	19	0.1021	4.40	7.75	11	0.1270

<sup>1</sup> Jeweils letzter Montag im Monat



Datum <sup>1</sup>	davon Kantone und Gemeinden												(Fortsetzung)
	Total				bis 7 Jahre				ab 7 Jahren				
	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streung	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streung	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streung	
29. 9.86	4.44	6.42	30	0.0907	4.42	5.70	19	0.0851	4.46	7.66	11	0.0987	
27.10.86	4.34	6.34	30	0.1193	4.34	5.75	21	0.1190	4.34	7.72	9	0.1271	
24.11.86	4.32	6.26	30	0.1097	4.33	5.73	22	0.1176	4.29	7.73	8	0.0855	
29.12.86	4.32	6.10	30	0.1200	4.32	5.54	22	0.1370	4.30	7.63	8	0.0543	
26. 1.87	4.22	6.22	30	0.1386	4.23	5.51	22	0.1615	4.21	8.15	8	0.0325	
23. 2.87	4.24	6.14	30	0.1206	4.24	5.56	24	0.1328	4.22	8.45	6	0.0532	
30. 3.87	4.24	6.11	30	0.1258	4.24	5.46	24	0.1371	4.23	8.68	6	0.0726	
28. 4.87	4.25	6.03	30	0.1365	4.24	5.38	24	0.1501	4.27	8.61	6	0.0608	
25. 5.87	4.21	5.95	30	0.1067	4.21	5.31	24	0.1124	4.23	8.53	6	0.0855	
29. 6.87	4.21	5.86	30	0.1120	4.20	5.21	24	0.1183	4.26	8.44	6	0.0709	
27. 7.87	4.17	5.71	30	0.1261	4.16	5.14	24	0.1352	4.22	8.02	6	0.0743	
31. 8.87	4.22	5.75	30	0.1672	4.19	5.13	24	0.1728	4.31	8.26	6	0.1113	
28. 9.87	4.41	5.88	30	0.1038	4.40	5.30	24	0.1039	4.45	8.19	6	0.1025	
26.10.87	4.50	5.87	30	0.1148	4.50	5.23	23	0.1261	4.50	7.97	7	0.0732	
30.11.87	4.23	5.37	30	0.1877	4.23	4.88	25	0.1976	4.25	7.83	5	0.1430	
28.12.87	4.16	5.29	30	0.1807	4.15	4.80	25	0.1869	4.23	7.75	5	0.1412	
25. 1.88	4.18	6.94	30	0.1185	4.14	5.25	18	0.1207	4.24	9.48	12	0.0902	
29. 2.88	4.08	6.51	30	0.1589	4.02	5.11	19	0.1622	4.18	8.94	11	0.0775	
28. 3.88	4.03	6.43	30	0.1521	3.97	5.03	19	0.1617	4.13	8.86	11	0.0528	
25. 4.88	3.99	6.36	30	0.1205	3.95	5.05	20	0.1295	4.06	8.97	10	0.0594	
30. 5.88	4.09	6.33	30	0.1517	4.05	5.05	21	0.1635	4.19	9.31	9	0.0464	
27. 6.88	4.12	6.25	30	0.1358	4.08	4.98	21	0.1392	4.22	9.23	9	0.0432	
25. 7.88	4.23	6.71	30	0.1322	4.18	5.16	20	0.1347	4.32	9.81	10	0.0715	
29. 8.88	4.25	6.81	30	0.1419	4.21	4.96	20	0.1518	4.34	9.91	10	0.0688	
26. 9.88	4.30	6.60	30	0.1838	4.28	4.99	20	0.2172	4.35	9.84	10	0.0691	
31.10.88	4.27	6.37	30	0.1323	4.25	4.89	20	0.1562	4.30	9.34	10	0.0583	
28.11.88	4.26	6.37	30	0.1223	4.23	4.72	20	0.1257	4.33	9.87	10	0.0791	
29.12.88	4.35	6.22	30	0.1023	4.34	4.63	20	0.1125	4.37	9.58	10	0.0790	
30. 1.89	4.61	8.56	30	0.1366	4.64	5.39	7	0.0895	4.61	9.52	23	0.1518	
27. 2.89	4.80	8.81	30	0.1826	4.78	5.75	4	0.2096	4.80	9.29	26	0.1827	
28. 3.89	4.96	8.73	30	0.2069	4.92	5.66	4	0.1520	4.97	9.20	26	0.2158	
24. 4.89	5.16	6.80	30	0.2012	5.17	3.10	10	0.1311	5.16	8.65	20	0.2317	
29. 5.89	5.44	6.72	30	0.2599	5.49	3.06	10	0.2136	5.42	8.55	20	0.2820	
26. 6.89	5.41	6.96	30	0.2003	5.41	3.82	10	0.1558	5.41	8.63	20	0.2230	
31. 7.89	5.38	8.52	30	0.1788	5.42	6.18	6	0.2134	5.36	9.11	24	0.1726	
28. 8.89	5.40	8.45	30	0.1596	5.51	6.11	6	0.0841	5.37	9.03	24	0.1620	
25. 9.89	5.49	8.37	30	0.1717	5.48	6.03	6	0.1744	5.49	8.96	24	0.1748	
30.10.89	5.70	8.27	30	0.2548	5.74	5.93	6	0.2926	5.69	8.86	24	0.2503	
27.11.89	5.72	8.20	30	0.2018	5.83	6.02	7	0.2409	5.69	8.86	23	0.1809	
27.12.89	5.91	8.11	30	0.2633	6.00	5.94	7	0.3190	5.89	8.78	23	0.2464	
29. 1.90	6.34	8.64	30	0.2525	6.49	6.54	3	0.3447	6.32	8.88	27	0.2431	
28. 2.90	6.51	8.57	30	0.2769	6.71	6.66	5	0.2991	6.47	8.95	25	0.2600	
26. 3.90	6.72	8.48	30	0.2877	6.89	6.58	5	0.3482	6.68	8.86	25	0.2693	
30. 4.90	6.89	8.39	30	0.2373	6.96	6.56	6	0.1956	6.88	8.85	24	0.2472	
28. 5.90	6.92	8.31	30	0.2342	7.05	6.55	7	0.2326	6.88	8.85	23	0.2239	
25. 6.90	6.79	8.24	30	0.2062	6.92	6.47	7	0.1807	6.74	8.77	23	0.1991	
30. 7.90	6.75	8.14	30	0.1867	6.83	6.45	8	0.2623	6.72	8.75	22	0.1479	
27. 8.90	6.81	8.06	30	0.1743	6.77	6.44	9	0.1966	6.83	8.76	21	0.1655	
24. 9.90	6.94	7.99	30	0.1968	7.02	6.36	9	0.2525	6.91	8.69	21	0.1640	
29.10.90	6.97	7.89	30	0.2179	7.01	6.26	9	0.2798	6.95	8.59	21	0.1907	
26.11.90	7.04	7.82	30	0.2276	7.17	6.19	9	0.2555	6.98	8.51	21	0.1953	

