

---

**Geld, Währung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No. 4  
Dezember/décembre 1989**



## Inhalt/Table des matières

---

Übersicht	281
Sommaire	282
Sommario	283
Abstracts	284
<hr/>	
Die Geldpolitik im Jahre 1990	285
La politique monétaire en 1990	287
La politica monetaria nel 1990	289
Monetary policy in 1990	291
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	293
Situation économique et monétaire	318
<hr/>	
Georg Rich: Geldmengenziele und schweizerische Geldpolitik: eine Standortbestimmung	345
<hr/>	
Michael T. Belongia und Werner Hermann: Swiss Exports and the Real Exchange Rate: An Empirical Analysis	361
<hr/>	
Thomas Schlup: Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1988	370
Les investissements directs suisses à l'étranger en 1988	374
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	378
Chronique monétaire	378
<hr/>	
Inhaltsverzeichnis 1989	379
Table des matières 1989	379

---



## Übersicht

---

### **Die Geldpolitik im Jahre 1990 (S. 285–286)**

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank hat im Einvernehmen mit dem Bundesrat beschlossen, das Geldmengenziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1990 auf 2% festzulegen.

### **Wirtschafts- und Währungslage (S. 293–317)**

Im dritten Quartal 1989 verstärkten sich die konjunkturellen Unterschiede zwischen den grossen OECD-Ländern. Während sich das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten auf dem Niveau der Vorquartale stabilisierte und es sich in Grossbritannien weiter abschwächte, hielt der Aufschwung in den übrigen Industrieländern an. Besonders dynamisch entwickelte sich die Konjunktur in der Bundesrepublik Deutschland; die stärksten Impulse gingen dabei unverändert von der lebhaften Export- und Investitionstätigkeit aus. Die durchschnittliche Inflationsrate der OECD-Länder ging zwischen Juni und September vor allem infolge der sinkenden Erdölpreise leicht zurück. Da die Inflationsgefahr aber noch nicht gebannt ist, verschärfen insbesondere die europäischen Zentralbanken sowie die Bank von Japan ihren geldpolitischen Kurs und hoben im Oktober ihre Leitzinsen ein weiteres Mal an.

Die ausgezeichnete Konjunktur hielt in der Schweiz auch im dritten Quartal 1989 an. Sowohl die Binnen- wie auch die Auslandnachfrage schwächten sich zwar leicht ab, doch die Kapazitätsauslastung blieb in der Industrie hoch, und die Beschäftigung nahm trotz dem unverändert angespannten Arbeitsmarkt erneut zu. Seit Ende des dritten Quartals beschleunigte sich die Teuerung. Die Nationalbank hielt deshalb an ihrer restriktiven Geldpolitik fest. Sie bestätigte Anfang Oktober ihren Restriktionsgrad, indem sie den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt erhöhte.

### **Geldmengenziel und schweizerische Geldpolitik: eine Standortbestimmung (S. 345–360)**

Das Ziel dieses Aufsatzes besteht darin, das geldpolitische Konzept der Nationalbank unter die Lupe zu nehmen. Dabei werden die folgenden Aspekte der schweizerischen Geldpolitik behandelt: (1) Die Ziele der Geldpolitik, (2) die Rolle der Notenbankgeldmenge als geldpolitischer Indikator und Zielgrösse, (3) die Stabilität der Geldnachfrage, (4) die Qualität anderer geldpolitischer Indikatoren und (5) die Notwendigkeit geldpolitischer Regeln. Der Autor kommt zum Schluss, dass sich das gegenwärtige geldpolitische Konzept trotz einigen Schwierigkeiten auch inskünftig bewähren dürfte.

### **Schweizer Exporte und reale Wechselkurse: eine empirische Analyse (S. 361–369)**

Belongia und Hermann untersuchen den Einfluss des realen Frankenkurses auf die realen Schweizer Exporte. Die Schätzung eines einfachen Fehlerkorrekturmodells ergibt einen deutlichen Einfluss des realen Wechselkurses auf die Exporte nach den Vereinigten Staaten, jedoch nur einen schwachen Einfluss auf die Exporte insgesamt. In beiden Fällen wurde hingegen eine starke Wirkung der ausländischen Konjunkturlage festgestellt.

### **Die schweizerischen Direktinvestitionen im Jahre 1988 (S. 370–373)**

Der Buchwert des schweizerischen Direktinvestitionskapitals erhöhte sich im Jahre 1988 um 13 Mrd auf 70,9 Mrd Franken. Die Kapitalbestände nahmen in allen Regionen zu. Die Kapitalexporte zur Finanzierung der im Jahre 1988 getätigten Direktinvestitionen beliefen sich auf 12,7 Mrd Franken. Der Personalbestand der Betriebsstätten im Ausland betrug Ende 1988 rund 891'000 Personen.

## Sommaire

---

### **Objectif monétaire pour l'année 1990 (p. 287–288)**

La Direction générale de la Banque nationale suisse a décidé, en accord avec le Conseil fédéral, d'augmenter de 2%, en 1990, la monnaie centrale ajustée.

### **Situation économique et monétaire (p. 318–344)**

Au troisième trimestre de 1989, les disparités conjoncturelles se sont accrues entre les grands pays de l'OCDE. La croissance économique a stagné à son niveau des trimestres précédents aux Etats-Unis et a faibli une nouvelle fois au Royaume-Uni. En revanche, l'essor a continué dans les autres pays industrialisés. La conjoncture a été particulièrement vigoureuse en République fédérale d'Allemagne, où les principales impulsions sont venues de la demande étrangère et des investissements. Le taux annuel moyen de renchérissement des pays de l'OCDE a fléchi légèrement, entre les mois de juin et de septembre, du fait avant tout de la baisse des prix pétroliers.

Comme le danger d'une reprise de l'inflation persiste, les banques centrales européennes et la Banque du Japon ont resserré les rênes monétaires et relevé, en octobre, leurs taux directeurs.

En Suisse aussi, la conjoncture est restée bonne au troisième trimestre. La demande, tant intérieure qu'étrangère, a faibli légèrement, mais le taux d'utilisation des capacités de production s'est maintenu à un niveau élevé et l'emploi a encore progressé en dépit des tensions qui caractérisent toujours le marché du travail. Le renchérissement s'est accéléré à partir de la fin du troisième trimestre. Aussi la Banque nationale a-t-elle maintenu le cours restrictif de sa politique monétaire. Au début d'octobre, elle a augmenté d'un demi-point son taux de l'escompte, confirmant ainsi le degré de rigueur de sa politique.

### **Objectif monétaire et politique monétaire suisse: une analyse détaillée (p. 345–360)**

L'article analyse en détail la stratégie monétaire de la Banque nationale. Les aspects examinés portent sur (1) les objectifs de la politique monétaire, (2) le rôle de la monnaie centrale en tant qu'indicateur et cible de la politique monétaire, (3) la stabilité de la demande de monnaie, (4) les avantages et les inconvénients d'autres indicateurs monétaires et (5) la nécessité, pour la banque centrale, de suivre une règle monétaire. L'auteur en conclut que la stratégie appliquée jusqu'à présent, en dépit de certaines difficultés, devrait s'avérer judicieuse à l'avenir également.

### **Exportations suisses et taux de change réels: une analyse empirique (p. 361–369)**

Belongia et Hermann analysent l'influence du cours réel du franc sur le volume des exportations suisses. L'estimation d'un modèle simple, à correction d'erreurs, montre que le cours réel du franc influe nettement sur les exportations vers les Etats-Unis, mais peu sur le volume global des exportations suisses. En revanche, la conjoncture à l'étranger a de fortes répercussions, tant sur les ventes suisses aux Etats-Unis que sur l'ensemble des exportations.

### **Les investissements directs suisses à l'étranger en 1988 (p. 374–377)**

En 1988, la valeur comptable des investissements directs suisses à l'étranger a augmenté de 13 milliards pour atteindre 70,9 milliards de francs. Une progression a été enregistrée dans tous les groupes de pays. Les exportations de capitaux en vue d'investissements directs ont porté sur 12,7 milliards de francs en 1988. A la fin de l'année, l'effectif du personnel dans les entreprises d'investissement direct à l'étranger s'élevait à plus de 891 000.

## Sommario

---

### **Politica monetaria nel 1990 (p. 289–290)**

La direzione generale della Banca nazionale svizzera ha deciso, d'intesa con il Consiglio federale, di fissare l'obiettivo di crescita per il 1990 della base monetaria epurata al 2%.

### **Situazione economica e valutaria (p. 293–344)**

Durante il terzo trimestre del 1989, aumentarono le differenze congiunturali tra i grandi Paesi dell'Ocse. Mentre la crescita economica degli Stati Uniti rimase al livello dei trimestri precedenti e quella della Gran Bretagna diminuì, la ripresa perdurò negli altri Paesi industrializzati. Uno sviluppo particolarmente dinamico registrò la congiuntura della Repubblica federale di Germania, animata anche in questo periodo soprattutto dagli impulsi forniti dall'intensa attività d'esportazione e d'investimento. Tra giugno e settembre, il tasso medio d'inflazione dei Paesi dell'Ocse si ridusse soprattutto in seguito al calo dei prezzi del petrolio. Poiché tuttavia il pericolo d'inflazione non è ancora scongiurato, le banche centrali, segnatamente quelle europee e quella giapponese, decisero d'adottare un corso più restrittivo della loro politica monetaria, rialzando ancora una volta i tassi ufficiali nel mese d'ottobre.

La situazione congiunturale rimase ottima anche nel terzo trimestre del 1989 anche in Svizzera. Benchè si registrasse un leggero calo tanto della domanda interna quanto di quella estera, il grado di utilizzo della capacità produttiva rimase alto e l'occupazione aumentò nuovamente, nonostante il perdurare della tensione sul mercato del lavoro. Dalla fine del terzo trimestre, il rincaro s'accelerò. La Banca nazionale mantenne perciò la sua politica monetaria restrittiva. Alla fine d'ottobre confermò questo indirizzo rialzando il tasso di sconto di mezzo punto percentuale.

### **Obiettivo monetario e politica monetaria svizzera: il punto alla situazione (p. 345–360)**

Lo scopo del presente articolo è quello d'esaminare da vicino i principi di politica monetaria della Banca nazionale. Sono trattati in questo senso i seguenti aspetti della politica monetaria svizzera: (1) Scopi della politica monetaria, (2) Funzione della base monetaria quale indicatore e obiettivo monetario, (3) Stabilità della domanda monetaria, (4) Qualità d'altri indicatori della politica monetaria e (5) Necessità di stabilire regole di politica monetaria. L'autore giunge alla conclusione che, nonostante alcune difficoltà, i principi attualmente applicati alla politica monetaria daranno buona prova anche in futuro.

### **Esportazioni dalla Svizzera e corso reale dei cambi: un'analisi empirica (p. 361–369)**

Belongia e Hermann esaminano l'influsso del corso reale del franco sulle esportazioni reali della Svizzera. Dalla valutazione secondo un modello semplice di correzione degli errori risulta un influsso palese del corso reale dei cambi sulle esportazioni verso gli Stati Uniti, ma soltanto un debole influsso sulle esportazioni in generale. In ambedue i casi si riscontrano invece forti ripercussioni della situazione congiunturale all'estero.

### **Investimenti diretti svizzeri nel 1988 (p. 370–377)**

Nel 1988, il valore contabile del capitale svizzero impiegato in investimenti diretti s'accrebbe di 13 miliardi di franchi, ammontando così a 70,9 miliardi. La consistenza del capitale aumentò in tutte le regioni. Le esportazioni di capitale per il finanziamento degli investimenti diretti operati nel 1988 raggiunsero l'importo di 12,7 miliardi di franchi. Alla fine del 1988, l'effettivo del personale degli stabilimenti all'estero era di 891'000 persone.

## Abstracts

---

### **Money supply target for 1990 (pp. 291–292)**

The Governing Board of the Swiss National Bank has decided, in agreement with the Federal Government, to set the money supply target for the adjusted monetary base at 2% in 1990.

### **Economic and monetary developments (pp. 293–344)**

In the third quarter of 1989 the disparities in economic activity in the major OECD countries increased. While economic growth stabilised at the levels of the previous quarters in the United States and weakened even further in the United Kingdom, the upswing continued in the other industrialised countries. In West Germany, the economy was characterised by particularly dynamic development, with the strongest stimuli still emanating from exports and investments, both of which were brisk. The average inflation rate of the OECD countries receded slightly between June and September due largely to falling oil prices. Since, however, the danger of inflation has not yet been completely banished, notably the European central banks and the Bank of Japan are pursuing more restrictive monetary policies, and benchmark rates were raised once more in October.

The buoyant state of the Swiss economy continued in the third quarter of 1989. Although domestic and foreign demand did decline somewhat, capacity utilisation in industry remained high and employment rose again despite persistently tight conditions in the labour market. The rate of inflation began to accelerate at the end of the third quarter. The Swiss National Bank therefore kept a tight rein on monetary policy. At the start of October it underlined this restrictive course by raising the discount rate by half a percentage point.

### **Monetary targets and Swiss monetary policy: an assessment (pp. 345–360)**

The aim of this study is to examine the Swiss National Bank's monetary policy approach. The following aspects of Swiss monetary policy are discussed: (1) The objectives of monetary policy, (2) the role of the monetary base as a policy indicator and an intermediate target, (3) the stability of money demand, (4) the quality of alternative policy indicators and (5) the need for monetary policy rules. The author concludes that the present policy approach – despite a number of difficulties – should remain adequate in the future.

### **Swiss exports and real exchange rates: an empirical analysis (pp. 361–369)**

In this article Belongia and Hermann examine the influence of the real Swiss franc rate on real Swiss exports. A simple error correction model reveals a distinct influence of the real exchange rate on exports to the United States, but only a minor influence on exports as a whole. In both cases, however, the foreign economic situation was seen to have a pronounced effect.

### **Swiss direct investments abroad in 1988 (pp. 370–377)**

In 1988 the book value of Switzerland's direct foreign investments rose by Sfr 13 billion to Sfr 70.9 billion. Capital holdings increased in all regions. Capital exports for financing the direct investments made in 1988 amounted to Sfr 12.7 billion. The number of staff in business establishments abroad totalled some 891 000 persons at the end of 1988.

## Die Geldpolitik der Nationalbank im Jahre 1989 und 1990

---

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank hat im Einvernehmen mit dem Bundesrat das Geldmengenziel für 1990 wiederum auf 2 Prozent festgelegt. Berechnungsgrundlage für das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge im Jahre 1990 ist das im Durchschnitt des vierten Quartals 1989 erreichte Niveau. Das Geldmengenziel ist wiederum als Richtlinie zu verstehen.

### 1. Rückblick auf die Geldpolitik der vergangenen zwei Jahre

Vom Frühjahr 1987 bis zum Herbst 1988 steuerte die Nationalbank einen leicht expansiven Kurs. Dies ist auf zwei Gründe zurückzuführen. Zum einen nahm die Nationalbank auf die Wechselkurslage Rücksicht. Sowohl der Schweizer Franken als auch andere Währungen werteten sich gegenüber dem amerikanischen Dollar bis Anfang 1988 kontinuierlich auf. Der Schweizer Franken neigte auch gegenüber der D-Mark und den übrigen EWS-Währungen zur Stärke, eine Tendenz, die sich vor allem im Spätherbst 1987 intensivierte. Die Frankenstärke drohte, die internationale Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Industrie zu beeinträchtigen. Zum andern reagierte die Nationalbank auf den Börsenkrach vom Oktober 1987. Nach dem Sturz der Aktienkurse breitete sich ein allgemeiner Konjunkturpessimismus aus, der die Nationalbank – ähnlich wie andere Notenbanken – zu einer weiteren leichten Lockerung ihrer Geldpolitik bewog. Daher übertraf das Wachstum der Notenbankgeldmenge in den Jahren 1987 und 1988 das Niveau, das mittelfristig mit einem stabilen Preisniveau in Einklang steht.

Im Sommer 1988 begannen sich jedoch die Anzeichen zu mehren, dass die Weltwirtschaft kräftiger wachsen würde, als nach dem Börsenkrach erwartet worden war. In Westeuropa setzte sogar ein eigentlicher Konjunkturaufschwung ein. Daher beschloss die Nationalbank im Sommer 1988, ihre geldpolitischen Zügel zu straffen. Allerdings bewirkte die verschärfte Gangart nicht

einen sofortigen Anstieg der inländischen Zinssätze. Die Nationalbank hatte Mühe, das Angebot an Notenbankgeld an die Verringerung der Nachfrage nach Giro Guthaben anzupassen, die durch die Revision der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften und durch das neue Interbank-Zahlungssystem SIC verursacht wurde. Sie machte die Erfahrung, dass sich die Geldmarktsätze in derartigen Situationen als nützliche zusätzliche geldpolitische Indikatoren erweisen. Ende 1988 bekräftigte die Nationalbank ihre restriktive Geldpolitik, indem sie ihr Geldmengenziel auf 2% senkte, nachdem sie es ein Jahr zuvor auf 3% erhöht hatte.

- Die Nationalbank war sich bewusst, dass der etwas expansive Kurs von 1987 und 1988 die Preisstabilität gefährden könnte. Der gegenwärtige Teuerungsanstieg wurde jedoch nicht nur durch die Geldpolitik, sondern auch durch drei weitere Faktoren verursacht:
  - Der kräftige Konjunkturaufschwung in Westeuropa führte zu einem rasanten Anstieg der schweizerischen Exporte im ersten Halbjahr 1989. Der Exportboom verstärkte die an sich schon ausgeprägten konjunkturellen Überhitzungserscheinungen in der schweizerischen Wirtschaft.
  - Anfang 1989 schwächte sich der Schweizer Franken gegenüber der D-Mark und den übrigen EWS-Währungen deutlich ab. Als Folge der eher lockeren schweizerischen Geldpolitik der vorangegangenen zwei Jahre musste mit einer Abschwächung des Schweizer Frankens gerechnet werden. Das Ausmass der Tieferbewertung überraschte jedoch und lässt sich nicht allein mit der schweizerischen Geldpolitik erklären.
  - Die massive Zunahme des Erdölpreises, die in der Schweiz fast sofort auf den Konsumentenpreisindex durchschlägt, heizte die Teuerung zusätzlich an.

Schon in den ersten Monaten 1989 gelangte die Nationalbank zum Schluss, dass sie ihre Geldpolitik gegenüber dem Ziel von 2% verschärfen

müsse, um dem drohenden Teuerungsanstieg Herr zu werden. Daher dürfte die bereinigte Notenbankgeldmenge im Jahresdurchschnitt 1989 um 2% unter dem Stand des vierten Quartals 1988 liegen. Die Zielunterschreitung von rund 4 Prozentpunkten spiegelt allerdings nur etwa zur Hälfte die weitere Verschärfung der Geldpolitik Anfang 1989. Der Rest ist auf eine erneute Verringerung der Nachfrage nach Giroguthaben zurückzuführen, die sich als Folge der schon erwähnten zwei Neuerungen am schweizerischen Finanzmarkt einstellte. Die Einführung des flexiblen Lombardsatzes im Mai 1989 trug ebenfalls dazu bei, die Wirksamkeit der schweizerischen Geldpolitik zu verstärken.

## 2. Die Geldpolitik im Jahre 1990

Da die schweizerische Teuerung im Laufe des Jahres 1989 auf über 4% gestiegen ist, hat die Nationalbank keine andere Wahl, als ihre restriktive Geldpolitik auch im Jahre 1990 fortzusetzen. Grundsätzlich dürfte ein auf 2% begrenztes Wachstum der Notenbankgeldmenge ausreichen, um mittelfristig das Preisniveau zu stabilisieren. Deshalb beschloss die Nationalbank, das Wachstumsziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1990 erneut auf 2% festzulegen. Dies bedeutet, dass die inländischen Geldmarktsätze auch im Jahre 1990 auf dem gegenwärtigen hohen Niveau verharren oder sogar noch etwas zunehmen dürften.

Die Nationalbank schätzt das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts vom vierten Quartal 1989 bis zum vierten Quartal 1990 auf gut 2%, während sich die Teuerung im gleichen Zeitraum auf gut 3% verringern dürfte. Realwachstum und Teuerung dürften die Nachfrage nach Notenbankgeld saisonbereinigt um 34% steigen lassen. Allerdings hängt die Geldnachfrage nicht nur von der Produktion und vom Preisniveau, sondern auch von der Zinsentwicklung ab. Da der Notenumlauf im Unterschied zu den Giroguthaben mit einer zeitlichen Verzögerung auf Zinsänderungen reagiert, dürfte die Nachfrage nach Notenbankgeld im Jahre 1990 als Folge der Zinshausse von 1989 um weniger als 3 – 4% zunehmen. Dennoch erwartet die Nationalbank, dass sich die Nachfrage nach Notenbankgeld um mehr

als 2% erhöhen wird. Für einen Rückgang der Zinssätze dürfte noch kein Spielraum bestehen. Der restriktive Kurs wird somit beibehalten.