<sup>1</sup> Jeweils letzter Montag im Monat

## Durchschnittsrenditen und Restlaufzeiten von Anleihen inländischer Schuldner

Datum <sup>1</sup>	Banken											
	Total				bis 7 Jahre				ab 7 Jahren			
	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streung	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streung	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streung
27. 3.84	4.79	7.88	45	0.1884	4.82	5.52	20	0.2534	4.77	9.76	25	0.1146
30. 4.84	4.80	7.87	45	0.2011	4.75	5.43	20	0.2648	4.83	9.83	25	0.1257
28. 5.84	4.88	7.80	45	0.2385	4.86	5.33	21	0.2998	4.90	9.95	24	0.1728
25. 6.84	4.95	7.77	45	0.1786	4.93	5.36	21	0.2174	4.96	9.87	24	0.1396
30. 7.84	4.99	7.67	45	0.1947	4.99	5.26	21	0.2522	4.99	9.78	24	0.1313
27. 8.84	5.00	7.59	45	0.1829	5.01	5.18	21	0.2250	4.99	9.70	24	0.1404
24. 9.84	5.01	7.52	45	0.1936	5.03	5.11	21	0.2377	5.00	9.63	24	0.1486
29.10.84	5.08	7.47	45	0.2085	5.09	5.01	21	0.2543	5.07	9.61	24	0.1635
26.11.84	5.02	7.39	45	0.1996	5.04	4.94	21	0.2322	5.01	9.54	24	0.1693
28.12.84	4.96	7.30	45	0.2336	4.94	4.94	22	0.2742	4.97	9.56	23	0.1916
28. 1.85	4.96	8.05	45	0.1809	4.91	5.26	15	0.1960	4.99	9.44	30	0.1689
25. 2.85	5.08	8.15	45	0.1555	5.06	5.09	14	0.1789	5.09	9.53	31	0.1462
25. 3.85	5.14	8.15	45	0.1684	5.11	5.12	13	0.1690	5.15	9.38	32	0.1694
29. 4.85	5.10	8.02	45	0.1670	5.06	4.91	14	0.1771	5.12	9.42	31	0.1614
28. 5.85	5.07	7.85	45	0.1575	5.04	5.07	16	0.1825	5.09	9.38	29	0.1429
24. 6.85	5.06	7.77	45	0.1448	5.02	4.99	16	0.1585	5.08	9.31	29	0.1358
29. 7.85	5.06	7.50	45	0.1715	5.05	4.90	16	0.1888	5.07	8.93	29	0.1643
26. 8.85	5.03	7.42	45	0.1588	4.99	4.82	16	0.2063	5.05	8.86	29	0.1246
30. 9.85	4.98	7.24	45	0.1344	4.95	5.12	20	0.1537	5.01	8.94	25	0.1142
28.10.85	4.96	7.16	45	0.1378	4.93	4.98	20	0.1685	4.98	8.91	25	0.1063
25.11.85	4.93	7.13	45	0.1513	4.87	4.87	19	0.1856	4.97	8.78	26	0.1035
30.12.85	4.82	6.90	45	0.1459	4.79	4.98	22	0.1525	4.86	8.74	23	0.1334
27. 1.86	4.69	7.36	45	0.1660	4.71	5.40	17	0.2454	4.68	8.55	28	0.0947
24. 2.86	4.60	7.24	45	0.1522	4.62	5.44	19	0.2024	4.58	8.56	26	0.1027
24. 3.86	4.54	6.98	45	0.1574	4.62	5.42	21	0.1811	4.47	8.35	24	0.0896
28. 4.86	4.58	6.93	45	0.1531	4.63	5.38	21	0.1793	4.54	8.28	24	0.1109
26. 5.86	4.64	6.96	45	0.1701	4.64	5.48	22	0.1854	4.64	8.39	23	0.1583
30. 6.86	4.72	6.94	45	0.1456	4.72	5.25	20	0.1958	4.72	8.29	25	0.0922
28. 7.86	4.75	6.86	45	0.1500	4.78	5.33	22	0.1875	4.71	8.32	23	0.0957
25. 8.86	4.72	6.85	45	0.1243	4.74	5.29	21	0.1266	4.70	8.21	24	0.1219
29. 9.86	4.71	6.89	45	0.1247	4.68	5.31	24	0.1568	4.74	8.26	21	0.0639
27.10.86	4.66	6.48	45	0.1097	4.66	5.19	26	0.1415	4.66	8.24	19	0.0400
24.11.86	4.62	6.47	45	0.1421	4.60	5.28	27	0.1555	4.65	8.26	18	0.1180
29.12.86	4.61	6.46	45	0.1600	4.58	5.32	27	0.1755	4.65	8.17	18	0.1240
26. 1.87	4.52	7.02	45	0.1460	4.55	5.83	24	0.1676	4.50	8.38	21	0.1146
23. 2.87	4.53	6.90	45	0.1194	4.53	5.72	25	0.1333	4.53	8.37	20	0.1028
30. 3.87	4.53	6.79	45	0.0932	4.51	5.62	25	0.0945	4.54	8.27	20	0.0915
28. 4.87	4.49	6.81	45	0.1206	4.48	5.54	25	0.1376	4.51	8.39	20	0.0962
25. 5.87	4.51	6.89	45	0.1079	4.52	5.52	26	0.1200	4.49	8.28	19	0.0884
29. 6.87	4.51	6.59	45	0.0981	4.52	5.48	27	0.1114	4.50	8.25	18	0.0759
27. 7.87	4.49	6.51	45	0.1192	4.50	5.41	27	0.1384	4.48	8.18	18	0.0849
31. 8.87	4.54	6.55	45	0.1075	4.52	5.28	25	0.1287	4.57	8.14	20	0.0654
28. 9.87	4.68	6.57	45	0.1956	4.67	5.36	25	0.2525	4.69	8.08	20	0.0887
26.10.87	4.83	6.76	45	0.2143	4.80	5.39	24	0.2439	4.86	8.32	21	0.1746
30.11.87	4.60	6.37	45	0.2071	4.62	5.37	29	0.2376	4.58	8.19	16	0.1399
28.12.87	4.57	6.18	45	0.1969	4.58	5.25	30	0.2237	4.55	8.05	15	0.1318
25. 1.88	4.49	6.64	45	0.1744	4.47	5.60	25	0.1762	4.52	7.94	20	0.1732
29. 2.88	4.36	6.45	45	0.1611	4.36	5.66	30	0.1743	4.34	8.04	15	0.1360
28. 3.88	4.30	6.37	45	0.1593	4.31	5.58	30	0.1839	4.30	7.96	15	0.0975
25. 4.88	4.22	6.30	45	0.1389	4.21	5.59	32	0.1446	4.26	8.03	13	0.1203
30. 5.88	4.36	6.25	45	0.1504	4.33	5.60	33	0.1446	4.43	8.02	12	0.1476
27. 6.88	4.44	6.22	45	0.1481	4.41	5.60	34	0.1343	4.54	8.11	11	0.1536
25. 7.88	4.54	6.32	45	0.1738	4.49	5.48	32	0.1452	4.67	8.38	13	0.1798
29. 8.88	4.55	6.18	45	0.1211	4.53	5.41	33	0.1050	4.63	8.29	12	0.1355
26. 9.88	4.57	6.10	45	0.1390	4.53	5.33	33	0.1271	4.67	8.22	12	0.1163
31.10.88	4.56	6.00	45	0.1084	4.53	5.28	34	0.0919	4.65	8.23	11	0.1052
28.11.88	4.58	5.88	45	0.1416	4.54	5.23	35	0.1137	4.71	8.18	10	0.1584
29.12.88	4.61	5.98	45	0.1263	4.58	5.24	33	0.1168	4.69	8.01	12	0.1137
30. 1.89	4.94	7.35	45	0.1898	4.93	6.01	24	0.1982	4.96	8.89	21	0.1829
27. 2.89	5.13	7.86	45	0.1536	5.12	6.24	15	0.2029	5.13	8.67	30	0.1259