Das Geldmengenziel von 2% beruht auf der Annahme, dass sich die Nachfrage nach Giroguthaben im Jahre 1990 stabilisieren wird. Obwohl die Banken ihre Giroguthaben weitgehend an die neuen Liquiditätsvorschriften und an SIC angepasst haben, ist es möglich, dass diese beiden Neuerungen die Nachfrage nach Notenbankgeld im Jahre 1990 noch beeinflussen werden. Aus diesem Grunde wird die Nationalbank auch im Jahre 1990 die inländischen Geldmarktsätze als zusätzliche geldpolitische Indikatoren heranziehen. Sie wird – falls notwendig – das Angebot an Notenbankgeld an unerwartete Nachfrageverschiebungen anpassen.

Die Nationalbank rechnet nur mit einem Rückgang der Geldmarktsätze, falls sich die inländische Teuerung und Konjunktur stärker als erwartet abschwächen sollten. Erste Anzeichen einer Verlangsamung des schweizerischen Wirtschaftswachstums sind erkennbar. Voraussichtlich wird insbesondere das Wachstum der Bau- und Ausrüstungsinvestitionen zurückgehen. Der private Konsum, die wichtigste Komponente der Gesamtnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, dürfte hingegen auch im Jahre 1990 noch deutlich zunehmen. Uebrigens dürfte die anhaltend gute Konjunkturlage im Ausland das schweizerische Wirtschaftswachstum positiv beeinflussen. Mit einer merklichen Mässigung der konjunkturellen Auftriebendenzen im Inland ist jedenfalls erst in der zweiten Hälfte 1990 zu rechnen.

Ferner ist die Möglichkeit nicht auszuschliessen, dass die inländische Teuerung von der aussenwirtschaftlichen Seite her weiter angefacht wird. Geldpolitisch unerwünscht ist insbesondere die seit Mitte 1988 anhaltende Schwächeneigung des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark und den übrigen EWS-Währungen. Die Nationalbank wird extreme Wechselkursbewegungen nicht zulassen und ihre Geldpolitik anpassen, sofern die Lage am Devisenmarkt dies erfordern sollte.

## La politique monétaire de la Banque nationale en 1989 et 1990

La Direction générale de la Banque nationale suisse a, en accord avec le Conseil fédéral, fixé à 2 pour-cent son objectif monétaire pour 1990. La croissance, en 1990, de la monnaie centrale des-saisonnalisée part du volume moyen que cet agrégat a atteint au quatrième trimestre de 1989. Comme les précédents, l'objectif pour 1990 a le caractère d'une ligne directrice.

### 1. Un aperçu des deux dernières années

Pour deux raisons, la Banque nationale a mené une politique monétaire un peu expansionniste entre le début de 1987 et l'automne de 1988. La première est liée aux cours de change. Jusqu'au début de 1988, tant le franc suisse que d'autres monnaies se sont raffermies continuellement face au dollar. Le franc a marqué une tendance à la hausse vis-à-vis également du mark allemand et des autres monnaies du SME, tendance qui a été particulièrement forte vers la fin de l'automne de 1987. La fermeté du franc menaçait la compétitivité de l'industrie suisse. Quant à la seconde raison, elle découle du krach boursier d'octobre 1987. Après la chute des cours des actions, les perspectives conjoncturelles étaient empreintes d'un pessimisme général, et la Banque nationale, à l'instar d'autres instituts d'émission, a assoupli encore légèrement le cours de sa politique monétaire. Par conséquent, l'expansion de la monnaie centrale pendant les années 1987 et 1988 a été supérieure au rythme qui est compatible avec la stabilité du niveau des prix dans la moyenne période.

Les signes annonçant une croissance de l'économie mondiale plus vigoureuse que ce qui était attendu après le krach ont commencé toutefois à se multiplier au cours de l'été de 1988. Les pays de l'Europe occidentale sont même entrés dans une phase de réel essor. Aussi la Banque nationale a-t-elle décidé de resserrer les rênes monétaires en été 1988. Le passage à une politique plus rigoureuse n'a cependant pas entraîné une hausse immédiate des taux d'intérêt en Suisse. La Banque nationale a eu quelque peine à adap-

ter l'offre de monnaie centrale au recul que la demande d'avoirs en comptes de virements enregistrait à la suite de la révision des dispositions sur les liquidités bancaires et du nouveau système de paiements interbancaires SIC. Elle a alors constaté que, pour la politique monétaire, les taux d'intérêt peuvent être des indicateurs complémentaires utiles dans de telles circonstances. A la fin de 1988, la Banque nationale a confirmé le caractère restrictif de sa politique, puisqu'elle a ramené à 2% l'objectif monétaire qu'elle avait porté à 3% un an auparavant.

La Banque nationale était consciente du fait que sa politique monétaire un peu expansionniste pendant les années 1987 et 1988 pouvait menacer la stabilité des prix. L'accélération actuelle du renchérissement n'est cependant pas due uniquement à la politique monétaire. Trois autres facteurs ont également joué un rôle:

- L'essor vigoureux de la conjoncture dans les pays de l'Europe occidentale a engendré une progression rapide des exportations suisses au premier semestre de 1989. Le boom des exportations a accentué les signes de surchauffe conjoncturelle, déjà très nets, au sein de l'économie suisse.
- Au début de 1989, le franc suisse a faibli nettement vis-à-vis du mark allemand et des autres monnaies du SME. Etant donné la politique monétaire suisse des deux années précédentes, il fallait s'attendre à un affaiblissement du franc. Le recul a cependant surpris par son ampleur, et celle-ci ne s'explique pas uniquement par la politique monétaire suisse.
- La forte hausse des prix pétroliers a elle aussi attisé le renchérissement. En Suisse, une augmentation des prix pétroliers se répercute presque immédiatement sur l'indice des prix à la consommation.

Dans les premiers mois de 1989 déjà, la Banque nationale a estimé que, pour maîtriser la hausse menaçante du renchérissement, sa politique monétaire devait être plus rigoureuse que l'objectif de 2%. Aussi, en moyenne de l'année 1989, la

monnaie centrale dessaisonnalisée sera-t-elle inférieure d'environ 2% à son niveau du quatrième trimestre de 1988. L'écart par rapport à l'objectif, qui atteint quelque 4 points de pourcentage, ne s'explique toutefois que pour moitié approximativement par le resserrement de la politique monétaire au début de 1989. Le solde est dû à la nouvelle diminution que la demande d'avoirs en comptes de virements a enregistrée à la suite des deux innovations susmentionnées. L'introduction du taux lombard flottant, en mai 1989, a contribué à renforcer l'efficacité de la politique monétaire suisse.

## 2. La politique monétaire en 1990

Le renchérissement ayant passé en Suisse à plus de 4% au cours de l'année 1989, la Banque nationale n'a pas d'autre choix que de poursuivre, en 1990, sa politique monétaire restrictive. Fondamentalement, limiter à 2% l'augmentation de la monnaie centrale devrait permettre de stabiliser le niveau des prix dans la moyenne période. C'est pourquoi la Banque nationale s'est fixé comme objectif monétaire pour 1990 une croissance une fois encore de 2% de la monnaie centrale dessaisonnalisée. En 1990, les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse devraient par conséquent se maintenir au niveau élevé qu'elles atteignent actuellement ou même augmenter encore légèrement.

La Banque nationale estime que la progression du produit intérieur brut réel s'inscrira à un peu plus de 2%, du quatrième trimestre de 1989 au même trimestre de 1990, et que le renchérissement diminuera, pendant cette période, à quelque 3%. La croissance réelle et le renchérissement devraient entraîner une hausse de 3 à 4%, en données corrigées des variations saisonnières, de la demande de monnaie centrale. Toutefois, la demande de monnaie ne dépend pas uniquement de la production et du niveau des prix. L'évolution des taux d'intérêt influe également sur elle. La circulation des billets réagissant, au contraire des avoires en comptes de virements, avec un certain décalage aux variations des taux d'intérêt, l'augmentation de la demande de monnaie centrale s'inscrira en 1990 probablement au-dessous de 3 à 4%, du fait de la hausse des taux

d'intérêt en 1989. La Banque nationale s'attend néanmoins à une progression de plus de 2% de la demande de monnaie centrale. Une marge pour un repli des taux d'intérêt ne devrait pas encore apparaître. La politique monétaire restera par conséquent restrictive.

L'objectif monétaire de 2% repose sur l'hypothèse que la demande d'avoirs en comptes en virements se stabilisera en 1990. Bien que les banques aient adapté pour l'essentiel leurs avoires en comptes de virements aux nouvelles dispositions sur les liquidités bancaires et au SIC, il est possible que ces deux innovations influent encore, en 1990, sur la demande de monnaie centrale. Pour cette raison, la Banque nationale utilisera, en 1990 également, les rémunérations servies sur le marché suisse de l'argent comme indicateurs complémentaires de la politique monétaire. Au besoin, elle adaptera l'offre de monnaie centrale aux déplacements inattendus de la demande.

La Banque nationale s'attend à une baisse des taux d'intérêt à court terme uniquement si le renchérissement et la conjoncture fléchissent en Suisse davantage que prévu. Les premiers signes d'un ralentissement de l'expansion sont perceptibles au sein de l'économie suisse. La croissance faiblira probablement avant tout dans le domaine des investissements en constructions et en biens d'équipement. La consommation privée, principale composante de la demande de biens et de services, devrait en revanche augmenter encore nettement en 1990. De plus, la bonne conjoncture à l'étranger continuera à influencer favorablement sur la situation économique en Suisse. Il ne faut en tout cas pas s'attendre à un affaiblissement sensible des impulsions conjoncturelles en Suisse avant le second semestre de 1990.

En outre, on ne peut exclure que des influences venant de l'étranger continuent à attiser le renchérissement. Pour la politique monétaire, la tendance à l'effritement que le franc suisse marque depuis le milieu de 1988 face au mark allemand et aux autres monnaies du SME est tout particulièrement indésirable. La Banque nationale ne tolérera pas des mouvements extrêmes des cours de change et adaptera sa politique monétaire si la situation sur le marché des changes l'exige.

## La politica monetaria della Banca nazionale nel 1989 e nel 1990

Per il 1990, la Direzione generale della Banca nazionale svizzera, d'intesa con il Consiglio federale, ha fissato di nuovo al 2 per cento l'obiettivo di crescita monetaria. Il livello medio della base monetaria depurata dalla componente stagionale durante il quarto trimestre 1989 costituisce la base di calcolo per la sua crescita nel 1990. Come precedentemente, l'obiettivo monetario ha il carattere di linea direttrice.

### 1. Sguardo retrospettivo sulla politica monetaria degli scorsi due anni

Dalla primavera 1987 all'autunno 1988, la Banca nazionale condusse una politica monetaria lievemente espansiva. Questo è da ricondurre a due motivi. In primo luogo, tenne conto della situazione dei tassi di cambio. Fino all'inizio del 1988, il franco svizzero, unitamente a altre valute, si apprezzò in continuazione nei confronti del dollaro americano. Mostrò una tendenza al rialzo anche rispetto al marco e alle altre monete dello SME, in particolare verso la fine dell'autunno 1987. Il rafforzamento del franco minacciava di recare pregiudizio alla competitività internazionale dell'industria svizzera. D'altro lato, la Banca nazionale reagì al crollo dei mercati azionari dell'ottobre 1987. Nel periodo successivo alla cospicua caduta delle quotazioni azionarie, la diffusione del pessimismo in riguardo delle prospettive congiunturali indusse la Banca nazionale – analogamente a altre banche centrali – a allentare di nuovo leggermente la politica monetaria. Per conseguenza, nel 1987 e nel 1988, l'espansione della base monetaria superò il livello in sintonia con la stabilità dei prezzi a medio termine.

Nell'estate del 1988, si moltiplicarono gli indizi che la crescita dell'economia mondiale potesse risultare più vigorosa di quanto si fosse supposto immediatamente dopo il crollo di borsa. Nell'Europa occidentale subentrò una fase di espansione congiunturale. La Banca nazionale decise di irrigidire la propria politica monetaria. Nonostante questo inasprimento, non si manifestò un aumento immediato dei tassi d'interesse dome-

stici. La Banca nazionale incontrò difficoltà a aggiustare l'offerta di moneta alla riduzione della domanda di disponibilità in conto giro, prodotta dalla revisione delle prescrizioni sulle liquidità bancarie e dal nuovo sistema di pagamenti interbancari SIC. Sperimentò che in simili situazioni i tassi d'interesse del mercato monetario si dimostrano validi indicatori supplementari della politica monetaria. Alla fine del 1988, la Banca nazionale adottò un orientamento più restrittivo della politica monetaria, riducendo nuovamente al 2 per cento l'obiettivo d'espansione monetaria che, un anno prima, era stato aumentato al 3 per cento. La Banca nazionale era consapevole che l'orientamento monetario lievemente più espansivo degli anni 1987 e 1988 avrebbe potuto compromettere la stabilità dei prezzi. Tuttavia, l'attuale accelerazione del rincaro non fu determinata unicamente dalla politica monetaria. Tre fattori addizionali concorsero a causarla:

- la vigorosa dinamica congiunturale nell'Europa occidentale provocò una rapida espansione delle esportazioni svizzere, durante la prima metà del 1989. L'esplosione delle esportazioni accentuò il già marcato surriscaldamento dell'economia svizzera;
- all'inizio del 1989, il franco si deprezzò notevolmente nei confronti del marco e delle altre monete dello SME. In seguito all'allentamento della politica monetaria nel corso dei due anni precedenti, un indebolimento del franco era prevedibile. Ciononostante, la dimensione del deprezzamento fu sorprendente e non può essere spiegata solo con la politica monetaria svizzera;
- il massiccio aumento dei prezzi prodotti petroliferi, che in Svizzera si ripercuote quasi immediatamente sull'indice dei prezzi al consumo, contribuì a accelerare l'inflazione.

La Banca nazionale si rese conto, fin dai primi mesi del 1989, della necessità di conferire un orientamento maggiormente restrittivo alla propria politica monetaria, rispetto all'obiettivo previsto del 2 per cento, per contrastare l'aumento delle spinte inflazionistiche. Per questo motivo,

nel 1989, la base monetaria destagionalizzata dovrebbe risultare inferiore di circa il 2 per cento, in media annuale, al suo livello del quarto trimestre 1988. Tuttavia, solo la metà circa dello scarto negativo di quattro punti rispetto all'obiettivo rispecchia l'inasprimento addizionale della politica monetaria, operato all'inizio del 1989. La parte residua è imputabile a un'ulteriore contrazione della domanda di disponibilità in conto giro, manifestatasi in conseguenza delle due innovazioni sul mercato finanziario svizzero, menzionate precedentemente. L'introduzione del tasso lombardo flessibile nel maggio 1989 ha pure contribuito a rafforzare l'efficacia della politica monetaria.

## 2. La politica monetaria nel 1990

L'aumento del rincaro svizzero oltre il 4 per cento nel corso del 1989, non lascia altra scelta alla BNS che mantenere la propria politica monetaria restrittiva anche nel 1990. In linea di massima, un aumento limitato al 2 per cento della base monetaria, dovrebbe essere sufficiente per stabilizzare a medio termine il livello dei prezzi. Per questo motivo, la Banca nazionale ha deciso di fissare l'obiettivo di crescita della base monetaria destagionalizzata per il 1990 di nuovo al 2 per cento. Per conseguenza, i tassi del mercato monetario domestico dovrebbero continuare a situarsi attorno al loro elevato livello attuale o addirittura salire ancora un poco.

La Banca nazionale stima al 2 per cento la crescita del prodotto interno lordo dal quarto trimestre 1989 al quarto trimestre 1990. Nello stesso tempo, il rincaro dovrebbe decelerare al 3 per cento. La crescita reale e il rincaro dovrebbero provocare un'espansione della domanda di moneta centrale di circa il 3-4 per cento, in termini destagionalizzati. In realtà, la domanda di moneta non dipende unicamente dalla produzione e dal livello dei prezzi, ma pure dall'evoluzione dei tassi d'interesse. Poiché le banconote in circolazione, a differenza delle disponibilità in conto giro, reagiscono con ritardo alle variazioni dei tassi d'interesse, nel 1990 l'espansione della domanda di base monetaria, in seguito all'aumento dei tassi d'interesse registrato nel 1989, dovrebbe risultare inferiore al 3-4 per cento. La Banca nazionale prevede tuttavia che la domanda di base

monetaria aumenti oltre il 2 per cento. Non dovrebbe esistere un margine di manovra sufficiente per consentire una diminuzione dei tassi d'interesse. Viene così mantenuto l'indirizzo restrittivo della politica monetaria.

L'obiettivo monetario del 2 per cento si fonda sull'ipotesi di una stabilizzazione della domanda di averi in conto giro nel 1990. Sebbene le banche abbiano già ampiamente adattato i loro averi in conto giro alle nuove prescrizioni sulle liquidità e al SIC, è possibile che queste innovazioni continuino a influenzare la domanda di base monetaria nel 1990. Per questo motivo, i tassi d'interesse del mercato monetario domestico saranno presi in considerazione quale indicatore monetario addizionale anche nel prossimo anno. La Banca nazionale – se necessario – adatterà l'offerta di base monetaria alle dislocazioni inattese della domanda.

La Banca nazionale prevede una diminuzione dei tassi del mercato monetario solo qualora il rincaro e la congiuntura risultassero più deboli del previsto. I primi sintomi di un rallentamento della crescita economica sono già distinguibili. Verosimilmente, sarà principalmente l'incremento degli investimenti in costruzioni e in attrezzature a ridursi. Il consumo privato, componente principale della domanda globale di beni e servizi, dovrebbe al contrario espandersi in modo evidente anche nel 1990. Inoltre, la favorevole congiuntura estera dovrebbe continuare a esercitare un influsso positivo sulla crescita economica svizzera. Solo nella seconda metà del 1990, si potrà contare su un contenimento delle tendenze congiunturali ascensionali in ambito nazionale.

L'eventualità di un ravvimento del rincaro indotto da pressioni di origine esterna non è tuttavia da escludere. L'ininterrotta debolezza del franco svizzero, dalla metà del 1988, nei confronti del marco tedesco e delle restanti monete dello SME risulta particolarmente indesiderata per ragioni di politica monetaria. La Banca nazionale non permetterà fluttuazioni estreme del tasso di cambio e, se le condizioni sul mercato dei cambi lo richiedessero, aggiusterà di conseguenza la propria politica monetaria.

## The monetary policy of the Swiss National Bank in 1989 and 1990

---

In agreement with the Federal Government, the Governing Board of the Swiss National Bank has decided to again set the money supply target at 2 per cent for 1990. The expansion of the seasonally adjusted monetary base in 1990 is calculated on the basis of the average level attained in the fourth quarter of 1989. The money supply target is again meant as a guideline.

### 1. Monetary policy review of the last two years

Between spring 1987 and autumn 1988 the Swiss National Bank implemented a somewhat expansionary policy. The reasons for this are twofold. On the one hand, the Swiss National Bank duly took account of the exchange rate situation. Both the Swiss franc as well as other currencies appreciated steadily vis-a-vis the US dollar until the beginning of 1988. The Swiss franc also showed a rising trend against the D-mark and the other EMS-currencies, a trend that became particularly pronounced in late autumn 1987. The strength of the Swiss currency posed a threat for the international competitiveness of Swiss industry. On the other hand, the Swiss National Bank reacted to the stock market crash of October 1987. After the collapse of share prices general pessimism with regard to the economy became widespread and this induced the Swiss National Bank – as other central banks – to further relax monetary policy somewhat. Consequently, the expansion of the monetary base in 1987 and 1988 exceeded the level conducive to price stability in the medium term.

In summer 1988, however, the signs increased that the world economy was set to grow more vigorously than had been expected after the stock market crash. Western Europe even experienced a regular upswing. The Swiss National Bank therefore decided, in summer 1988, to tighten the monetary reins. This increased restrictiveness, however, did not immediately trigger a rise in domestic interest rates. The Swiss National Bank found it difficult to adjust the supply of central bank money to the declining demand for sight de-

posits brought about by the banks' revised liquidity requirements and the new interbank payment system SIC. It recognised that in such situations money market rates can be useful additional monetary policy indicators. At the end of 1988 the Swiss National Bank reaffirmed its restrictive monetary policy by lowering its money supply target to 2% after having raised it to 3% a year earlier.