<sup>1</sup> Jeweils letzter Montag im Monat

Datum <sup>1</sup>	Banken												(Fortsetzung)
	Total				bis 7 Jahre				ab 7 Jahren				
	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streuung	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streuung	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streuung	
28. 3.89	5.22	7.68	45	0.2060	5.19	6.26	18	0.2465	5.24	8.63	27	0.1763	
24. 4.89	5.51	7.83	45	0.2111	5.56	6.31	13	0.1668	5.48	8.45	32	0.2254	
29. 5.89	5.93	7.74	45	0.3249	6.11	6.35	16	0.4070	5.83	8.50	29	0.2206	
26. 6.89	5.75	7.66	45	0.2729	5.84	6.32	17	0.3685	5.70	8.47	28	0.1804	
31. 7.89	5.72	7.56	45	0.2262	5.78	6.22	17	0.2691	5.68	8.38	28	0.1911	
28. 8.89	5.80	7.49	45	0.1892	5.80	6.15	17	0.2344	5.79	8.30	28	0.1804	
25. 9.89	6.02	7.41	45	0.3179	6.14	6.12	18	0.4237	5.94	8.27	27	0.1935	
30.10.89	6.16	7.32	45	0.3289	6.28	6.20	22	0.4004	6.04	8.39	23	0.1830	
27.11.89	6.18	7.24	45	0.2892	6.29	6.12	22	0.3404	6.08	8.31	23	0.1812	
27.12.89	6.35	7.16	45	0.2864	6.43	6.08	23	0.3364	6.27	8.29	22	0.1969	
29. 1.90	6.82	8.24	45	0.4085	7.16	6.43	13	0.3169	6.67	8.97	32	0.3564	
26. 2.90	6.99	8.16	45	0.3414	7.17	6.44	15	0.3992	6.90	9.03	30	0.2723	
28. 3.90	7.04	8.08	45	0.3214	7.22	6.39	16	0.3416	6.94	9.01	29	0.2676	
30. 4.90	7.22	7.99	45	0.4159	7.44	6.33	17	0.4077	7.09	8.99	28	0.3696	
28. 5.90	7.16	7.91	45	0.3585	7.23	6.29	18	0.4123	7.11	8.98	27	0.3178	
25. 6.90	6.98	7.83	45	0.3358	7.02	6.29	20	0.4134	6.94	9.06	25	0.2609	
30. 7.90	6.91	7.74	45	0.3793	6.96	6.23	21	0.4788	6.87	9.05	24	0.2680	
27. 8.90	7.16	7.66	45	0.4075	7.17	6.16	21	0.4769	7.15	8.98	24	0.3461	
24. 9.90	7.22	7.59	45	0.3936	7.32	6.08	21	0.4352	7.12	8.90	24	0.3267	
29.10.90	7.32	7.49	45	0.4623	7.39	6.07	23	0.5658	7.26	8.77	22	0.3203	
26.11.90	7.48	7.41	45	0.7383	7.83	5.99	23	0.9739	7.32	8.90	22	0.3098	

### Durchschnittsrenditen und Restlaufzeiten von Anleihen inländischer Schuldner

Datum <sup>1</sup>	Übrige Schuldner <sup>2</sup>											
	Total				bis 7 Jahre				ab 7 Jahren			
	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streuung	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streuung	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streuung
27. 3.84	4.96	6.95	45	0.3860	4.94	5.36	25	0.4353	4.98	8.93	20	0.3237
30. 4.84	4.98	7.05	45	0.3776	4.96	5.47	24	0.4391	5.00	8.86	21	0.3021
28. 5.84	5.04	6.91	45	0.3655	5.01	5.38	25	0.4108	5.07	8.84	20	0.3062
25. 6.84	5.15	7.13	45	0.4010	5.19	5.55	23	0.4591	5.10	8.77	22	0.3333
30. 7.84	5.19	6.99	45	0.3884	5.21	5.52	24	0.4447	5.16	8.66	21	0.3204
27. 8.84	5.17	6.87	45	0.3556	5.21	5.34	25	0.4303	5.13	8.77	20	0.2348
24. 9.84	5.17	6.84	45	0.3600	5.20	5.35	25	0.4091	5.14	8.69	20	0.2945
29.10.84	5.22	6.78	45	0.3040	5.25	5.33	25	0.3576	5.18	8.60	20	0.2221
26.11.84	5.15	6.53	45	0.2965	5.17	5.04	26	0.3457	5.12	8.57	19	0.2175
28.12.84	5.12	6.49	45	0.2870	5.15	5.08	26	0.3060	5.09	8.41	19	0.2633
28. 1.85	5.06	7.85	45	0.2530	5.04	5.19	16	0.2059	5.07	9.31	29	0.2785
25. 2.85	5.17	7.95	45	0.2402	5.16	5.01	14	0.2511	5.18	9.27	31	0.2391
25. 3.85	5.24	7.87	45	0.2279	5.27	4.89	14	0.2988	5.22	9.21	31	0.1916
29. 4.85	5.21	7.73	45	0.2490	5.27	4.96	15	0.3224	5.17	9.11	30	0.2011
28. 5.85	5.16	7.47	45	0.2125	5.18	4.92	17	0.2584	5.15	9.01	28	0.1830
24. 6.86	5.12	7.35	45	0.1728	5.13	5.00	19	0.2189	5.11	9.07	26	0.1336
29. 7.85	5.12	7.39	45	0.2185	5.03	4.75	16	0.2185	5.17	8.84	29	0.2076
26. 8.85	5.08	7.09	45	0.2024	5.09	4.90	20	0.2531	5.07	8.85	25	0.1554
30. 9.85	5.06	6.95	45	0.1717	5.06	5.03	23	0.2033	5.07	8.96	22	0.1356
28.10.85	5.01	6.87	45	0.2082	4.98	5.04	24	0.2471	5.04	8.97	21	0.1516
25.11.85	4.99	6.80	45	0.1723	4.97	4.96	24	0.2165	5.01	8.90	21	0.1019
30.12.85	4.97	6.70	45	0.2247	4.98	4.82	24	0.2854	4.96	8.85	21	0.1314
27. 1.86	4.98	7.22	45	0.6324	5.08	5.44	23	0.8555	4.87	9.09	22	0.2229
24. 2.86	4.83	7.04	45	0.4512	4.90	5.41	23	0.5900	4.76	8.74	22	0.2293
24. 3.86	4.74	6.65	45	0.4567	4.79	5.33	27	0.5452	4.66	8.62	18	0.2741
28. 4.86	4.76	6.60	45	0.4247	4.78	5.44	30	0.4958	4.72	8.90	15	0.2326
26. 5.86	4.81	6.80	45	0.3948	4.85	5.42	27	0.4918	4.75	8.87	18	0.1666