The Swiss National Bank was aware that the rather expansionary course pursued in 1987 and 1988 could jeopardise price stability. Aside from monetary policy, however, three further factors contributed to the current rise in inflation:

- The vigorous economic upswing in western Europe led to a rapid surge in Swiss exports in the first half of 1989. The export boom intensified the symptoms of overheating, which are already conspicuous in the Swiss economy.
- At the start of 1989 the Swiss franc declined markedly vis-a-vis the D-mark and the other EMS currencies. As a result of the fairly relaxed monetary policy pursued in Switzerland in the previous two years a weakening of the Swiss currency was to be expected. The extent of the decline, however, was clearly a surprise and cannot be explained solely by Swiss monetary policy.
- The massive increase in the price of oil, which in Switzerland impacts almost immediately on the consumer price index, provided a further boost to inflation.

Already in the first few months of 1989 the Swiss National Bank came to the conclusion that it would have to tighten its monetary policy vis-a-vis the 2% target in order to ward off the threat of rising inflation. On an annual average the adjusted monetary base in 1989 is thus expected to fall short of the level recorded in the fourth quarter of 1988 by 2%. Only about half the shortfall of approximately four percentage points, however, was caused by the renewed tightening of monetary policy at the beginning of 1989. The rest is due to a further decline in demand for sight

deposits resulting from the two above-mentioned innovations in the Swiss financial market. The introduction of a floating Lombard rate in May 1989 also helped to enhance the effectiveness of Swiss monetary policy.

## 2. Monetary policy in 1990

Since the Swiss inflation rate climbed to over 4% in the course of 1989 the Swiss National Bank has no other option but to continue implementing a restrictive monetary policy in 1990. In principle, an expansion of the monetary base limited to 2% should be adequate for stabilising the price level in the medium term. The Swiss National Bank therefore decided to again set the growth target for the adjusted monetary base at 2% for 1990. Consequently, domestic money market rates will remain at the present high level, or even move up slightly, in 1990.

According to estimates of the Swiss National Bank, real gross domestic product will grow by a good 2% between the fourth quarter of 1989 and the fourth quarter of 1990 while the inflation rate during the same period is expected to drop to no less than 3%. Real growth and inflation are likely to boost demand for central bank money – on a seasonally adjusted basis – by 3% to 4%. Certainly, money demand does not depend solely on production and the price level, but also on interest rate developments. Since, in contrast to sight deposits, note circulation reacts to adjustments in the interest rate with a time lag, demand for central bank money in 1990 is likely to increase by less than 3% – 4% as a result of the rise in interest rates in 1989. Nevertheless, the Swiss National Bank is anticipating an increase of more than 2% in demand for central bank money. A decline in interest rates does not yet seem imminent. Monetary policy will therefore continue to be restrictive.

A money supply target of 2% is, of course, only appropriate if demand for sight deposits actually stabilises in 1990. Even though the banks have largely brought their sight deposits in line with the new liquidity requirements and SIC, it is quite possible that these two innovations will still influence demand for central bank money in 1990.

For this reason, the Swiss National Bank will also take domestic money market rates into account as additional monetary indicators in 1990. If necessary, it will adjust the supply of central bank money to sudden shifts in demand.

The Swiss National Bank only anticipates a fall in money market rates if domestic inflation and economic activity decline more markedly than now seems likely. First indications of a slowdown in the growth of the Swiss economy are perceivable. There is a strong possibility that in particular the growth of capital expenditure on equipment and on building as well as on residential construction will slacken. Private consumption, the major component of overall demand for goods and services, on the other hand, will probably again increase appreciably in 1990. Moreover, the international economic situation, which continues to be favourable, should exert a positive influence on economic growth in Switzerland. At all events, the upward trend observable in Switzerland will hardly lose momentum before the second half of 1990.

In addition, it cannot be ruled out that domestic inflation will be further exacerbated by the effects of foreign trade. The sustained weak trends, since mid-1988, of the Swiss franc vis-a-vis the D-mark and the other EMS currencies is particularly undesirable from a monetary policy point of view. The Swiss National Bank will not tolerate extreme exchange rate fluctuations and will accordingly adjust its monetary policy if developments in the foreign exchange market warrant this.

# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 15. Dezember 1989\*

## A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

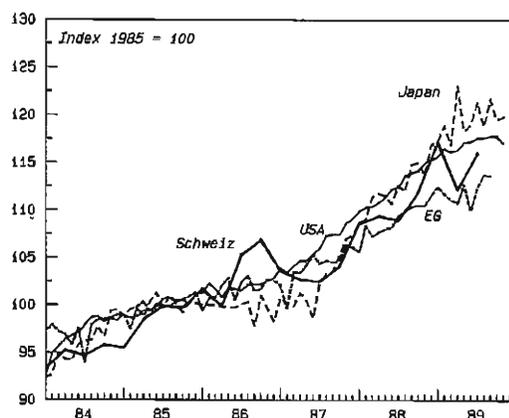
### 1. Überblick

#### Konjunktorentwicklung

Im dritten Quartal 1989 verstärkten sich die konjunkturellen Unterschiede zwischen den Vereinigten Staaten und Grossbritannien einerseits sowie den kontinentaleuropäischen Industrieländern und Japan anderseits. Während sich das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten auf dem Niveau der Vorquartale stabilisierte und die britische Wirtschaft Zeichen einer weiteren Wachstumsverlangsamung erkennen liess, hielt der Aufschwung in den übrigen grossen Industrieländern unverändert an. Besonders robust war die Konjunktur in der Bundesrepublik Deutschland und in Japan. Während in Japan die stärksten Impulse vom privaten Konsum ausgingen, bildeten in der Bundesrepublik Deutschland sowie in den meisten übrigen europäischen Industrieländern die lebhaftere Auslandnachfrage und die Investitionstätigkeit die wichtigsten Konjunkturstützen. Infolge der hohen Kapazitätsauslastung in der Industrie und der kräftig steigenden Bestellungen nahmen in den europäischen Ländern erneut die Ausrüstungsinvestitionen besonders stark zu.

Für das Jahr 1990 rechnet die OECD mit einem etwas schwächeren Wirtschaftswachstum im OECD-Raum, da die meisten Industrieländer ihre Geldpolitik im Jahre 1989 strafften. Der damit verbundene Anstieg des Zinsniveaus dürfte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im kommenden Jahr dämpfen. In den kontinentaleuropäischen Ländern – besonders in der Bundesrepublik

**Grafik 1: Industrielle Produktion**



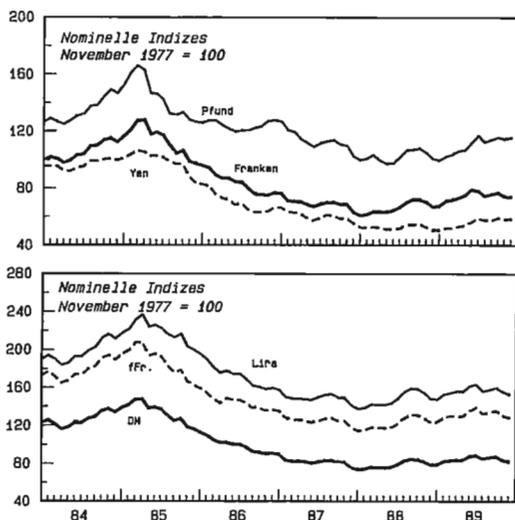
Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

Deutschland – bleiben die konjunkturellen Aussichten aber günstig. Die deutsche Wirtschaft dürfte dabei nicht zuletzt von der politischen und wirtschaftlichen Öffnung der Oststaaten sowie von den auf Anfang 1990 geplanten Steuersenkungen weitere Impulse erhalten. Dagegen ist in Grossbritannien mit einer Abkühlung der Konjunktur und in den Vereinigten Staaten mit einem nur mässigen Wirtschaftswachstum zu rechnen.

Die Beschäftigung nahm in den meisten Industrieländern im dritten Quartal erneut zu. In den Vereinigten Staaten blieb der Zuwachs allerdings bescheiden, so dass die Arbeitslosenquote nicht mehr weiter sank. Unter dem Einfluss der günstigen Konjunktur verbesserte sich die Situation auf dem Arbeitsmarkt in Europa. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote der EG-Länder sank von 9,3% im Januar auf 8,9% im August. Die Zahl der Arbeitslosen ging in der Bundesrepublik Deutschland und in Grossbritannien am stärksten zurück. In Frankreich stieg die Beschäftigung zwar ebenfalls, doch wirkte sich dies auf die Zahl der Arbeitslosen kaum aus.

\* Der Bericht wurde Mitte November abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im August, September und Oktober 1989 bekannt wurden.

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



Im dritten Quartal liess die Teuerung in fast allen OECD-Ländern nach, und die durchschnittliche Jahresteuersatzrate sank von 5,3% im Mai auf 5,0% im September. Dieser Rückgang war jedoch vor allem auf die bis zum Juli stark sinkenden Erdölpreise zurückzuführen und bedeutet noch keine Wende zu tieferen Inflationsraten. Inzwischen zogen die Ölpreise wieder markant an, so dass die Teuerungsraten wieder steigen dürften.

Das Ungleichgewicht im Aussenhandel zwischen den Vereinigten Staaten sowie Japan und den europäischen Ländern konnte im dritten Quartal weiter abgebaut werden. Dagegen nahm das Defizit der amerikanischen Handelsbilanz gegenüber den übrigen Handelspartnern wieder zu. Insgesamt erhöhte es sich gegenüber dem Vorquartal leicht. In Europa vergrösserte sich der Handels- und Leistungsbilanzüberschuss der Bundesrepublik Deutschland weiter, während die Fehlbeträge der französischen und der britischen Leistungsbilanz stiegen.

Zwei Jahre nach dem Börsenkrach vom Oktober 1987 kam es am 13. Oktober an der New Yorker Aktienbörse wieder zu einem scharfen Kurseinbruch. Kurz vor Börsenschluss fiel der Dow-Jo-

nes Index für Industriewerte um 7%. Die Turbulenzen an der Wall Street zogen auch die europäischen Aktienmärkte in Mitleidenschaft; besonders heftig reagierten die Börsen in Zürich, Frankfurt und London. Bemerkenswert stabil blieb dagegen die Börse von Tokio. Als Ursachen für den Kursrückgang, der auf eine ausgeprägte Aktienhausse folgte, sind die zunehmende Skepsis gegenüber gewissen Finanzpraktiken und Innovationen sowie Unsicherheit über die Geld- und Währungspolitik wichtiger Länder zu nennen.

### **Wirtschaftspolitik**

Im dritten Quartal verschärften die meisten europäischen Industrieländer sowie Japan ihren geldpolitischen Kurs, um der Inflationsgefahr verstärkt entgegenzuwirken. Am 5. Oktober erhöhte die Deutsche Bundesbank, gefolgt von den meisten übrigen europäischen Zentralbanken einschliesslich der Schweizerischen Nationalbank, ihre Leitzinsen. Es handelte sich dabei in den meisten Ländern um die vierte Satzerhöhung seit Anfang des Jahres. Eine Woche später hob auch die Bank von Japan ihren Diskontsatz an, während die amerikanischen Währungsbehörden nach dem Börsensturz einen leichten Rückgang der kurzfristigen Zinssätze zulieszen.

Die Finanzpolitik der OECD-Länder für 1990 widerspiegelt weiterhin das Bestreben, das Wachstum der Staatsausgaben einzudämmen und die Staatsdefizite zu verringern. Eine Reihe von Ländern, darunter die Bundesrepublik Deutschland und Frankreich sehen indessen auch Steuererleichterungen vor. Das gesamte Defizit der Staatshaushalte der OECD-Länder dürfte in Prozenten des Bruttosozialproduktes nochmals sinken.

### **Devisenmarkt**

In den vier Monaten von August bis November stieg der Kurs des amerikanischen Dollars gegenüber dem Schweizer Franken, dem japanischen Yen und dem britischen Pfund, während er gegenüber der D-Mark, dem französischen Franken und der italienischen Lira sank. Am stärksten

fiel die Höherbewertung mit 6,1% gegenüber dem britischen Pfund aus. Um den Anstieg des Dollarkurses zu bremsen, intervenierten die Zentralbanken der grossen Industrieländer – vor allem die Bank von Japan sowie die amerikanischen Währungsbehörden – Ende September während mehrerer Tage in grossem Umfang an den Devisenmärkten. Eine Trendwende setzte jedoch erst Mitte Oktober – nach dem Kurseinbruch an der New Yorker Börse – ein. Während die meisten europäischen Währungen gegenüber dem Dollar erstarkten, verlor das britische Pfund nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber den europäischen Währungen weiter an Wert.

Im Vorjahresvergleich wurde der amerikanische Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen höher bewertet. Die Höherbewertung fiel gegenüber dem japanischen Yen mit 10,0% am grössten aus. Gegenüber der D-Mark und dem britischen Pfund betrug sie 3,6% bzw. 8,6%.

Auf handelsgewichteter Basis lag der Kurs des Dollars im dritten Quartal sowohl nominal als auch real 0,8% höher als vor Jahresfrist. Demgegenüber sanken die handelsgewichteten nominalen und realen Kurse des Yen (6,7%, 8,9%), der D-Mark (0,2%, 2,1%) und des Schweizer Francs (3,3%, 4,7%) unter den entsprechenden Vorjahresstand.

Innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) entstanden in den vier Monaten von August bis November keine nennenswerten Spannungen, da sich die meisten EWS-Währungen ungefähr gleich stark gegenüber dem amerikanischen Dollar abwerteten. Eine Ausnahme bildete die Lira, die gegenüber dem Dollar stärker an Wert verlor. Die Bank von Italien intervenierte in grösserem Umfang auf dem Devisenmarkt, um ihre Währung innerhalb der Bandbreiten des EWS zu halten.

Nach dem Beitritt Spaniens ins EWS vom 19. Juni 1989 wurde die Peseta zusammen mit dem portugiesischen Escudo am 20. September in den Währungskorb der Europäischen Währungseinheit (ECU) aufgenommen; damit sind nun alle EG-Währungen im ECU vertreten. Mit den bereits im Juni festgelegten Gewichten von 5,3% für die

Peseta und von 0,8% für den Escudo wurden am Stichtag die absoluten Währungsbeträge aufgrund der aktuellen Wechselkurse im ECU-Währungskorb neu festgelegt.

### ***Internationale Verschuldungsprobleme***

Ende September fanden in Washington die Jahresversammlungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Weltbank statt; gleichzeitig tagte auch das Interimskomitee, der Beratungsausschuss des IWF. Ein wichtiger Diskussionsgegenstand war die neunte Revision der Quoten. Die Eigenmittelbasis des IWF war letztmals im Jahre 1983 im Rahmen der achten Quotenrevision von 61 Mrd. Sonderziehungsrechten (SZR) auf 90 Mrd. SZR erhöht worden. Über eine erneute Erhöhung der Quoten soll bis Ende März 1990 eine Einigung erzielt werden.

Im dritten Quartal erhöhten die grossen amerikanischen Banken ein weiteres Mal ihre Rückstellungen für Kredite an Entwicklungsländer. Hohe Rückstellungen ermöglichen es den Banken insbesondere, bei Umschuldungsverhandlungen eher für einen Abbau der Schulden oder des Schuldendienstes als die Gewährung neuer Kredite zu optieren. Dies läuft insofern der Absicht des im Frühling 1989 lancierten Brady-Plans zur Lösung des internationalen Schuldenproblems entgegen, als dieser davon ausgegangen war, dass ein Teil der Geschäftsbanken den verschuldeten Ländern neue Finanzmittel zur Verfügung stellen würde; die zusätzlichen Gelder sollten teilweise zur Absicherung des Schuldendienstes verwendet werden.

Im September erhielt Mexiko von den Vereinigten Staaten, den Zentralbanken der Zehnergruppe und Spaniens einen Überbrückungskredit in Höhe von 1,7 Mrd. Dollar. Damit soll die finanzielle Lücke bis zur Auszahlung der zwischen Mexiko und dem IWF sowie der Weltbank Ende Mai bzw. Mitte Juni 1989 vereinbarten Kreditfazilitäten geschlossen werden. Die Schweizerische Nationalbank beteiligte sich an dem über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich koordinierten Teil des Kredits mit einer Substitutionszusage von 20,2 Mio. Dollar. Der Kredit wird wie üblich vom Bund garantiert.

## 2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

### Vereinigte Staaten

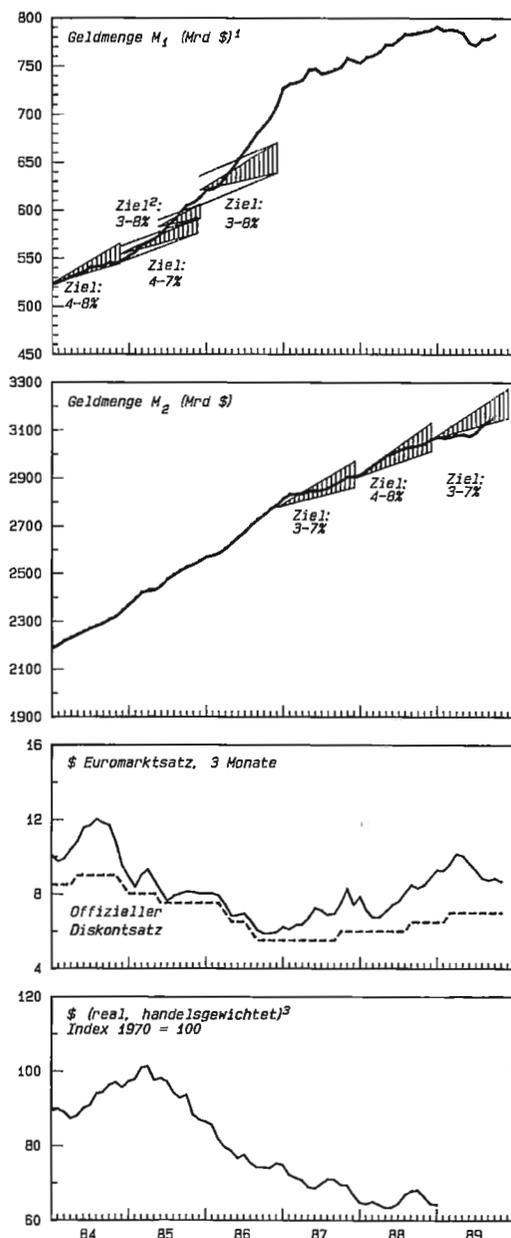
In den Vereinigten Staaten setzte sich das im Vergleich zu den Vorjahren deutlich schwächere Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 1989 fort. Das reale Bruttosozialprodukt nahm saisonbereinigt und auf Jahresbasis hochgerechnet um 2,7% zu (2. Quartal: 2,5%).

Die Anteile der Komponenten des Bruttosozialproduktes änderten sich gegenüber den Vorquartalen. Seit 1986 hatten vor allem die Exporte und die Investitionen hohe, zeitweise zweistellige Zuwachsraten aufgewiesen, während der private Konsum zumindest seit Beginn des Jahres 1989 nur schwach zunahm. Im dritten Quartal stieg der Konsum jedoch wieder mit einer Jahresrate von 6,2%. Die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter nahmen dabei um 13,2% zu. Zum grossen Teil ist dies den höheren Autoverkäufen zuzuschreiben, die wegen des Auslaufens von Rabatten ins dritte Quartal vorgezogen wurden. Auch die Käufe von nichtdauerhaften Konsumgütern und von Dienstleistungen wuchsen deutlich stärker als in den Vorquartalen. Dagegen verlangsamte sich das Wachstum der Investitionen, und deren Struktur veränderte sich. Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen gegenüber dem Vorquartal deutlich langsamer, während die Ausgaben für industriell-gewerbliche Bauten nach dem Rückgang im zweiten Quartal wieder zunahmen. Die Wohnbauinvestitionen sanken zwar weiter, doch deutlich weniger stark als im zweiten Quartal.

Zum erstenmal seit Beginn von 1986 stiegen die realen Exporte von Gütern und Dienstleistungen nur noch wenig, nachdem sie im zweiten Quartal noch um 13% (auf Jahresbasis hochgerechnet) zugenommen hatten. Dafür waren insbesondere die ausgebliebenen brasilianischen Zinszahlungen an amerikanische Banken verantwortlich. Die realen Importe stiegen hingegen um 9,5%.