<sup>1</sup> Jeweils letzter Montag im Monat

<sup>2</sup> Finanzgesellschaften, Industriegesellschaften und Kraftwerke

Datum <sup>1</sup>	Übrige Schuldner <sup>2</sup>												(Fortsetzung)
	Total				bis 7 Jahre				ab 7 Jahren				
	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streung	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streung	Rendite	Rest- laufzeit	Anzahl Beo	Streung	
30. 6.86	4.96	6.74	45	0.6289	4.97	5.51	30	0.6587	4.94	9.19	15	0.5862	
28. 7.86	4.94	6.87	45	0.4587	4.92	5.48	27	0.4307	4.97	8.94	18	0.5091	
25. 8.86	4.83	6.69	45	0.3384	4.86	5.38	28	0.4164	4.78	8.85	17	0.1356	
29. 9.86	4.85	6.65	45	0.5133	4.90	5.28	28	0.6403	4.76	8.91	17	0.1408	
27.10.86	4.73	6.45	45	0.3530	4.75	5.30	29	0.4294	4.69	8.54	16	0.1391	
24.11.86	4.73	6.19	45	0.5120	4.79	4.96	30	0.6175	4.63	8.66	15	0.1237	
29.12.86	4.70	6.25	45	0.3651	4.69	4.85	28	0.4082	4.71	8.56	17	0.2917	
26. 1.87	4.62	6.46	45	0.2218	4.61	5.08	27	0.1900	4.65	8.54	18	0.2665	
23. 2.87	4.64	6.43	45	0.2032	4.63	5.14	27	0.1757	4.65	8.37	18	0.2432	
30. 3.87	4.63	6.42	45	0.2651	4.57	4.90	25	0.1787	4.72	8.31	20	0.3312	
28. 4.87	4.63	6.34	45	0.2566	4.60	4.77	25	0.2665	4.67	8.31	20	0.2431	
25. 5.87	4.58	5.91	45	0.2163	4.58	4.78	30	0.2449	4.58	8.17	15	0.1509	
29. 6.87	4.60	6.04	45	0.2151	4.62	4.76	28	0.2456	4.58	8.14	17	0.1570	
27. 7.87	4.54	5.96	45	0.1836	4.52	4.67	29	0.1994	4.57	8.30	16	0.1527	
31. 8.87	4.59	6.04	45	0.1954	4.58	4.73	29	0.2180	4.63	8.42	16	0.1463	
28. 9.87	4.76	6.15	45	0.1994	4.73	4.69	27	0.2042	4.82	8.33	18	0.1822	
26.10.87	4.90	6.20	45	0.2080	4.88	4.76	27	0.2404	4.92	8.36	18	0.1515	
30.11.87	4.71	5.93	45	0.2163	4.71	4.44	27	0.2467	4.70	8.16	18	0.1672	
28.12.87	4.69	5.90	45	0.2318	4.69	4.37	27	0.2591	4.70	8.19	18	0.1908	
25. 1.88	4.61	6.34	45	0.2259	4.59	4.91	26	0.2490	4.63	8.30	19	0.1934	
29. 2.88	4.43	5.80	45	0.2231	4.39	4.76	31	0.2447	4.50	8.10	14	0.1481	
28. 3.88	4.42	5.63	45	0.1949	4.39	4.71	32	0.1978	4.48	7.90	13	0.1774	
25. 4.88	4.33	5.47	45	0.1894	4.32	4.61	33	0.2127	4.37	7.81	12	0.0985	
30. 5.88	4.44	5.64	45	0.2294	4.39	4.55	31	0.2394	4.56	8.04	14	0.1602	
27. 6.88	4.48	5.65	45	0.2135	4.44	4.57	30	0.2311	4.56	7.81	15	0.1493	
25. 7.88	4.52	5.79	45	0.2331	4.47	4.73	33	0.2372	4.66	8.71	12	0.1574	
29. 8.88	4.59	5.70	45	0.2404	4.57	4.80	34	0.2666	4.63	8.47	11	0.1301	
26. 9.88	4.62	5.76	45	0.1570	4.59	4.76	34	0.1628	4.70	8.85	11	0.1063	
31.10.88	4.58	5.53	45	0.2187	4.55	4.60	34	0.2404	4.66	8.39	11	0.0993	
28.11.88	4.59	5.41	45	0.2352	4.56	4.57	35	0.2543	4.68	8.33	10	0.1236	
29.12.88	4.66	5.63	45	0.1612	4.64	4.55	33	0.1677	4.74	8.60	12	0.1129	
30. 1.89	4.93	8.17	45	0.2059	4.88	5.81	17	0.1834	4.97	9.61	28	0.2156	
27. 2.89	5.24	8.36	45	0.2798	5.23	5.77	14	0.3448	5.25	9.54	31	0.2514	
28. 3.89	5.28	8.59	45	0.1494	5.36	6.01	11	0.1462	5.26	9.42	34	0.1451	
24. 4.89	5.44	7.38	45	0.1775	5.50	4.82	15	0.2161	5.41	8.66	30	0.1512	
29. 5.89	6.04	7.38	45	0.4210	6.18	4.91	15	0.3639	5.97	8.62	30	0.4360	
26. 6.89	5.78	7.27	45	0.3172	5.81	4.72	15	0.3255	5.76	8.54	30	0.3174	
31. 7.89	5.77	8.29	45	0.4018	5.83	5.92	12	0.3040	5.75	9.15	33	0.4342	
28. 8.89	5.88	8.26	45	0.3845	6.00	6.01	12	0.2722	5.83	9.08	33	0.4122	
25. 9.89	6.06	8.19	45	0.5337	6.12	6.09	14	0.3751	6.04	9.14	31	0.5958	
30.10.89	6.29	8.09	45	0.6788	6.23	6.06	15	0.3341	6.32	9.11	30	0.8014	
27.11.89	6.39	8.01	45	0.8594	6.30	5.98	15	0.3088	6.44	9.03	30	1.0335	
27.12.89	6.52	7.93	45	0.8826	6.44	5.96	16	0.3429	6.57	9.02	29	1.0745	
29. 1.90	6.85	8.70	45	0.4696	7.16	6.40	8	0.2066	6.79	9.20	37	0.4860	
26. 2.90	7.03	8.63	45	0.4622	7.43	6.32	8	0.5738	6.95	9.12	37	0.3929	
26. 3.90	7.23	8.54	45	0.6552	7.78	6.24	8	1.2925	7.11	9.04	37	0.3417	
30. 4.90	7.46	8.45	45	0.7574	8.01	6.24	9	1.3017	7.32	9.00	36	0.4866	
28. 5.90	7.45	8.37	45	0.7722	7.91	6.16	9	1.3955	7.34	8.92	36	0.4873	
25. 6.90	7.13	8.29	45	0.5055	7.39	6.17	10	0.7082	7.06	8.90	35	0.4142	
30. 7.90	7.05	8.20	45	0.4567	7.19	6.22	12	0.6031	7.00	8.92	33	0.3897	
27. 8.90	7.24	8.12	45	0.6234	7.60	6.21	13	0.9933	7.09	8.90	32	0.3050	
24. 9.90	7.64	8.05	45	1.1377	8.10	6.19	14	1.6831	7.43	8.89	31	0.7257	
29.10.90	7.71	7.95	45	1.3434	8.32	6.09	14	2.2007	7.43	8.79	31	0.5438	
26.11.90	7.86	7.78	45	1.4184	8.32	6.08	15	2.1273	7.61	8.65	30	0.8052	