In der Industrie machten sich Zeichen einer konjunkturellen Abkühlung bemerkbar. Die Industrieproduktion wuchs im dritten Quartal nur noch mit einer Jahresrate von 1,3%, gegenüber 3,4% im zweiten Quartal, die Kapazitätsauslastung fiel

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

leicht von 83,8% auf 83,6% zurück, und die Auftragseingänge und -bestände nahmen ab.

Die Beschäftigung expandierte insgesamt nur noch um durchschnittlich 160'000 Personen pro Monat gegenüber 220'000 im zweiten Quartal und 300'000 Personen im Durchschnitt des Jahres 1988. In der verarbeitenden Industrie bildete sie sich sogar zurück; dennoch blieb die geleistete Überzeit in diesem Sektor hoch. Die Arbeitslosenquote betrug im dritten Quartal 5,2% (2. Quartal: 5,3%).

Nach langen Auseinandersetzungen zwischen dem Präsidenten und dem Kongress konnte Mitte November ein Budgetkompromiss für das Fiskaljahr 1990 gefunden werden. Dieser sieht ein Massnahmenpaket vor, mit dem das Budgetdefizit um insgesamt 14,6 Mia. \$ zusätzlich reduziert werden kann. Mehreinnahmen von 5,6 Mia. \$ aus Steuererhöhungen stehen dabei Ausgabenkürzungen von 4,6 Mia. \$ gegenüber. Das Budgetdefizit sollte damit auf die nach dem Gramm-Rudmann Amendment vorgesehenen 100 Mia. \$ begrenzt werden können.

Die Teuerung ging im dritten Quartal zurück. Im Vorjahresvergleich betrug sie gemessen an den Konsumentenpreisen 4,6% (2. Quartal: 5,2%). Der Rückgang der Erdölpreise fiel besonders ins Gewicht.

Die amerikanische Geldpolitik folgte im dritten Quartal einem weitgehend unveränderten Kurs: Inflationsbekämpfung stand weiterhin an erster Stelle. Die monetären Aggregate  $M_2$  und  $M_3$  wuchsen im Vergleich zum vierten Quartal 1988 auf das Jahr hochgerechnet mit 3,5% bzw. 4,0%. Damit liegt ihr Wachstum innerhalb der Zielvorgaben. Die amerikanische Notenbank sah sich durch das bislang ungebrochene reale Wirtschaftswachstum in ihrer Ansicht bestärkt, dass an der Inflationsbekämpfung ohne bedeutende wirtschaftliche Schäden festgehalten werden kann.

Nach dem starken Kursrückgang an den amerikanischen Börsen ging das Federal Reserve im Oktober und November zu einer leicht expansiveren Offenmarktpolitik über. In der Folge sank die Federal Funds Rate um einen halben Prozent-

punkt. Der seit März beobachtbare Zinsrückgang setzte sich im dritten Quartal bei allen Laufzeiten fort. Im Durchschnitt des dritten Quartals betrug der Zins für langfristige Bundesanleihen 8,2% (2.Quartal: 8,8%).

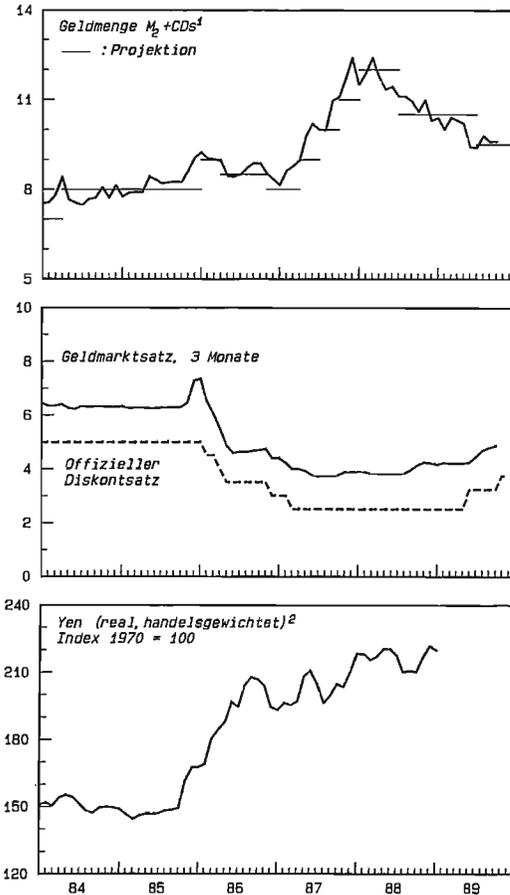
### **Japan**

Nach dem äusserst lebhaften Wirtschaftswachstum zu Beginn des Jahres 1989 kam der Aufschwung im zweiten Quartal vorübergehend ins Stocken. Das reale Bruttosozialprodukt sank auf Jahresbasis hochgerechnet gegenüber dem ersten Quartal um 3,1%, nachdem es sich im ersten Quartal 1989 um 9,6% erhöht hatte. Der Rückgang ist teilweise auf die Abnahme des privaten Konsums zurückzuführen, der im ersten Quartal im Hinblick auf die Einführung der Mehrwertsteuer stark gewachsen war. Zudem verlangsamte sich die Investitionstätigkeit, und die realen Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen gingen leicht zurück.

Im Laufe des dritten Quartals entwickelte der private Konsum neue Dynamik, und die Investitionstätigkeit belebte sich. Besonders stark nahmen die Ausrüstungsinvestitionen in der verarbeitenden Industrie zu. Allerdings scheint sich die leichte Wachstumsverlangsamung der Industrieproduktion zu bestätigen: Im Vorjahresvergleich stieg sie um 6%, gegenüber 7% im Vorquartal und 8% im ersten Quartal. Die Tätigkeit im Baugewerbe verharrte auf einem hohen Niveau, sie wurde vor allem durch die hohen Aufträge der öffentlichen Hand gestützt. Die Beschäftigung stieg im dritten Quartal weiter und die Arbeitslosenrate sank auf 2,2%.

Der Rückgang des in US-Dollars gemessenen Handelsbilanzüberschusses, der bereits im Frühling 1989 eingesetzt hatte, setzte sich in den letzten Sommermonaten fort. Diese Entwicklung ist vor allem auf die nur noch schwach steigenden nominellen Exporte und die Verteuerung der Ölimporte zurückzuführen. Während die Ausfuhren um 3,2% stiegen, erhöhten sich die Einfuhren um mehr als 14,6%. Der nominale Handelsbilanzüberschuss betrug im dritten Quartal gemäss provisorischen Schätzungen saisonbereinigt 17,9 Mrd. Dollar. Er lag damit rund 20% unter dem

**Grafik 4: Japan**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

entsprechenden Vorjahresniveau. Der Überschuss der Ertragsbilanz belief sich auf 13,2 Mrd. Dollar, gegenüber 18,4 Mrd. Dollar im dritten Quartal 1988.

Nachdem die Teuerung im Frühjahr merklich angezogen hatte, stabilisierte sie sich im Laufe des Sommers. Die Konsumentenpreise lagen im dritten Quartal 1989 um 2,7% über dem Vorjahresniveau (2. Quartal: 2,8%).

Die Höherbewertung des Dollars, ein anhaltend

starkes Wachstum der Geldmenge  $M_2 + CD$  sowie die Gefahr einer Inflationsbeschleunigung veranlassten die Bank von Japan, im dritten Quartal die Geldpolitik zu straffen. Sie erhöhte den Tagesgeldsatz und den Wechseldiskontsatz, die beiden von ihr kontrollierten Geldmarktsätze. Dazu gab sie den Banken Zeichen, ihre Kreditvergabe zu drosseln. Anfang Oktober hob sie den offiziellen Diskontsatz um einen weiteren halben Prozentpunkt an. Um der Dollarstärke und der spezifischen Yen-Schwäche entgegenzutreten, intervenierte die Bank von Japan im August und September in bedeutendem Umfang am Devisenmarkt. Die Geldmenge  $M_2 + CD$  nahm im dritten Quartal um 9,6% zu. Für das vierte Quartal wurde die Projektion auf 9–10% festgelegt.

**Bundesrepublik Deutschland**

In der Bundesrepublik Deutschland setzte sich das kräftige Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 1989 fort. In zahlreichen Sektoren traten deutliche Anzeichen einer Überhitzung zutage. Da die Deutsche Bundesbank eine Beschleunigung der Inflation befürchtete, erhöhte sie Anfang Oktober ihre Leitzinsen um einen Prozentpunkt.

Im zweiten Quartal nahm das reale Bruttosozialprodukt gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 4,9% zu (1. Quartal: 4,4%). Die Nachfrage aus dem Ausland, vor allem aus den anderen europäischen Ländern, stützte erneut das Wachstum. Die Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen stiegen innerhalb eines Jahres real um mehr als 15% (1. Quartal: +9,9%). Da die Kapazitäten in vielen Branchen voll ausgelastet sind, stimulierte die anhaltende Dynamik der Ausfuhren auch die Investitionstätigkeit. Während sich die realen Ausrüstungsinvestitionen gegenüber dem zweiten Quartal 1988 um 14% erhöhten, wuchsen die Bauinvestitionen mit 5,3% weniger ausgeprägt. Auch der private Konsum belebte sich etwas; er stieg real um 2%, nachdem er in den beiden Vorquartalen jeweils um rund 1,5% zugenommen hatte. Das starke Wirtschaftswachstum widerspiegelte sich in einem kräftig steigenden Importvolumen (+9,7%). Die Einfuhren von Ausrüstungsgütern nahmen besonders stark zu.

Das Wirtschaftsklima blieb im dritten Quartal von Optimismus geprägt. Die Auftragseingänge und -bestände der Industrie erreichten neue Höchstwerte, wobei vor allem die Bestellungen aus dem Ausland hohe Zuwachsraten verzeichneten. Der Auslastungsgrad in der verarbeitenden Industrie erhöhte sich erneut und betrug im September 89,5%, gegenüber knapp 89% im Juni. Demgegenüber nahm der private Konsum nur bescheiden zu; der Detailhandel rechnet jedoch für die nächsten Monate mit einer Belebung der Geschäftstätigkeit.

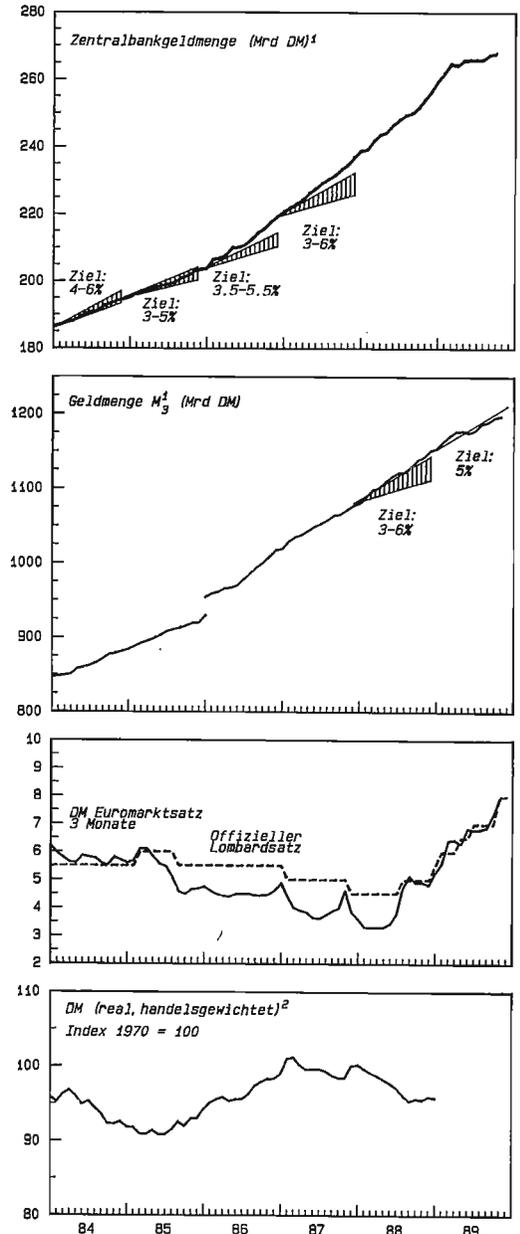
Die Handelsbilanz wies im dritten Quartal einen Überschuss in Höhe von 34,2 Mrd. D-Mark auf. Der kumulierte Überschuss der ersten drei Quartale betrug damit 104,6 Mrd., gegenüber 90,9 Mrd. in der entsprechenden Vorjahresperiode. Infolge hoher Kapitaleinkünfte aus dem Ausland bildete sich zudem das Defizit der Dienstleistungsbilanz stark zurück. Der Überschuss in der Leistungsbilanz belief sich in den ersten neun Monaten auf 76,0 Mrd. D-Mark; er nahm damit gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert um mehr als 30% zu.

In den Sommermonaten ging die Zahl der Arbeitslosen dank der verbesserten Beschäftigungslage weiter zurück. Innerhalb eines Jahres nahm sie um 10% ab, und die Arbeitslosenquote sank auf 7,8% (3. Quartal 1988: 8,8%). Zahlreiche Unternehmen sahen sich einem Mangel an qualifizierten Arbeitskräften gegenüber, und in verschiedenen Industriebranchen werden für Anfang 1990 schwierige Lohnverhandlungen erwartet.

Trotz der Anzeichen einer Überhitzung stabilisierte sich die Jahresteuerrate im dritten Quartal bei 2,8%, gegenüber 2,9% in der Vorperiode. Teuerungsdämpfend wirkten die nur noch mässigen Preissteigerungen bei wichtigen Importgütern. Im Oktober stieg die Teuerungsrate auf 3,2%, teilweise als Folge wieder kräftig steigender Erdölpreise.

Die Deutsche Bundesbank setzte ihre restriktive Geldpolitik im dritten Quartal fort. Am 5. Oktober verschärfte sie ihren Kurs weiter, indem sie den offiziellen Diskont- und den Lombardsatz um je einen Prozentpunkt auf 6% bzw. 8% heraufsetzte. Dies war die vierte Anpassung der Leitzin-

**Grafik 5: Bundesrepublik Deutschland**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

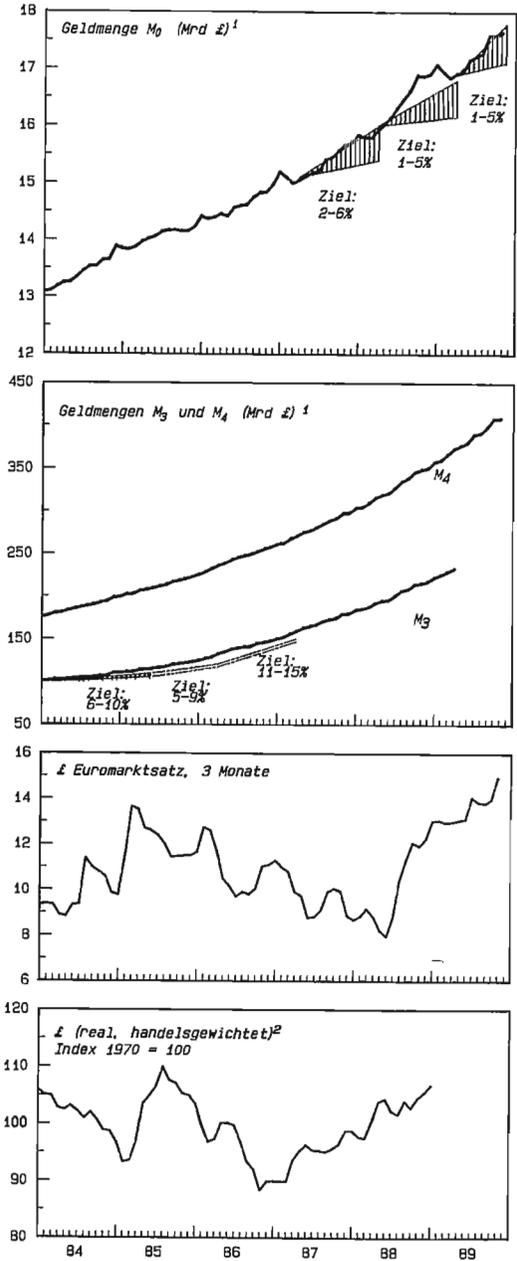
sen im laufenden Jahr; bereits am 20. Januar, am 21. April und am 30. Juni waren beide Sätze um je einen halben Prozentpunkt angehoben worden. Mit der erneuten Erhöhung unterstrich die Bundesbank ihre Entschlossenheit, das Geldmengenwachstum auf das Ziel zu beschränken und die Inflation zu bekämpfen. Mit der straffen Geldpolitik versucht die Bundesbank zudem, eine weitere reale Tieferbewertung der D-Mark zu verhindern. Damit will sie vermeiden, dass die kräftige Exportkonjunktur die Wirkung der inländischen Nachfragebegrenzung unterläuft.

Die monetäre Zielgröße der Bundesbank, die Geldmenge  $M_3$ , nahm im dritten Quartal wieder etwas stärker zu als im Vorquartal. Gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1988) wuchs sie im September mit einer Jahresrate von 4,6% und lag somit immer noch leicht unterhalb des Ziels von 5% (Ende Juni 4,4%). Besonders stark stiegen die kürzerfristigen Termineinlagen, deren Verzinsung attraktiver wurde. Bei praktisch stabilen Renditen am Kapitalmarkt erhöhten sich die Sätze für Dreimonats-Geld von 6,96% im Juni auf 7,36% im September. Diese Entwicklung widerspiegelte den kontinuierlichen Anstieg der Sätze, zu denen die Bundesbank ihre Offenmarktgeschäfte (Wertpapier-Pensionierung) abwickelte.

**Grossbritannien**

In Grossbritannien schwächte sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal 1989 weiter ab. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorquartal lediglich um 0,7% (auf Jahresbasis hochgerechnet) und lag damit um 2,6% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Das langsamere Wachstum ist vor allem auf den schwächeren Lageraufbau und den Rückgang der Anlageinvestitionen zurückzuführen. Betroffen war hauptsächlich der Wohnungsbau, der gegenüber dem zweiten Quartal 1988 real 9,0% einbüsste. Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen zwar weiter zu, doch verlor die Nachfrage auch in diesem Bereich deutlich an Schwung. Dagegen stieg der private Konsum, den die britische Regierung über hohe Zinssätze zu dämpfen versucht, gegenüber dem Vorquartal wieder kräftig (+6,4% auf Jahresbasis hochgerechnet). Die Auftriebskräfte gingen dabei vom

**Grafik 6: Grossbritannien**



<sup>1</sup> Salsonbereinigt; Ziele 1982-1985: Februar bis März des folgenden Jahres; ab 1986: April bis März des folgenden Jahres (Quelle: Bank of England)  
<sup>2</sup> Quelle: OECD

Dienstleistungskonsum aus, während die Käufe dauerhafter Konsumgüter seit dem vierten Quartal 1988 stagnieren. Wie im Vorquartal trugen auch die realen Exporte zum Wachstum bei.

Im dritten Quartal dürfte sich das Wirtschaftswachstum weiter verlangsamt haben. Die privaten Konsumausgaben expandierten weniger stark als im Vorquartal, die Zahl der neubegonnen Bauten sank weiter, und auch die Industrieproduktion (verarbeitendes Gewerbe) wuchs langsamer. Gemäss der Umfrage des britischen Unternehmerverbandes fiel das Geschäftsklima in der Industrie auf den tiefsten Stand seit Oktober 1982. Die Geschäftsaussichten werden nun nicht mehr bloss in den konsumorientierten Branchen, sondern auch im Investitionsgütersektor pessimistisch beurteilt.

Auf dem Arbeitsmarkt, der üblicherweise erst mit Verzögerung der Entwicklung der Produktion folgt, zeigte die konjunkturelle Abschwächung noch keine Folgen. Die Zahl der Arbeitslosen ging im dritten Quartal weiter zurück, und die Arbeitslosenquote sank im September auf den tiefsten Stand seit 1980 (6,0%).

Die durchschnittliche Inflationsrate bildete sich im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht von 8,2% auf 7,7% zurück. Dies dürfte indessen noch kaum eine Trendwende bedeuten, da sich der Lohnauftrieb in letzter Zeit eher noch verstärkt hat.