<sup>1</sup> Jeweils letzter Montag im Monat<sup>2</sup> Finanzgesellschaften, Industriegesellschaften und Kraftwerke

## Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

---

### **Rückzahlung eines mittelfristigen Kredites an Jugoslawien**

Im Oktober 1990 hat Jugoslawien den letzten Teilbetrag eines mittelfristigen Kredites, den die Nationalbank im Auftrag der Schweizerischen Eidgenossenschaft im Juni 1983 gewährt hatte, zurückbezahlt. Das Engagement der Nationalbank über 80 Mio. Dollar (mit Bundesgarantie) ist damit beendet.

### **Rückzahlung des Überbrückungskredites an Ungarn**

Im September 1990 hat Ungarn einen Überbrückungskredit, der Mitte Juni von den Währungsbehörden der Länder der Zehnergruppe sowie Österreichs gewährt worden war (vgl. Quartalsheft Nr. 3/1990), zurückbezahlt. Das Engagement der Nationalbank, die eine Substitutionszusage über 5 Mio. Dollar an den von der BIZ koordinierten Kreditbetrag geleistet hatte, ist damit erloschen.

### **Remboursement du crédit accordé à moyen terme à la Yougoslavie**

En octobre, la Yougoslavie a remboursé la dernière tranche du crédit à moyen terme que la Banque nationale lui avait accordé, en juin 1983, à la demande de la Confédération suisse. Ce crédit de 80 millions de dollars était assorti d'une garantie de la Confédération.

### **Remboursement du crédit relais accordé à la Hongrie**

En septembre, la Hongrie a remboursé le crédit relais que les autorités monétaires des pays du Groupe des Dix et de l'Autriche lui avait octroyé en juin (voir bulletin trimestriel no 3/1990). La participation de la Banque nationale – une promesse de substitution de 5 millions de dollars pour la part du crédit qui a été coordonnée par la BRI – est ainsi devenue caduque.

## Inhaltsverzeichnis 8. Jahrgang, 1990 Table des matières, 8e année, 1990

### Konjunkturberichte/Rapports conjoncturels

	Heft bulletin	Seite page
Wirtschafts- und Währungslage . . . . .	1	9
	2	89
	3	181
	4	275
Situation économique et monétaire . . . . .	1	36
	2	116
	3	209
	4	305

### Artikel und Referate

Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1989/La balance suisse des paiements en 1989 . . . . .	3	247
Erweiterte Angaben über die Obligationenrenditen . . . . .	4	355
Fischer, Andreas: Umlaufgeschwindigkeit und die Volatilität der Geldmenge . . . . .	2	165
Fluri, Robert: Monetäre Divisia-Aggregate – eine Alternative zu den traditionellen Geldmengenindikatoren? . . . . .	4	343
Die Geldpolitik der Nationalbank im Jahre 1990 und 1991 . . . . .	4	263
Gerber, Peter: Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 27. April 1990/Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 27 avril 1990. . . . .	2	143
Hoffmann, Stefan: Die Durchführung der Geldpolitik in der Schweiz . . . . .	1	73
Lusser, Markus: Die EG auf der Suche nach der monetären Integration – Parallelen zur schweizerischen Währungsgeschichte. . . . .	3	239
Lusser, Markus: Die Geldpolitik der neunziger Jahre – Neue Herausforderung für die Nationalbank . . . . .	1	63
Lusser, Markus: Generalversammlungsreferat vom 27. April 1990/Exposé à l'Assemblée générale du 27 avril 1990 . . . . .	2	149
Monetary policy of the Swiss National Bank in 1990 and 1991 . . . . .	4	272
La politica monetaria della Banca nazionale nel 1990 e nel 1991 . . . . .	4	269
La politique monétaire de la Banque nationale en 1990 et 1991. . . . .	4	266
Zwahlen, Jean: La suisse dans la mouvance de l'Europe en gestation . . . . .	4	335
<b>Geld- und währungspolitische Chronik/Chronique monétaire . . . . .</b>	1	79
	2	171
	3	254
	4	363