Hauptsorge der britischen Regierung bildet neben der immer noch hohen Inflation das hartnäckig hohe Leistungsbilanzdefizit. Im dritten Quartal nahmen die Importe sowohl real als auch nominell wieder deutlich stärker zu als die Exporte. Das Defizit der Leistungsbilanz stieg gegenüber dem Vorquartal um 1 Mrd. auf 5,8 Mrd. Pfund. In den ersten drei Quartalen betrug es 15,6 Mrd. und übertraf damit bereits das gesamte Defizit des Vorjahres in Höhe von 14,6 Mrd. Pfund.

Die erneute Verschlechterung der Leistungsbilanz im dritten Quartal brachte das britische Pfund Anfang Oktober unter starken Abwertungsdruck. Um zu verhindern, dass die Tieferbewertung der Währung die Anstrengungen zur Bekämpfung der Inflation unterläuft, verschärfen

die britischen Währungsbehörden ihren geldpolitischen Kurs. Im Anschluss an die Leitzinserhöhung der Deutschen Bundesbank vom 5. Oktober hob die Bank of England ihren Interventionsatz am Geldmarkt an und bewirkte dadurch eine Erhöhung des Basiszinssatzes (Zinssatz, den die Clearingbanken erstklassigen Kunden verrechnen) um einen weiteren Prozentpunkt auf 15%. Ausserdem sollen die Interventionen am Devisenmarkt zur Stützung des Pfundes nur noch dann sterilisiert werden, wenn dies die Währungsbehörden als notwendig erachten. Ferner wird die Bank of England ihre regelmässigen Käufe von langfristigen Staatstiteln (gilts), mit denen sie bis anhin die laufenden Budgetüberschüsse und die wöchentlichen Auktionen von kurzfristigen Staatspapieren neutralisiert hatte, einstellen. Durch die geringere Aktivität der Bank of England am Markt für langfristige Staatspapiere sollen die langfristigen Zinssätze allmählich an die bedeutend höheren kurzfristigen Sätze herangeführt werden.

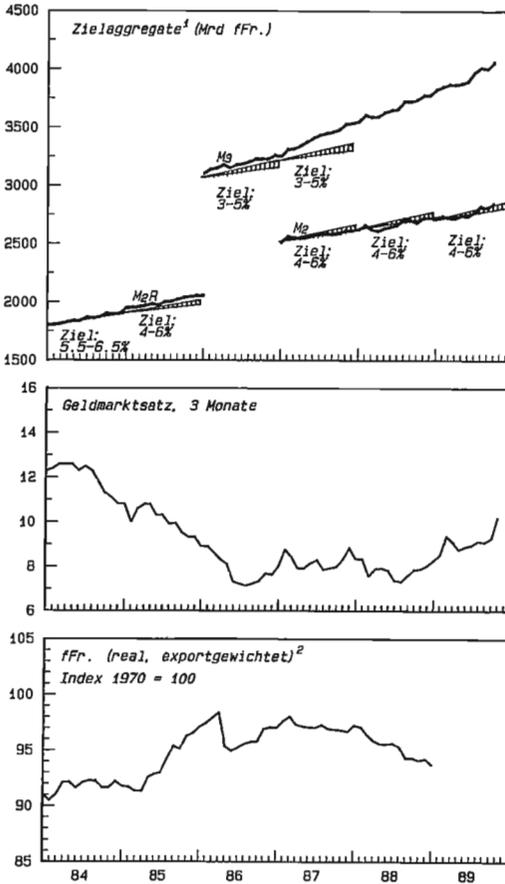
Die Geldmenge  $M_4$  lag im dritten Quartal um 17,2% über dem entsprechenden Vorjahreswert, gegenüber 18,2% im Vorquartal. Die monetäre Basis  $M_0$ , die das britische Schatzamt auch als Indikator der konjunkturellen Entwicklung verwendet, nahm um 5,3% zu. Sie wuchs damit etwas langsamer als im zweiten Quartal, lag aber immer noch leicht über dem Zielkorridor von 1 bis 5%.

### **Frankreich**

Die französische Wirtschaft wuchs auch im zweiten Quartal 1989 kräftig. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 3,4% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Sämtliche Nachfragekomponenten – vor allem aber die Exporte (+9,9%) sowie die Ausrüstungsinvestitionen (+6,3%) – trugen zum Wachstum bei.

Gemäss den jüngsten Konjunkturumfragen hielt der Aufschwung im Sommer an. Im Durchschnitt der Monate Juli und August lag die Industrieproduktion um 4% höher als vor Jahresfrist. Die Auslastung der Kapazitäten bildete sich leicht zurück, da der Kapitalstock in den vorangegangenen Quartalen stark ausgebaut worden war. Für die

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

kommenden Monate rechnen die Unternehmer mit einem beschleunigten Produktionszuwachs, da insbesondere die Aufträge aus dem Ausland weiter zugenommen haben. Auch die Einzelhandelsumsätze belebten sich seit August.

Die Beschäftigungslage verbesserte sich dank der guten Konjunktur. Die Arbeitslosigkeit, die Schwachstelle im französischen Konjunkturbild, verharrte allerdings im dritten Quartal bei 9,5%, dem Stand des Vorquartals. Als besonders

schwierig erweist sich die Wiedereingliederung von schlecht qualifizierten, bereits seit langer Zeit arbeitslosen Arbeitskräften.

Das kräftige Wirtschaftswachstum widerspiegelte sich im Juli und August in einem starken Zuwachs der nominellen Importe, die gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 15,4% zunahm. Da die Exporte etwas schwächer stiegen (13,9%), erhöhte sich das Defizit der Handelsbilanz auf 7,2 Mrd. FF, gegenüber 4,2 Mrd. FF ein Jahr zuvor (provisorische Schätzungen). Die Leistungsbilanz wies einen Fehlbetrag von 3,6 Mrd. FF aus; in den ersten acht Monaten betrug er 11,5 Mrd. FF, gegenüber 6,4 Mrd. in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Im Haushaltsentwurf, den die französische Regierung Anfang Oktober vorlegte, sind für das Jahr 1990 sowohl ein kleineres Haushaltsdefizit als auch Steuererleichterungen vorgesehen. So soll der Steuersatz für reinvestierte Unternehmensgewinne von 39% auf 37% gesenkt werden, um die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen im Hinblick auf den EG-Binnenmarkt 1992 zu steigern. Aus Gründen der Steuerharmonisierung mit der Europäischen Gemeinschaft wird zudem der unter anderem für Autos geltende Höchstsatz der Mehrwertsteuer von 28% auf 25% herabgesetzt. Infolge der günstigen Konjunkturlage rechnet die Regierung trotz der geplanten Steuersenkungen mit einem nominellen Wachstum der Staatseinnahmen um 6,8%. Da sich die nominellen Staatsausgaben mit 5,3% weniger stark ausgedehnt haben, verringert sich das Haushaltsdefizit auf 90,2 Mrd. FF. Im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt beträgt es damit 1,4%, gegenüber 1,7% im laufenden Fiskaljahr.

Infolge der tieferen Erdölpreise bildete sich die Teuerungsrate im dritten Quartal leicht zurück. Der Konsumentenpreisindex erhöhte sich innert Jahresfrist um 3,4%, gegenüber 3,6% im Vorquartal. Dennoch bestehen Befürchtungen, dass hohe Lohnabschlüsse zu einem Wiederaufflackern der Inflation führen.

Das Wachstum der monetären Aggregate beschleunigte sich im dritten Quartal leicht. Auf Jahresbasis hochgerechnet stieg die Geldmenge M<sub>2</sub> gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1989) um

durchschnittlich 4,3%. Erstmals in diesem Jahr lag es damit innerhalb der für 1989 festgelegten Bandbreite von 4 bis 6%.

Die Banque de France erhöhte am 5. Oktober im Rahmen der europäischen Leitzinsrunde ihre Interventionssätze um 3/4-Prozentpunkte. Dadurch stieg der Interventionssatz auf dem Geldmarkt (taux d'appel d'offres) auf 9,5% und der Abgabesatz für Schatzwechsel auf 10,25%. Im Anschluss daran erhöhten die französischen Grossbanken mit Wirkung ab 9. Oktober ihren Basiszinssatz von 10% auf 10,5%. Um das Kreditwachstum zu begrenzen, hob die Banque de France zudem die Mindestreservesätze der Banken auf Sicht- und Termineinlagen um einen halben Prozentpunkt an.

## Italien

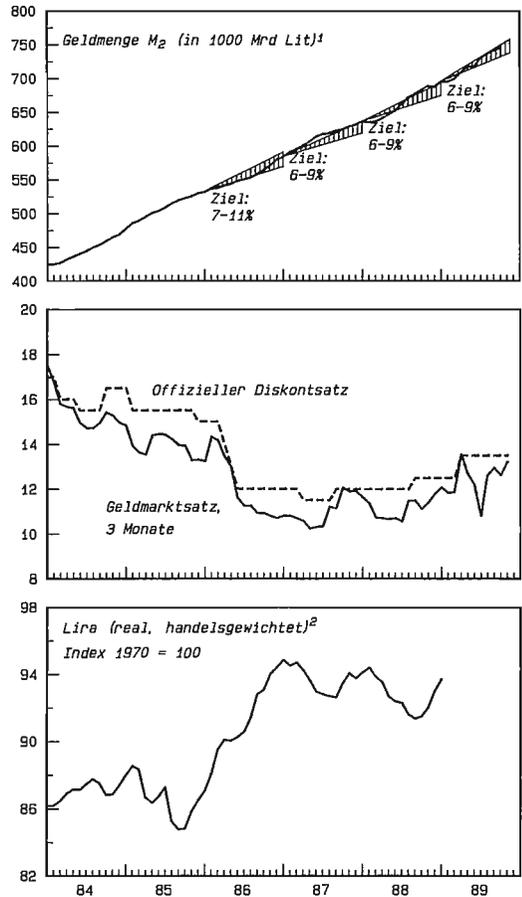
In der seit sechs Jahren expandierenden italienischen Wirtschaft sind die Aufschwungkkräfte weiterhin stark. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg im zweiten Quartal im Vorjahresvergleich um 3,7% (1. Quartal: 3,5%). Der private Konsum nahm mit 4,1% (4,4%) weiterhin überproportional stark zu.

Nachdem der Index der Industrieproduktion im Frühjahr gesunken war, wuchs er im zweiten Quartal langsam und stieg im dritten Quartal stark an. Der Index übertraf im dritten Quartal den Vorjahreswert um 4,5% (2. Quartal: 2,6%). Der Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten stieg derweil auf 82% (2. Quartal: 80%).

Dank des guten Konjunkturklimas sank die Arbeitslosenquote im zweiten Quartal auf 11,9%. Dies ist ihr tiefster Wert seit zehn Jahren. Im Süden lag die Arbeitslosenrate allerdings mit 21,3% fast viermal so hoch wie im Norden (5,8%). Die Gesamtzahl der Beschäftigten wird sich im Laufe dieses Jahres um schätzungsweise 1,3% auf 23,5 Millionen erhöhen.

Der seit letztem Herbst beobachtete Teuerungsschub schwächte sich nicht ab. Im Durchschnitt des dritten Quartals übertraf der Konsumentenpreisindex den Vorjahresstand um 6,8% (2. Quartal: 6,9%).

## Grafik 8: Italien



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

In der Zeit zwischen Dezember 1988 bis September 1989 befand sich die Handelsbilanz ständig im Defizit, da die lebhafte Binnennachfrage zu einem kräftigen Anstieg der Importe führte. Die jüngsten Daten zeigen allerdings, dass die Exporte wieder an Dynamik gewinnen und die Importe nur noch langsam wachsen.

Im Oktober legte die Regierung ihre neues Budget vor. Der vorgelegte Haushaltsplan 1990 sieht ein Budgetdefizit in Höhe von 10,5% des Bruttoinlandprodukts vor. Diese Zielvorgabe gilt allgemein als sehr optimistisch.

Die Banca d'Italia führte ihren bisherigen geldpolitischen Kurs praktisch unverändert weiter. Die Geldmenge  $M_2$  lag im dritten Quartal 10% über ihrem Vorjahreswert. Im gleichen Quartal lag  $M_2$  auf das Jahr hochgerechnet um 8,7% über dem Stand von Ende 1988 und lag damit im Zielkorridor von 6% bis 9%. Im dritten Quartal betragen die kurzfristigen Zinsen 11% und die langfristigen

fast 12%. Die Nachfrage nach Bankkrediten expandierte weiterhin stark. Im Vorjahresvergleich stiegen diese Kredite um 22,3% (2. Quartal: 21,2%). Die italienische Zentralbank nahm an der jüngsten europäischen Leitzinsrunde nicht teil, da sie ihren Diskontsatz im europäischen Vergleich als bereits sehr hoch erachtete.

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

### 1.1 Reales Brutto sozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch b) BIP

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

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

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

	1985	1986	1987	1988	1989					
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	7,1	6,9	6,2	5,5	5,3	5,2	5,2	5,2	5,3	5,3
Japan	2,6	2,8	2,8	2,5	2,3	2,2	2,2	2,3	2,2	
BRD e)	9,3	9,0	8,9	8,7	7,9	7,8	7,9	7,8	7,8	7,8
Grossbritannien b), d)	11,1	11,4	10,2	8,2	6,4	6,1	6,3	6,1	6,0	
Frankreich b)	10,2	10,4	10,5	9,9	9,5	9,5	9,6	9,5	9,5	9,5
Italien b)	10,6	11,0	12,0	12,0	12,1 <sup>c</sup>					
Schweiz	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

b) ausgenommen Schulabgänger c) erster Monat des Quartals d) Berechnungen der OECD  
e) in Prozent der abhängigen Erwerbspersonen

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

	1985	1986	1987	1988a)	1988a)		1989a)			
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	–117,7	–140,6	–154,0	–135,3	–33,7	–32,6	–28,7	–30,7	–31,0	
Japan	49,2	85,8	87,0	79,6	17,1	18,4	20,8	21,5	12,5	13,2
BRD	16,4	39,2	44,8	48,3	14,9	12,1	11,1	16,8	13,7	14,4
Grossbritannien	4,3	0,2	–0,3	–26,1	–5,0	–5,8	–9,8	–7,8	–7,4	
Frankreich	–0,2	2,9	–4,1	–4,2	0,0	–1,1	–3,8	1,6	–1,2	
Italien	–3,7	2,5	–1,0	–4,2	0,3	2,6	–0,1	–	–	
Schweiz b)	5,0	6,9	7,6	8,4	1,6	1,2	1,9	2,7	0,9	1,1

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

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

### 1. Überblick

Das reale Bruttoinlandprodukt stieg im dritten Quartal 1989 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 3,3%. Diese erneut hohe Zuwachsrates der Inlandproduktion deutet auf eine ausgezeichnete Wirtschaftslage hin. Einzelne Komponenten wuchsen jedoch langsamer. Die Konsumausgaben blieben – trotz einer tieferen Zuwachsrates – immer noch hoch und trugen mit den Bauinvestitionen wesentlich zum positiven Ergebnis bei. Dagegen nahmen die Ausrüstungsinvestitionen nicht mehr zu. Auch die realen Güterausfuhren stiegen nur noch um 3,9%; da aber die Dienstleistungsexporte (Tourismus) nach wie vor florierten, verflachte sich das Wachstum der Gesamtausfuhren nur leicht.

Andere Indikatoren deuten auf eine etwas schwächere Konjunktorentwicklung hin: Der Geschäftsgang in der Industrie ging leicht zurück, und im Baugewerbe nahmen die geplanten Bauvorhaben kaum noch zu.

Die anhaltend hohe Inlandproduktion widerspiegelte sich im unverändert angespannten Arbeitsmarkt: Die Zahl der Beschäftigten nahm wiederum zu, und die Arbeitslosenquote verharrte bei 0,5%.

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Jahreststeuerung beschleunigt sich seit Ende des dritten Quartals: Der Preisindex ging im Juli noch zurück, stieg aber seither wegen den hohen Preisaufschlägen beim Heizöl und den gestiegenen Mietzinsen stark (November: 4,4%).

Da die Inflationsgefahr noch nicht gebannt ist, hielt die Nationalbank an ihrer restriktiven Geldpolitik fest. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge sank auf Jahresbasis hochgerechnet von August bis Oktober gegenüber der Basisperiode um 2,1% (2. Quartal: -1,9%). Die Giro Guthaben blieben von Juli bis Oktober praktisch unverändert, während sie im November auf 3,1 Mrd. Franken sanken. Das Wachstum des Notenumlaufs verlangsamte sich.

Die Zinssätze am schweizerischen Geldmarkt folgten bis Anfang Oktober der Entwicklung in Deutschland. Die Zinsen stiegen zwischen Juli und September nochmals deutlich, und die Zinsdifferenz zu den D-Mark-Anlagen sank. Im Oktober weitete sich die Differenz jedoch aus: Während die deutschen Zinssätze stiegen, blieben die schweizerischen Sätze stabil, da die Nationalbank ihre Geldpolitik im Gegensatz zur Deutschen Bundesbank nicht weiter straffte. Sie hob den Diskontsatz Anfang Oktober nur um einen halben Prozentpunkt an, beließ aber das Liquiditätsangebot unverändert.

Die Zinssätze am Kapitalmarkt stiegen ebenfalls. Die Renditedifferenz zu den höher verzinsten Geldmarktanlagen blieb jedoch bestehen. So belief sich die Durchschnittsrendite auf Bundesobligationen Ende Oktober auf 5,41%, nachdem sie Ende Juli noch 5,18% betragen hatte.

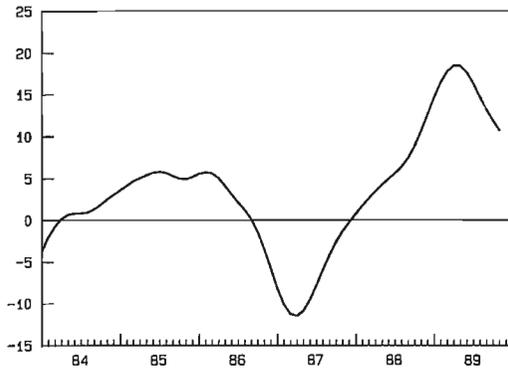
Der Schweizer Franken verlor zwischen Juli und Oktober gegenüber dem amerikanischen Dollar und der D-Mark an Wert. Der reale und exportgewichtete Aussenwert des Frankens lag im dritten Quartal um 4,7% unter dem entsprechenden Vorjahreswert (2. Quartal: -8,9%).

Die Aktienkurse bildeten sich am 13. Oktober 1989 in den Vereinigten Staaten stark zurück. Der Kursrückgang an den europäischen Börsen folgte am 16. Oktober 1989. Einige Börsen stellten den Handel ein, während in der Schweiz alle Kundenaufträge reibungslos abgewickelt wurden.

### 2. Der realwirtschaftliche Bereich

#### *Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion*

Das reale Bruttoinlandprodukt lag im dritten Quartal 1989 um 3,3% über dem Vorjahresniveau. Damit stieg die Inlandproduktion noch kräftiger als im vorangegangenen Quartal (2,8%). Der private Konsum wie die Anlageinvestitionen wuchsen jedoch markant schwächer. Die anteilmässig bedeutenderen Bauinvestitionen expandierten zwar wie schon im letzten Quartal stark und kompensierten teilweise den Rückgang der

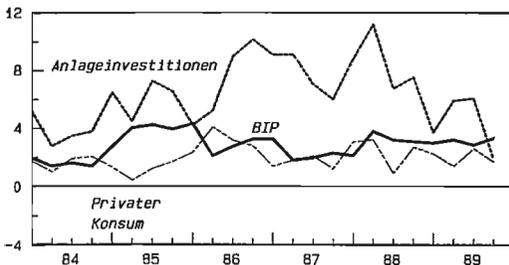
**Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie<sup>1</sup>**

<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

Ausrüstungsinvestitionen. Die Nachfrage aus dem Ausland schwächte sich ab: Die Dienstleistungsexporte nahmen zwar mit 7,7% wiederum stark zu. Sie vermochten aber das verglichen mit den Vorquartalen bedeutend tiefere Wachstum der Warenausfuhren nicht auszugleichen.

Der von der KOF-ETH erhobene Sammelindikator "Geschäftsgang" bestätigt aber die anhaltend gute Wirtschaftslage. Der Indikator sank zwar im dritten Quartal 1989 erstmals seit längerem, da die Industrie einen geringeren Auftragszugang registrierte. Die Unternehmen beurteilen

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

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

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

jedoch den zukünftigen Geschäftsgang angesichts hoher Auftragsbestände und des erwarteten positiven Bestellungseingangs als robust.

Der Kapazitätsauslastungsgrad, der von der KOF-ETH vierteljährlich erhoben wird, sank im dritten Quartal auf knapp 89%, weil die Industrie ihre technischen Kapazitäten ausweiten konnten. Die Auslastung nahm vor allem in der Exportindustrie leicht ab, während sie in den Unternehmen, die für den Binnenmarkt produzieren, unverändert blieb. Die Produktion konnte nochmals gesteigert werden. Der Index der industriellen Produktion lag um 2% über dem entsprechenden Vorjahreswert (2. Quartal: +6%).

### Privater Konsum

Der private Konsum nahm im dritten Quartal 1989 im Vorjahresvergleich real um 1,7% zu. Das Wachstum schwächte sich somit gegenüber dem Vorquartal (2,6%) ab. Die Ausgaben für Dienstleistungen wuchsen jedoch kräftig, während jene für Waren, gemessen an den preisbereinigten Detailhandelsumsätzen, etwas weniger stark zunahm. So stiegen die Ausgaben für Nahrungs- und Genussmittel nur noch geringfügig, während jene für Textil- und Bekleidungsartikel nach einem vorübergehenden Rückgang im Herbst 1988 wieder stiegen. Der Verkauf dauerhafter Konsumgüter expandierte wie bereits im Vorquartal kräftig; der Umsatzanstieg war insbesondere bei Personenwagen hoch. Das Volumen der Konsumgüterimporte stieg mit 2,3% schwächer als im zweiten Quartal (6,3%), wobei die Einfuhren von Nahrungs- und Genussmitteln wie auch von dauerhaften Konsumgütern leicht rückläufig waren. Die gute Konjunkturlage widerspiegelt sich vor allem im starken Dienstleistungskonsum: So hielt unter anderem der Zuwachs der Hotelübernachtungen von Inländern auch im dritten Quartal unvermindert an; die ausserordentlich gute Entwicklung im Tourismus vom ersten Halbjahr setzte sich somit fort.

Die vom Bundesamt für Konjunkturfragen durchgeführte Konsumentenbefragung deutet auf eine weiterhin hohe Konsumneigung hin; sie stieg aber gegenüber dem Vorquartal kaum mehr an. Der Konjunkturtest der KOF-ETH zeigt, dass der

Detailhandel nach wie vor eine gute Nachfrage erwartet, die sich aber auf hohem Niveau stabilisieren wird.

### Investitionen

Die Anlageinvestitionen übertrafen im dritten Quartal 1989 den Vorjahreswert real um 1,9% (2. Quartal: 6,1%). Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen um 2,4% ab (2. Quartal: +6,0%). Dieser Rückgang ist teilweise erhebungstechnisch bedingt, so dass im nächsten Quartal wieder mit einem Zuwachs der Ausrüstungsinvestitionen gerechnet werden kann. Über eine längere Zeit hinweg betrachtet, zeichnet sich aber dennoch eine Abschwächung der Investitionstätigkeit ab. Dieses Bild bestätigt auch die Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller: Der Bestellungseingang schwächte sich im dritten Quartal 1989 ab; er lag allerdings für die ersten drei Quartale 1989 mit 13,8% immer noch wesentlich höher als in der gleichen Zeitspanne des Vorjahres.

Die Bauinvestitionen nahmen gegenüber dem Vorjahresquartal erneut zu (4,7%); die Wachstumsrate lag allerdings unter jener der Vorperiode. Eine vom Schweizerischen Baumeisterverband durchgeführte Umfrage deutet aber auf eine anhaltend rege Bautätigkeit hin: Die Produktion blieb hoch und die Investitionsausgaben expandierten. Der Auftragseingang nahm jedoch –

nach einer schwächeren Zunahme bereits im zweiten Quartal – real um 2% ab; der Bestellungseingang sank im Wohnungsbau um 5% und im gewerblich-industriellen Bau um 4,5%; die schwächere Nachfrage der Unternehmen begann sich bereits im zweiten Quartal abzuzeichnen, nachdem sie im Vorjahr noch kräftig gestiegen war. Für die nächsten Quartale ist jedoch nicht mit einer wesentlichen Abschwächung der Bauinvestitionen zu rechnen, beträgt doch der Arbeitsvorrat weiterhin neun Monate.

### Aussenhandel und Ertragsbilanz

Das Exportwachstum schwächte sich nach einer zweijährigen starken Auftriebsphase im dritten Quartal 1989 ab. Die realen Güterausfuhren nahmen gegenüber dem Vorjahresquartal nur noch um real 3,9% zu, nachdem sie im zweiten Quartal um 10,4% gestiegen waren. Da die exportierten Güter wesentlich teurer wurden (Mittelwertindex + 6,8%), blieb jedoch die Zuwachsrate der nominalen Ausfuhren mit 10,9% hoch. Am stärksten nahmen wie im Vorquartal die Ausfuhren von Konsumgütern zu. Dieses hohe Wachstum beruhte erneut auf der guten Absatzentwicklung in der Uhrenindustrie. Die Exporte von Investitionsgütern, Rohstoffen und Halbfabrikaten wuchsen weniger stark als im Vorquartal, wobei insbesondere die Maschinen- und Elektronikindustrie sowie die Metallindustrie positiv zum Ergebnis beitrugen. Die chemische Industrie wies jedoch

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

	1985	1986	1987	1988	1988			1989		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Import von Investitionsgütern, real <sup>1</sup>	8,7	14,5	10,0	–	–	–	–	7,8	9,0	–1,0
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	– 15,0	3,2	– 13,2	7,5	5,7	– 13,8	18,4	– 30,4	33,1	– 4,4
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	– 2,3	– 1,5	– 16,3	2,1	13,6	– 15,2	18,0	– 1,9	– 20,4	– 8,7
Geplante industrielle Bauten <sup>2</sup>										
Raumvolumen	34,4	21,8	– 0,1	– 15,9	– 32,0	– 0,6	– 15,7	17,7	99,7	37,1
Anzahl Projekte	12,6	5,2	0,1	– 5,0	– 24,0	– 1,0	1,1	– 15,7	49,7	4,9

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

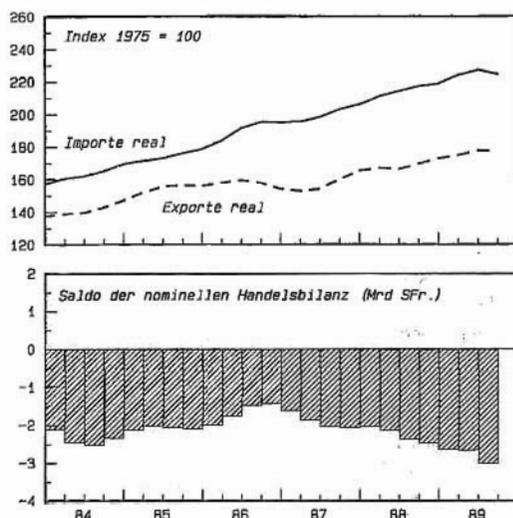
<sup>2</sup> Neu- und Erweiterungsbauten

real wesentlich geringere Ausfuhren auf; dies ist aber möglicherweise auf eine Sortimentsverschiebung zurückzuführen, die die Preisentwicklung überschätzt.

Die nominellen Ausfuhren nach den aussereuropäischen OECD-Ländern wuchsen mit 12,5% weniger ausgeprägt als im Vorquartal (22,1%); insbesondere verlangsamten sich die Lieferungen in die Vereinigten Staaten. Der Exportzuwachs in die EG blieb auch im dritten Quartal 1989 hoch und war regional breit abgestützt; die Ausfuhren in die EFTA-Länder blieben jedoch praktisch unverändert. Ausserhalb der OECD bildete sich der Absatz in die ölexportierenden Länder weiter zurück. Das Exportwachstum in die übrigen Entwicklungsländer sowie in die Staatshandelsländer verflachte sich, nachdem es im Vorquartal überdurchschnittlich hohe Zuwachsraten aufgewiesen hatte.

Die Importe wuchsen ebenfalls langsamer. Die Einfuhren lagen im dritten Quartal 1989 nominell um 9,7% und real um 2,0% über dem Vorjahresstand (2. Quartal: 19,2 bzw. 7,5%). Bemerkenswert hoch blieben die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Dagegen bildeten sich erstmals seit längerem die Importe von Investitionsgütern zurück. Insbesondere sank die Einfuhr von Strassenfahrzeugen, aber auch der Einkauf

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



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

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

von Maschinen und Apparaten schwächte sich markant ab. Die Einfuhren von Energieträgern waren erneut rückläufig.

Der Ertragsbilanzüberschuss verminderte sich im

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

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

a) provisorische Werte

b) Schätzungen des Bundesamtes für Konjunkturforschung (BfK). Wegen der Revision der Zollstatistik sind 1988 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>**

	1986	1987	1988	1988			1989		
				2. Q. a)	3. Q. a)	4. Q. a)	1. Q. *)	2. Q. *)	3. Q. *)
Warenexporte	69,2	69,6	76,5	18,9	18,3	20,9	20,4	22,3	20,6
Spezialhandel (Index I)	67,0	67,5	74,1	18,3	17,8	20,3	19,8	21,7	20,0
Übrige Warenexporte <sup>2</sup>	2,2	2,1	2,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Dienstleistungsexporte	19,9	20,9	21,2	5,0	6,4	4,2	5,9	5,6	7,1
Faktoreinkommen aus dem Ausland <sup>3</sup>	27,0	28,0	30,9	7,6	7,8	7,9	8,8	9,3	9,3
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	2,8	2,8	3,0	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Total Einnahmen	118,9	121,4	131,5	32,2	33,2	33,8	35,8	38,0	37,8
Warenimporte	76,6	78,1	85,4	21,5	20,9	22,9	23,2	26,0	23,6
Spezialhandel (Index I)	73,5	75,2	82,4	20,8	20,2	22,1	22,3	25,1	22,7
Übrige Warenimporte <sup>2</sup>	3,1	3,0	3,0	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8
Dienstleistungsimporte	9,8	10,3	11,4	3,0	4,6	2,2	1,7	3,2	5,0
Faktoreinkommen an das Ausland <sup>3</sup>	15,4	16,6	16,9	4,1	4,3	4,5	5,3	5,7	5,8
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	4,7	5,1	5,5	1,4	1,5	1,3	1,4	1,5	1,6
Total Ausgaben	106,5	110,1	119,2	30,0	31,3	31,0	31,5	36,4	35,9
Saldo der Ertragsbilanz	12,3	11,3	12,3	2,2	1,9	2,8	4,3	1,6	1,9

a) revidiert

\*) 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

dritten Quartal 1989 gegenüber dem Vorjahr geringfügig um 0,1 Mrd. auf 1,8 Mrd. Franken. Die Zunahme des Defizits im Warenverkehr wurde durch einen entsprechend höheren Überschuss im Dienstleistungsverkehr kompensiert. Dabei fielen vor allem die steigenden Einnahmen aus dem Fremdenverkehr und in Form von Bankkommissionen ins Gewicht.

Die Lohnzahlungen an die ausländischen Grenzgänger wuchsen wiederum stärker als die Kapitaleinkommen. Das grössere Defizit bei den unentgeltlichen Übertragungen ans Ausland wurde durch die höhere Zahl ausländischer Arbeitskräfte in der Schweiz verursacht.

Der Überschuss der Ertragsbilanz wird im Jahre 1989 schätzungsweise 9,5 Mrd. Franken betragen (1988: 12,3 Mrd.) Dieser Rückgang ist zum grössten Teil darauf zurückzuführen, dass die Importpreise stärker stiegen als die Exportpreise, während die entsprechenden Export- und Importmengen etwa im gleichen Umfang zunahmen.

### **Beschäftigung und Arbeitsmarkt**

Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal 1989 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode trotz dem angespannten Arbeitsmarkt erneut um 1,4% zu; die Zuwachsrates, die sich im zweiten Quartal 1989 auf 0,6% abgeschwächt hatte, lag nun wieder im Bereich der bisherigen Werte. Diese Wachstumsschwankung ergab sich aber vor allem deshalb, weil in einigen bevölkerungsreichen Kantonen der Eintritt ins Erwerbsleben im Jahre 1989 erstmals nicht im Frühling, sondern im Herbst stattfand. Die Zahl der Beschäftigten nahm im Dienstleistungssektor mit 1,5% am stärksten zu, während sie im Industriesektor und im Baugewerbe um 1,3%, bzw. 1,1% stieg.

Die Zahl der Ganzarbeitslosen sank saisonbereinigt erneut; die Arbeitslosenquote verharrte bei 0,5%. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Vollzeitstellen blieb saisonbereinigt praktisch unverändert. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Nachfrage abgenommen

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

	1985	1986	1987	1988	1989					
					2. Q.	3. Q.	Jul.	Aug.	Sept.	Okt.
Index der Beschäftigten <sup>1</sup>	0,8	1,0	1,2	1,3	0,6	1,4	–	–	–	–
Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>	0,9	0,7	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Ganzarbeitslose <sup>2</sup>	27 025	22 770	21 918	19 524	14 861	13 476	13 751	13 526	13 151	13 401
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	2 133	2 058	4 142	3 948	764	325	325	525	530	287
Offene Vollzeitstellen <sup>3</sup>	7 898	10 734	12 348	13 552	17 510	16 897	16 790	16 770	17 132	17 817

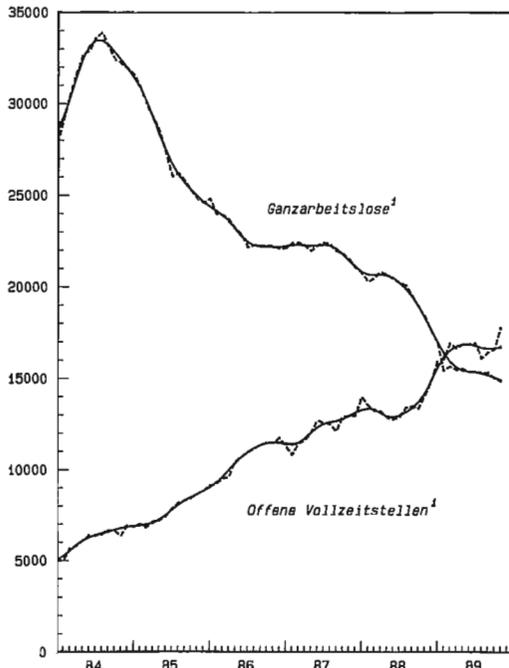
<sup>1</sup> Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

<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

hätte. Die Arbeitgeber versuchten vielmehr, den Mangel an Arbeitskräften mit Überstunden auszugleichen. Dementsprechend sank auch die Zahl der Kurzarbeiter, die sich bereits auf einem sehr tiefen Niveau befand, erneut.

**Grafik 12: Arbeitsmarkt**

<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

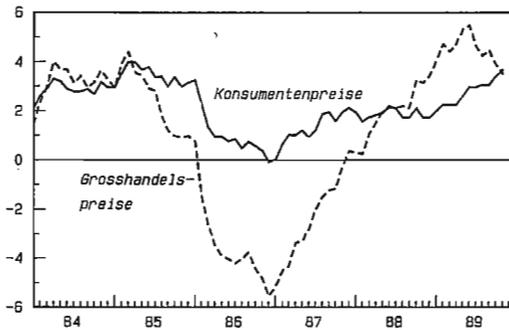
Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

### Preise und Löhne

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Jahresteuierung betrug im dritten Quartal 1989 3,1% (2. Quartal: 2,9%). Die Güter verteuerten sich insgesamt um 2,5%, erneut weniger als die Dienstleistungen. Die Preise der Ausländgüter nahmen infolge höherer Erdölpreise deutlich stärker zu (+ 3,6%) als die Preise für inländische Güter, die wie im Vorquartal um 2,9% über dem Vorjahreswert lagen.

Im Oktober beschleunigte sich die Teuerung auf 3,6%. Die Verstärkung des Preisauftriebs ist vor allem auf die kräftige Preiserhöhung beim Heizöl zurückzuführen. Der Preisindex für Heizung und Beleuchtung schnellte im Oktober im Vorjahresvergleich um 18,2% nach oben, nachdem er bereits im dritten Quartal stark gestiegen war (+8,1%). Die Teuerung betrug im November 4,4%. Der starke Indexanstieg ist vor allem die Folge der höheren Mietzinsen; der zweimal jährlich erhobene Mietpreisindex lag im November um 7,0% über dem Vorjahreswert.

Der Grosshandelspreisindex nahm im dritten Quartal noch um 4,2% (2.Quartal: 5,1%) zu. Die Teuerung schwächte sich somit verglichen mit dem ersten Halbjahr deutlich ab; für diese Entwicklung waren vor allem die geringen Preissteigerungen bei den importierten Gütern ausschlaggebend. Der Index der Importwaren nahm gegenüber der Vorjahresperiode noch um 6,6% zu, nachdem er im zweiten Quartal um 9,4% gestiegen war. Die Inlandgüter verteuerten sich um

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

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

Quelle: Bundesamt für Statistik

3,3% (2. Quartal: 3,6%). Im Oktober verstärkte sich der Preisauftrieb jedoch auch auf der Grosshandelsstufe, da die Energieträger massiv teurer wurden.

Die Löhne der Arbeitnehmer werden im Jahr 1989 gemäss den Schätzungen des BIGA nominal um 3,7–4,0% zunehmen. Nach Berücksichtigung der am Landesindex der Konsumentenpreise gemessenen Teuerung werden die Reallohne um 0,7–1,0% wachsen.

### 3. Der monetäre Bereich

#### **Geldpolitik und Geldmengenaggregate**

Die Nationalbank führte ihre restriktive Geldpolitik in den Monaten August bis Oktober 1989 fort. Sie verringerte in diesem Zeitraum die durchschnittlichen Giro Guthaben der Banken gegenüber den vorangegangenen drei Monaten um weitere 0,3 Mrd. Franken. Zusammen mit dem langsameren Wachstum des Notenumlaufs ergab sich somit wiederum eine Abnahme der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1988). Auf Jahresbasis hochgerechnet, betrug der Rückgang durchschnittlich 2,1% und war nur noch geringfügig grösser als in der Vorperiode (Mai bis Juli 1989: -1,9%). Die Abweichung der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge vom Zielpfad, den die Nationalbank Ende 1988 festgelegt hatte,

blieb deshalb nahezu unverändert. Rund die Hälfte der Zielunterschreitung von vier Prozentpunkten beruht auf der erneuten Verringerung der Liquiditätsnachfrage der Banken als Folge der Revision der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften und der weiteren Anpassungen im SIC. Der restliche Teil widerspiegelt die Verschärfung der Geldpolitik seit Anfang des Jahres.

Die Nationalbank hob am 6. Oktober in Abstimmung mit anderen Notenbanken den Diskontsatz um 1/2 Prozentpunkt auf 6%. Mit dieser Anpassung an die Marktentwicklung bestätigte sie ihren restriktiven Kurs, ohne jedoch eine weitere Liquiditätsverknappung anzustreben. Im Oktober lagen deshalb die Giro Guthaben mit 3,2 Mrd. Franken auf etwa demselben Niveau wie im August, und die Geldmarktsätze blieben relativ stabil. Die Giro Guthaben sanken im November auf 3,1 Mrd. Franken, da sich die Nachfrage trotz der tieferen Tagesgeldsätze weiter zurückbildete.

Das bedeutend langsamere Wachstum des Notenumlaufs seit der Jahresmitte 1989 war eine Folge der höheren Zinssätze, vor allem derjenigen auf Spareinlagen. Die Wachstumsrate des Notenumlaufs gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode bildete sich von 3,1% im zweiten auf 1,7% im dritten Quartal und 0,8% im Oktober zurück. Die schwächere Entwicklung der Nachfrage konzentrierte sich auf die grossen Notenabschnitte von fünfhundert und tausend Franken.

Das Geldmengenaggregat  $M_1$  lag im dritten Quartal um 6,1% tiefer als vor Jahresfrist (zweites Quartal: -7,4%). Dies spiegelte vor allem die zinsbedingte Abnahme der Sichteinlagen des Publikums um 9,2% (-11,6%), während das Bargeldvolumen, wenn auch langsamer, weiterhin anstieg.

Die Umschichtung von Sicht- auf Termineinlagen aufgrund der höheren Geldmarktsätze trug dazu bei, dass die Festgelder auch im dritten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode mit 56,6% sehr stark zunahm (2. Quartal: 54,9%). Zinsbedingte Umschichtungen von Spar- und Kapitalmarktanlagen fielen dabei jedoch weit stärker ins Gewicht. Die entsprechende Wachstumsrate der Geldmenge  $M_2$  betrug somit 23,2% (20,1%).

**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
1988 1. Q.	25 525	3,6	7 620	- 9,3	33 145	125	33 020	1,3
1988 2. Q.	25 516	4,3	5 627	- 34,3	31 143	47	31 096	- 3,6
1988 3. Q.	25 660	4,5	5 247	- 37,8	30 906	50	30 856	- 4,5
1988 4. Q.	26 574	4,3	4 175	- 54,0	30 749	41	30 708	- 8,7

	Notenumlauf <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>6</sup>
1989 1. Q.	26 727	4,7	3 867	- 48,5	30 594	1,012	30 242	-
1989 2. Q.	26 309	3,1	3 601	- 35,6	29 910	0,999	29 951	-
1989 3. Q.	26 106	1,7	3 305	- 36,7	29 411	0,987 <sup>P</sup>	29 808 <sup>P</sup>	-
1989 April	26 332	3,7	3 495	- 43,2	29 827	1,000 <sup>P</sup>	29 827 <sup>P</sup>	- 3,8 <sup>P</sup>
1989 Mai	26 373	3,3	3 788	- 28,6	30 161	0,997 <sup>P</sup>	30 252 <sup>P</sup>	- 0,4 <sup>P</sup>
1989 Juni	26 223	2,4	3 520	- 35,1	29 743	0,999 <sup>P</sup>	29 773 <sup>P</sup>	- 3,0 <sup>P</sup>
1989 Juli	26 284	2,2	3 329	- 42,3	29 613	0,993 <sup>P</sup>	29 822 <sup>P</sup>	- 2,4 <sup>P</sup>
1989 August	25 995	1,7	3 234	- 36,9	29 229	0,981 <sup>P</sup>	29 795 <sup>P</sup>	- 2,3 <sup>P</sup>
1989 Sept.	26 039	1,3	3 352	- 30,8	29 391	0,986 <sup>P</sup>	29 808 <sup>P</sup>	- 2,0 <sup>P</sup>
1989 Okt.	26 005	0,8	3 208	- 25,6	29 213	0,982 <sup>P</sup>	29 748 <sup>P</sup>	- 2,0 <sup>P</sup>
1989 Nov.	26 002	0,0	3 059	- 23,8	29 061	0,986 <sup>P</sup>	29 474 <sup>P</sup>	- 2,8 <sup>P</sup>

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

<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

Trotz weiteren Erhöhungen der Sparzinssätze bildeten sich die Spareinlagen im dritten Quartal infolge der wesentlich günstigeren Verzinsung von alternativen Anlagen um 8,6% zurück (2. Quartal: -5,1%). Das Wachstum der Geldmenge  $M_3$  schwächte sich von 6,1% im zweiten Quartal auf 5,7% im dritten Quartal ab.

### Geldmarkt

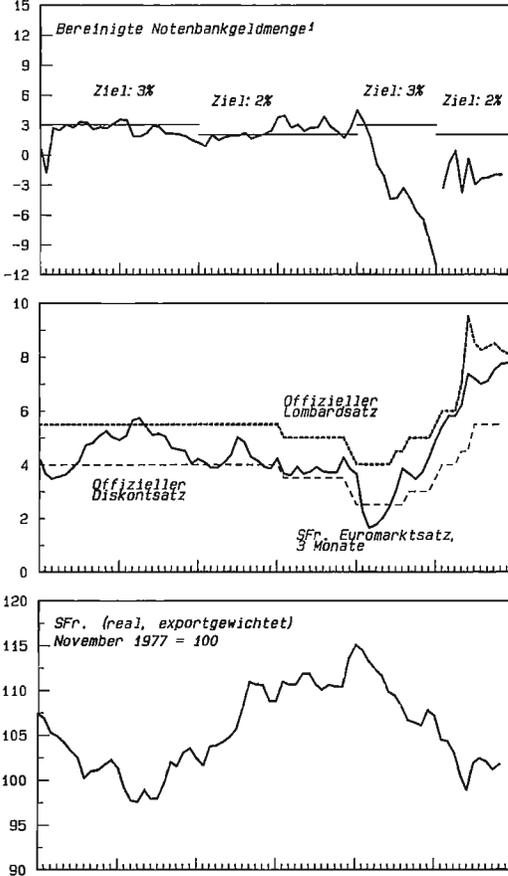
Nach einem Rückgang um die Jahresmitte erhöhten sich die Geldmarktsätze infolge der restriktiven Geldpolitik der Nationalbank erneut. Die durchschnittliche Vergütung auf Tagesgeld stieg von 6,6% im zweiten auf 7,0% im dritten Quartal.

Der Satz auf Dreimonats-Eurofranken-Anlagen erhöhte sich im selben Zeitraum von knapp 7% auf 7,2%. In der ersten Hälfte des vierten Quartals zog dieser Satz auf rund 7,75% an, während der Tagesgeldsatz unter die 7%-Marke sank.

Da der Anstieg am Eurofrankenmarkt von einem Rückgang der höher liegenden Eurodollarsätze begleitet war, verminderten sich die entsprechenden Zinsdifferenzen. Während bei Dreimonats-Depots die Differenz im April noch 4,4 Prozentpunkte betragen hatte, reduzierte sich der Abstand bis November auf weniger als 0,5 Prozentpunkt. Zwischen Mai und September lag am Euromarkt die Verzinsung auf D-Mark-Anlagen unter derjenigen der Schweizer-Franken-Depots.

Im Herbst übertrafen jedoch die Vergütungen auf D-Mark wieder, wie früher üblich, diejenigen auf Schweizer Franken.

**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 1988

**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	7,9	9,8
1988 1. Q. <sup>2</sup>	17,4	10,2	11,2
1988 2. Q. <sup>2</sup>	18,5	8,9	11,2
1988 3. Q. <sup>2</sup>	14,0	7,9	9,8
1988 4. Q. <sup>2</sup>	8,2	4,5	6,8
1989 1. Q. <sup>2</sup>	-2,9	13,0	6,6
1989 2. Q. <sup>2</sup>	-7,4	20,1	6,1
1989 3. Q. <sup>2</sup>	-6,1	23,2	5,7
1989 März	-3,4	16,5	6,9
1989 April	-7,3	16,2	5,7
1989 Mai	-8,3	20,2	6,0
1989 Juni	-6,5	23,8	6,6
1989 Juli	-7,4	22,3	5,4
1989 Aug.	-5,7	23,3	5,7
1989 Sept.	-5,1	24,1	6,0
1989 Okt.	-6,8	25,5	6,1

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

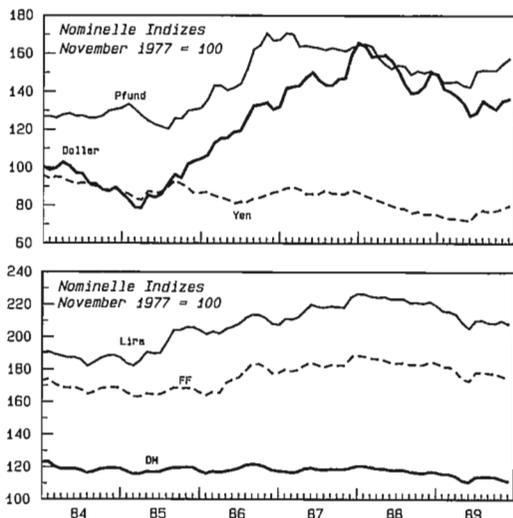
<sup>2</sup> provisorisch  
 M<sub>1</sub> = Bargeldumlauf + Sichteinlagen  
 M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + Quasi-Geld (inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)  
 M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + Spareinlagen

Die Rendite dreimonatiger eidgenössischer Geldmarkt-Buchforderungen, die zwischen den Zeichnungen im Juni und August um nahezu einen Prozentpunkt gesunken war, erreichte im Oktober erneut das vorherige Jahreshoch von 7,5% und lag im November nur knapp darunter. Der Emissionsrhythmus wurde ab Herbst 1989 auf zwei Serien pro Monat erhöht.

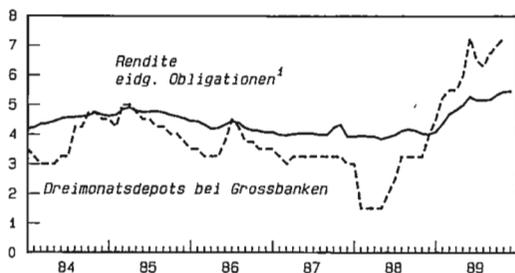
**Devisenmarkt**

In den vier Monaten von August bis November entwickelte sich der Schweizer Franken gegenüber den Währungen der wichtigsten Industrieländer uneinheitlich. Während er gegenüber dem amerikanischen Dollar, der D-Mark, dem französischen Franken und der italienischen Lira zwischen 1,2% und 4,0% an Wert verlor, wertete er sich gegenüber dem japanischen Yen und dem britischen Pfund um 4,5% bzw. 5,3% auf.

**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

Im Durchschnitt der Monate August bis November lag der Frankenkurs des amerikanischen Dollars bei Fr. 1,65 (Vorjahresperiode: Fr. 1,54), der Kurs der japanischen Währung bei Fr. 1,15 je 100 (Vorjahresperiode: Fr. 1,18/100) und jener der D-Mark bei 87 Rappen (Vorjahresperiode: 84 Rappen). Im Vorjahresvergleich verlor der Franken somit gegenüber dem Dollar um 7,0% und gegenüber der D-Mark um 3,4% an Wert. Gegenüber dem Yen wertete er sich jedoch um 2,7% auf.

In den Monaten August bis November intervenierten vor allem die Bank von Japan und das Federal Reserve in bedeutendem Umfang auf den Devisenmärkten. In Abstimmung mit anderen Währungsbehörden verkaufte die Schweizerische Nationalbank in den Monaten September bis November insgesamt 400 Mio. Dollar.

Der Rückgang des realen Frankenkurses verlangsamte sich im dritten Quartal 1989 deutlich. Auf exportgewichteter Basis und um die Veränderung der Konsumentenpreise bereinigt ging der Wert des Frankens gegenüber der Vorjahresperiode um 4,7% (2. Quartal: 8,9%) zurück. Am stärksten sank der reale Frankenkurs gegenüber der Lira (-9,2%) und dem Dollar (-7,3%). Gegenüber der D-Mark betrug die reale Tieferbewertung noch 2,9% im Vergleich zu 5,5% im Vorquartal.

### Kapitalmarkt

Nach einer kurzen Abschwächung um die Jahresmitte zogen die Renditen am schweizerischen Kapitalmarkt im dritten Quartal 1989 wieder an. Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen, unter Berücksichtigung der vorzeitigen Kündbarkeit, stieg bis Ende September um gut einen viertel Prozentpunkt auf 5,4%. Damit wurde der im Mai erreichte Höchststand knapp übertroffen. In der ersten Hälfte des vierten Quartals blieben die Renditen am Sekundärmarkt bei den Bundesobligationen ziemlich stabil, während sie bei den festverzinslichen Papieren anderer Schuldner zunahmen. Die Zeichnung der vom Bund im Tenderverfahren aufgelegten Anleihe zu 5 1/2%, mit einer Laufzeit von 9 bzw. 7 Jahren, wurde am 5. Oktober abgeschlossen. Bei einem Emissionspreis von 100% war das Ergebnis 237 Mio. Franken. Die Obligationenrenditen lagen weiterhin deutlich unter den Zinssätzen auf Geldmarktanlagen.

Nach einem Anstieg um einen Prozentpunkt auf rund 5 1/2% im Laufe des ersten Halbjahres gingen die Zinssätze neu aufgelegter Kassenobligationen im dritten Quartal leicht zurück. In der ersten Hälfte des vierten Quartals folgten jedoch Erhöhungen auf rund 6%. Für neue Titel mit Laufzeiten von drei bis vier Jahren erreichten die Ver-

gütungen bis zu 6,5%. Die Entschädigungen für fünf- bis achtjährige Laufzeiten lagen weiterhin 1/4 bis 3/4 Prozentpunkt tiefer.

Nachdem im Oktober bei vielen Banken früher angekündigte Zinserhöhungen auf Althypotheken in Kraft traten, ist der durchschnittliche Satz auf bestehenden ersten Hypotheken bei den Kantonalbanken um mehr als einen viertel Prozentpunkt auf 5,9% angestiegen. Bei den Neuhypotheken sind die Zinssätze der Kantonalbanken um die Jahresmitte um durchschnittlich 0,8 Prozentpunkt auf 6 1/4% angehoben worden. Seither sind weitere Erhöhungen auch seitens der Grossbanken nur vereinzelt bekannt geworden. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypotheken betrug im November 6,4%.

Die Emission von Obligationen und Aktien erreichte im dritten Quartal insgesamt 11,1 Mrd. Franken (3. Quartal 1988: 14,9 Mrd.). Davon entfielen 5,0 Mrd. Franken auf den Inlandbereich. Nach Abzug der Rückzahlungen von 1,5 Mrd. Franken ergab sich eine Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten von 3,5 Mrd. Franken (3. Quartal 1988: 1,5 Mrd.).

### Kapitalexport

Im dritten Quartal 1989 betragen die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexporte 9,7 Mrd. Franken. Sie lagen somit um 27% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Auch gegenüber dem Vorquartal, in dem eine kräftige Zunahme zu

verzeichnen gewesen war, bildeten sie sich zurück (-22%). Dabei stiegen die Kredite im Jahresvergleich um 45%, während die Anleihen um 44% zurückgingen.

Auch im dritten Quartal spiegelte der Rückgang des bewilligungspflichtigen Kapitalexports die Ungewissheit im Hinblick auf die künftige Entwicklung der Zinssätze. Zudem verharrte das Zinsniveau am Kapitalmarkt weiterhin deutlich unter den Geldmarktsätzen. Der markante Rückgang der Emissionen im dritten Quartal 1989 im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode beruhte vor allem auf einer Abnahme der gewöhnlichen (Straight)Anleihen um 80%. Obwohl das Ausmass dieser Entwicklung im dritten Quartal 1989 besonders ausgeprägt war, hatte der Anteil der gewöhnlichen Anleihen bereits seit 1987 zugunsten der Wandel- und Optionsanleihen zu schrumpfen begonnen.

Im dritten Quartal waren es einzig solche eigenkapitalbezogene Anleihen japanischer Emittenten, die dem Markt wichtige Impulse vermittelten. Die günstige Entwicklung auf dem Aktienmarkt gab dieser Anleiheform zusätzliche Attraktivität. Der Anteil der Wandel- und Optionsanleihen am Emissionstotal belief sich auf 83%, gegenüber 52% im Vorjahr.

Im Gegensatz zum ersten Halbjahr kam es in bezug auf die Ländergruppenstruktur der bewilligungspflichtigen Kapitalexporte im dritten Quartal 1989 im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode nicht zu grösseren Verschiebungen.

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

	Anleihen <sup>1</sup>	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1985	36 969,1	7 748,5	1 940,0	46 657,6
1986	42 961,4	6 768,0	1 259,7	50 989,1
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1988 2. Q.	8 691,0	3 027,5	280,8	11 999,3
1988 3. Q.	10 802,1	2 370,0	179,2	13 351,3
1988 4. Q.	6 997,4	1 614,2	338,2	8 949,8
1989 1. Q.	7 291,0	1 775,7	137,0	9 203,7
1989 2. Q.	9 717,2	2 655,9	89,0	12 462,1
1989 3. Q.	6 006,8	3 582,1	117,7	9 706,6

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

Der Anteil Japans bildete sich auf 44% zurück, gegenüber 50% im dritten Quartal 1988. Die Quote der Europäischen Gemeinschaft blieb mit 26% und diejenige Nordamerikas mit 8% praktisch unverändert. Die EFTA-Länder und die übrigen Staaten Westeuropas sowie Osteuropa und Afrika erhöhten ihren Anteil am Gesamtvolumen der bewilligten Kapitalexportgeschäfte, während die Quote der anderen Ländergruppen im allgemeinen abnahm. Der Anteil der Entwicklungsbanken blieb hingegen mit etwa 4% stabil.

### **Bankbilanzen und Kredite**

Infolge der Fusion zwischen der Allgemeinen Aargauischen Ersparniskasse und der Aargauischen Hypotheken- & Handelsbank zur Neuen Aargauer Bank hat sich die Erhebungsbasis der vormals 71 Banken auf deren 70 verringert.

Die Bilanzsumme der 70 Banken lag Ende September 1989 7,2% (dollarkursbereinigt 7,1%) höher als vor Jahresfrist; innerhalb des dritten Quartals wuchs sie um 1,8%.

Da die Banken mehr Kredite vergaben als sie mit Publikumsgeldern finanzieren konnten, nahmen auf der Aktivseite die Finanzanlagen seit Ende September 1988 ab und lagen ein Jahr später 18,5% unter dem Vorjahresniveau. Ihr Anteil an der Bilanzsumme fiel damit von 17% auf ein Rekordtief von 13%. Alle Unterpositionen der Finanzanlagen ausser den Wertschriften, die im Jahresvergleich 12,9% zunahmten, wiesen negative Veränderungsrate auf. So lagen die liquiden Mittel Ende September 18,4%, der Saldo des Interbankgeschäfts 51% und die Wechsel und Geldmarktpapiere 9,3% unter dem Wert, den sie ein Jahr zuvor aufgewiesen hatten.

Die Kredite stiegen auf Ende des dritten Quartals gegenüber dem Vorjahr um 15,1%. Die inländischen Debitoren nahmen gar um 17,7% zu. Auch die Hypothekaranlagen lassen kaum eine Trendwende erkennen. Ihre Bestände erhöhten sich im dritten Quartal 1989 um 4,5 Mrd. Fr., gegenüber 4,6 Mrd. Fr. ein Jahr zuvor. Im Jahresvergleich nahmen die Hypothekarkredite um 12,5% zu. Die Baukredite bestätigen die angespannte Situation auf den Kreditmärkten. Deren Limiten (benützte

Kredite plus Kreditspielraum) wiesen eine seit 1981 nicht mehr gesehene Jahreswachstumsrate von 13,4% und deren Benützung eine solche von 10,3% auf. Allein innerhalb der Zeitspanne Juni bis August 1989 erhöhten sich sowohl die Limiten als auch die Benützung der Baukredite um 6,3%. Ein Jahr zuvor war der entsprechende Wert halb so gross gewesen.

Bei den Passiven lag das Total der Publikumsfelder per Ende September 1989 um 8% über dem Vorjahresniveau. Die nach wie vor hohen Geldmarktsätze lassen die Kreditoren auf Zeit auf Kosten der Kreditoren auf Sicht ansteigen. Die entsprechenden inländischen, auf Schweizer Franken lautenden Bestände veränderten sich im Jahresvergleich mit Werten von +57,8% und -10,7% besonders stark. Der Anteil der Kreditoren auf Zeit am Total der Passiven betrug am Quartalsende 27%, was einen noch nie erreichten Höchstwert darstellt. Umgekehrt wiesen die Spar- und Depositenhefte mit einem Passivanteil von nur 19% und einer jährlichen Veränderungsrate des Bestandes von -9,1% Tiefstwerte auf. Die Kassenobligationen und Obligationen erhöhten sich zwischen Ende September 1988 und Ende September 1989 um 8,6%.

Im Treuhandgeschäft wiesen die 70 Banken per 30. September 1989 um 37,4% höhere Bestände auf als ein Jahr zuvor. Die inländischen Treuhandanlagen bei den 70 Banken nahmen dabei um rund 50%, diejenigen von Ausländern um 32% zu. Angelegt wurden diese Gelder nach wie vor fast ausschliesslich im Ausland.

## Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 15 décembre 1989<sup>1</sup>

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

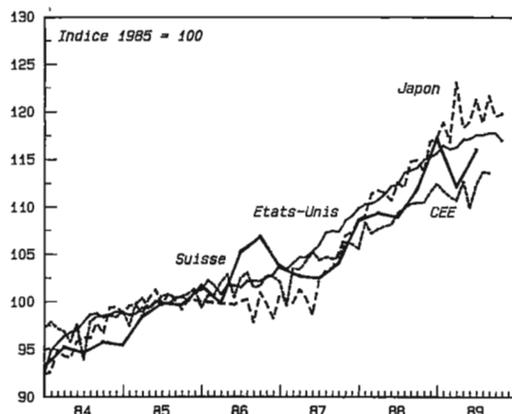
#### 1. Aperçu

##### Evolution de la conjoncture

Au troisième trimestre de 1989, les disparités conjoncturelles se sont accrues entre les Etats-Unis et le Royaume-Uni, d'une part, et les pays industrialisés de l'Europe continentale et le Japon, d'autre part. Alors que le rythme de croissance stagnait au niveau des trimestres précédents aux Etats-Unis et que les signes d'un nouveau ralentissement étaient perceptibles au Royaume-Uni, l'essor a continué dans les autres grands pays industrialisés. La conjoncture a été particulièrement robuste en République fédérale d'Allemagne et au Japon. Dans ce dernier pays, la consommation privée a été le principal moteur de la croissance; en République fédérale d'Allemagne et dans la plupart des autres pays industrialisés européens, les principales impulsions conjoncturelles sont venues de la demande étrangère et des investissements. Etant donné le taux élevé d'utilisation des capacités de production dans l'industrie et la rapide progression des commandes, les investissements en biens d'équipement ont augmenté de nouveau vigoureusement dans les pays européens.

Les rênes monétaires ayant été resserrées dans la plupart des pays industrialisés en 1989, l'OCDE prévoit pour 1990 un léger affaiblissement de la croissance économique dans la zone. En effet, la politique monétaire plus restrictive a engendré une hausse des taux d'intérêt, hausse qui devrait tempérer la demande globale l'année prochaine. Les perspectives économiques restent cependant favorables pour les pays de l'Eu-

Graphique 1: Production industrielle



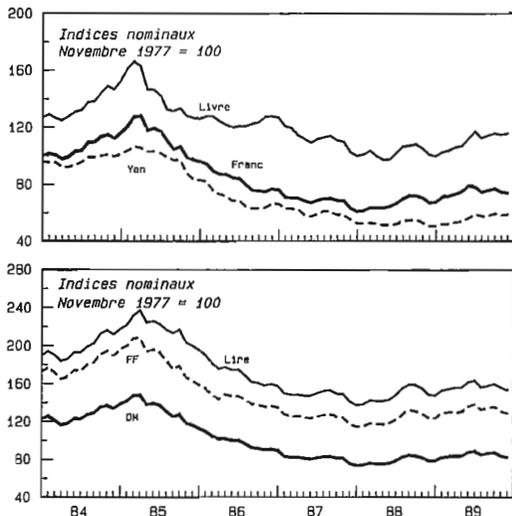
Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et Office fédéral de la statistique

rope continentale, en particulier pour la République fédérale d'Allemagne. L'économie allemande devrait bénéficier de nouvelles impulsions, grâce notamment à l'ouverture politique et économique des pays de l'Est ainsi qu'aux allègements fiscaux qui sont prévus pour le début de 1990. Par contre, il faut s'attendre à une détérioration de la conjoncture au Royaume-Uni et à une faible croissance économique aux Etats-Unis.

Au troisième trimestre, l'emploi a encore progressé dans la plupart des pays industrialisés. Aux Etats-Unis, l'augmentation est restée modeste, et le taux de chômage n'a plus diminué. La situation sur le marché du travail s'est améliorée en Europe, grâce à la bonne conjoncture. Dans la CEE, le taux de chômage moyen a fléchi, passant de 9,3% en janvier à 8,9% en août. Les plus forts reculs du nombre des chômeurs ont été enregistrés en République fédérale d'Allemagne et au Royaume-Uni. L'emploi a augmenté en France également, mais sans influencer notablement sur le nombre des demandeurs d'emplois.

<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 1989

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



Au troisième trimestre, le renchérissement a faibli dans presque tous les pays de l'OCDE. Le taux annuel moyen de renchérissement a reculé de 5,3% en mai à 5% en septembre. Ce repli s'explique avant tout par la forte baisse que les prix pétroliers ont enregistrée jusqu'en juillet. On ne peut cependant parler d'un revirement durable de tendance. Comme les prix pétroliers ont de nouveau augmenté nettement, il faut s'attendre à ce que les taux d'inflation repartent à la hausse.

Dans les échanges commerciaux, le déficit des Etats-Unis vis-à-vis du Japon et des pays européens a continué à diminuer au troisième trimestre. Toutefois, le déséquilibre vis-à-vis des autres partenaires commerciaux s'est encore creusé, et le solde passif de la balance commerciale américaine a augmenté légèrement d'un trimestre à l'autre. En Europe, les excédents des balances commerciales et courantes de l'Allemagne fédérale ont encore augmenté, tout comme les soldes passifs des balances courantes de la France et du Royaume-Uni.

Le 13 octobre, deux ans après le krach boursier de 1987, les cours ont de nouveau chuté à la bourse de New York, peu avant la clôture. L'indice Dow Jones des valeurs industrielles a perdu

ainsi 7%. Les turbulences qui ont secoué Wall Street n'ont pas épargné les marchés européens des actions. Les bourses de Zurich, de Francfort et de Londres ont réagi de manière particulièrement forte. En revanche, la bourse de Tokyo est restée remarquablement stable. Cette chute des cours, après une phase de nette hausse, peut être attribuée notamment au scepticisme croissant qu'inspirent certaines pratiques financières et certaines innovations, mais aussi à l'incertitude qui règne au sujet de la politique monétaire d'importants pays.

### *Politique économique*

Au troisième trimestre, la plupart des pays industrialisés européens et le Japon ont donné un tour de vis supplémentaire à leur politique monétaire pour renforcer la lutte contre l'inflation menaçante. Le 5 octobre, la Banque fédérale d'Allemagne a annoncé un relèvement de ses taux directeurs. La plupart des autres banques centrales européennes, y compris la Banque nationale suisse, ont pris une décision semblable le même jour. Dans de nombreux pays, cette hausse est la quatrième depuis le début de l'année. Une semaine plus tard, la Banque du Japon a relevé à son tour le taux de l'escompte, mais les autorités monétaires américaines ont laissé les rémunérations à court terme se détendre quelque peu, après la chute des cours des actions.

La politique budgétaire que les pays de l'OCDE entendent mener en 1990 vise à poursuivre les efforts des années précédentes pour contenir la croissance des dépenses et réduire les déficits publics. La République fédérale d'Allemagne, la France et plusieurs autres pays ont prévu néanmoins des allègements fiscaux. Exprimé en pourcentage du produit national brut, le déficit global des comptes des pays de l'OCDE devrait enregistrer une nouvelle diminution.

### *Marchés des changes*

Durant les mois d'août à novembre, le dollar des Etats-Unis s'est raffermi face au franc suisse, au yen japonais et à la livre sterling, mais a fléchi par rapport au mark allemand, au franc français et à

la lire italienne. Sa plus forte hausse (6,1%) a été observée vis-à-vis de la livre sterling. Pour freiner ce mouvement du dollar, les banques centrales des grands pays industrialisés – la Banque du Japon et les autorités monétaires américaines en particulier – ont effectué d'importantes interventions sur les marchés des changes, pendant plusieurs jours, à fin septembre. Un revirement de tendance s'est produit cependant à la mi-octobre, après la chute des cours à Wall Street. La plupart des monnaies européennes ont alors regagné du terrain face au dollar. La livre sterling a toutefois continué son mouvement de repli par rapport au dollar, mais aussi vis-à-vis des autres monnaies européennes.

En un an, le dollar s'est revalorisé face à toutes les principales monnaies. Sa hausse a atteint 10% face au yen japonais, 8,6% vis-à-vis de la livre sterling et 3,6% par rapport au mark allemand.

Au troisième trimestre, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, dépassait de 0,8%, en termes nominaux comme en termes réels, ses niveaux du trimestre correspondant de 1988. En données pondérées toujours, le cours du yen a fléchi de 6,7% en termes nominaux (8,9% en termes réels), celui du mark, de 0,2% (2,1%), et celui du franc suisse, de 3,3% (4,7%).

Entre août et novembre, aucune tension notable n'est apparue au sein du Système monétaire européen (SME), étant donné que la plupart des monnaies participant au mécanisme ont varié à peu près dans les mêmes proportions face au dollar. La lire a cependant fléchi davantage que les autres par rapport à la monnaie américaine. La Banque d'Italie est intervenue fortement sur les marchés des changes pour maintenir sa monnaie à l'intérieur de la marge de fluctuation prévue par le SME.

Après l'adhésion de l'Espagne au SME, le 19 juin 1989, la peseta et l'escudo portugais sont entrés, le 20 septembre, dans le panier de monnaies formant l'unité de compte européenne (Ecu); depuis lors, toutes les monnaies de la Communauté sont représentées dans l'Ecu. Les coefficients de pondération de la peseta (5,3%) et de l'escudo (0,8%) avaient déjà été fixés en juin. Les mon-

tants des monnaies nationales entrant dans la composition de l'Ecu ont été déterminés, le 20 septembre, à partir des coefficients de pondération et des cours observés ce jour-là.

### ***Problèmes de l'endettement international***

A fin septembre, le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale ont tenu leur assemblée annuelle à Washington; le Comité intérimaire, organe consultatif du FMI, a siégé lui aussi à cette occasion. Les discussions ont porté notamment sur la neuvième révision des quotes-parts. Les ressources financières du FMI avaient été augmentées pour la dernière fois en 1983, lors de la huitième révision; de 61 milliards de droits de tirage spéciaux (DTS) à ce moment-là, elles avaient été portées à 90 milliards. Un accord sur un nouvel accroissement des quotes-parts devrait intervenir avant la fin du mois de mars 1990.

Au troisième trimestre, les grandes banques américaines ont renforcé les provisions constituées pour couvrir les crédits accordés aux pays en développement. Des provisions élevées leur permettent notamment d'opter, lors de négociations de rééchelonnement, pour un allègement de la dette ou du service de la dette, plutôt que pour l'octroi de nouveaux prêts; une telle préférence serait contraire à l'esprit du plan Brady, proposé le printemps dernier pour résoudre le problème de l'endettement international, dans la mesure où ce plan part aussi du principe que des banques commerciales devraient mettre de nouveaux fonds à la disposition des pays endettés, fonds qui seraient utilisés en partie pour assurer le service de la dette.

En septembre, les Etats-Unis ainsi que les banques centrales du Groupe des Dix et de l'Espagne ont accordé un crédit relais de 1,7 milliard de dollars au Mexique. Le crédit est destiné à couvrir des besoins de trésorerie jusqu'au moment où le Mexique pourra disposer des fonds prévus dans les accords qu'il a conclus avec le FMI, à la fin du mois de mai, et avec la Banque mondiale, à la mi-juin. La Banque nationale a participé à cette opération en donnant une promesse de substitution de 20,2 millions de dollars pour la part du cré-

dit qui a été mise sur pied par la Banque des Règlements Internationaux. Sa participation est garantie par la Confédération.

## 2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

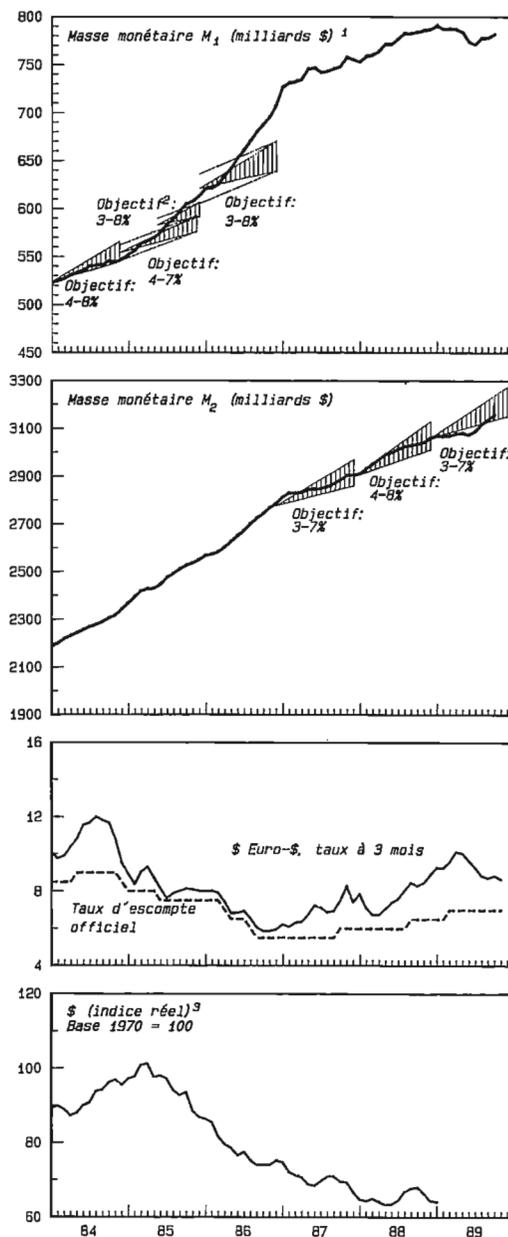
### Etats-Unis

Au troisième trimestre de 1989, l'économie américaine a continué de progresser à un rythme nettement inférieur à ce qui a été observé ces dernières années. En taux annualisé et après correction des variations saisonnières, le produit national brut réel a augmenté de 2,7%, contre 2,5% au deuxième trimestre.

Par rapport aux trimestres précédents, le poids des composantes du produit national brut s'est modifié. Des taux de croissance élevés, par moments à deux chiffres, avaient été enregistrés, à partir de 1986, notamment pour les exportations et les investissements, alors que la consommation privée progressait faiblement, tout au moins depuis le début de cette année. Au troisième trimestre cependant, la consommation privée s'est accélérée puisqu'elle a augmenté de 6,2% en taux annualisé. Les achats de biens durables se sont même accrus de 13,2%. Cette hausse est due en grande partie à des achats de voitures qui ont été avancés au troisième trimestre à cause d'une période de rabais. Les achats de biens de consommation non durables et de services ont augmenté eux aussi à un rythme accru. Par contre, l'essor des investissements s'est essouffé et leur structure s'est modifiée. La croissance des investissements en biens d'équipement a été nettement plus faible qu'au deuxième trimestre, alors que les dépenses consacrées aux constructions industrielles et artisanales ont enregistré une reprise, après avoir marqué un recul pendant les trois mois précédents. Dans la construction de logements, la baisse a continué, mais à un rythme nettement moins rapide qu'au deuxième trimestre.

Pour la première fois depuis le début de 1986, les exportations réelles de marchandises et de services n'ont augmenté que faiblement; au deuxième

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)

trimestre, elles avaient encore progressé de 13% en taux annualisé. Le non-paiement des intérêts, dus par le Brésil aux banques américaines, explique en partie cette évolution. Quant aux importations, elles se sont accrues de 9,5% en volume.

Des signes annonciateurs d'une détérioration de la conjoncture se sont multipliés dans l'industrie. La croissance de la production industrielle, qui atteignait 3,4% au deuxième trimestre, a fléchi à 1,3% (taux annualisés). Le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 83,8% à 83,6%. En outre, les entrées de commandes et les carnets de commandes ont diminué.

L'emploi a augmenté, en moyenne mensuelle, de 160 000 unités au troisième trimestre, contre 220 000 au deuxième et 300 000 en 1988. Il a même reculé dans l'industrie manufacturière, bien que les heures supplémentaires effectuées dans ce secteur soient restées élevées. Le taux de chômage s'inscrivait à 5,2%, contre 5,3% au deuxième trimestre.

Après de longues discussions entre le Président et le Congrès, un compromis a pu être adopté, à la mi-novembre, au sujet du budget pour l'exercice 1990. Ce budget prévoit un train de mesures qui permettront de diminuer encore le déficit de 14,6 milliards de dollars. Des recettes supplémentaires, atteignant 5,6 milliards de dollars, seront obtenues grâce à des augmentations d'impôts, et les dépenses seront réduites de 4,6 milliards. Le déficit budgétaire devrait ainsi être ramené à 100 milliards de dollars, soit au montant prévu par la loi Gramm-Rudman.

Le renchérissement a diminué au troisième trimestre. L'indice des prix à la consommation dépassait de 4,6% le niveau observé un an auparavant. Au deuxième trimestre, le taux correspondant était de 5,2%. Ce recul peut être attribué pour une bonne part à la baisse des prix pétroliers.

Au troisième trimestre, le cours de la politique monétaire américaine ne s'est guère modifié. La lutte contre l'inflation est restée la principale priorité. Par rapport au quatrième trimestre de 1988,  $M_2$  a augmenté de 3,5%, et  $M_3$ , de 4% (taux annualisés). Ces deux agrégats évoluaient ainsi à

l'intérieur de la fourchette choisie comme objectif. La croissance économique ininterrompue a conforté la banque centrale dans son analyse qui veut que la lutte contre l'inflation peut être poursuivie sans provoquer de graves dommages à l'économie.

Après la forte baisse des bourses américaines, la Réserve Fédérale a adopté, en octobre et en novembre, une politique d'open market légèrement plus expansionniste. Le taux des fonds fédéraux a diminué alors d'un demi-point. Le recul généralisé des taux d'intérêt, observé depuis mars, a continué au troisième trimestre. Le rendement des emprunts fédéraux à long terme s'inscrivait à 8,2% en moyenne au troisième trimestre, contre 8,8% au deuxième.

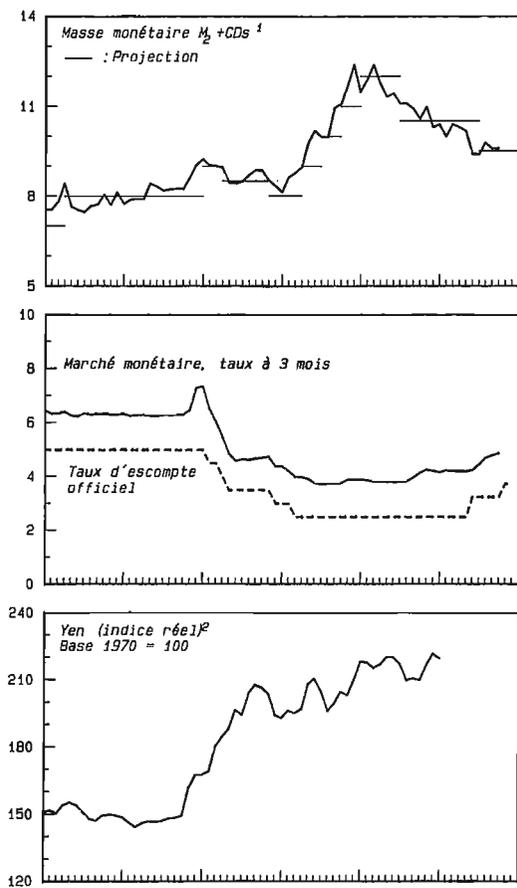
### *Japon*

L'essor de l'économie japonaise, extrêmement vigoureux du début de l'année, s'est interrompu au deuxième trimestre. En taux annualisés, le produit national brut réel a diminué de 3,1% au deuxième trimestre, alors qu'il avait progressé de 9,6% au premier. La baisse s'explique en partie par le recul de la consommation privée. Celle-ci avait augmenté fortement au premier trimestre, étant donné l'introduction prochaine de la TVA. De plus, la croissance des investissements a fléchi, et les exportations de biens et de services ont diminué légèrement en termes réels.

Au troisième trimestre, tant la consommation privée que les investissements ont retrouvé leur dynamisme. La hausse des investissements en biens d'équipement a été particulièrement vive dans l'industrie manufacturière. Toutefois, le léger ralentissement de la production industrielle a semblé se confirmer: par rapport aux trimestres correspondants de l'année précédente, la production industrielle a augmenté de 6%, contre 7% au deuxième trimestre et 8% au premier. Grâce notamment aux importantes commandes du secteur public, l'activité est restée soutenue dans la construction. L'emploi a continué sa progression au troisième trimestre, et le taux de chômage a fléchi à 2,2%.

Exprimé en dollars, l'excédent de la balance com-

#### 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)

merciale a diminué en été, poursuivant ainsi la tendance observée au printemps. En effet, les exportations n'ont progressé plus que faiblement, en valeur, alors que les importations de produits pétroliers ont renchéri. Les exportations ont augmenté de 3,2%, et les importations, de plus de 14,6%. Selon des estimations provisoires, la balance commerciale a dégagé un excédent de 17,9 milliards de dollars au troisième trimestre, montant qui est inférieur de 20% environ

au chiffre observé un an auparavant. Le solde actif de la balance courante s'est inscrit à 13,2 milliards de dollars, contre 18,4 milliards au troisième trimestre de 1988.

Après une accélération notable, le renchérissement s'est stabilisé en été. Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 2,7% son niveau de la même période de 1988 (deuxième trimestre: 2,8%).

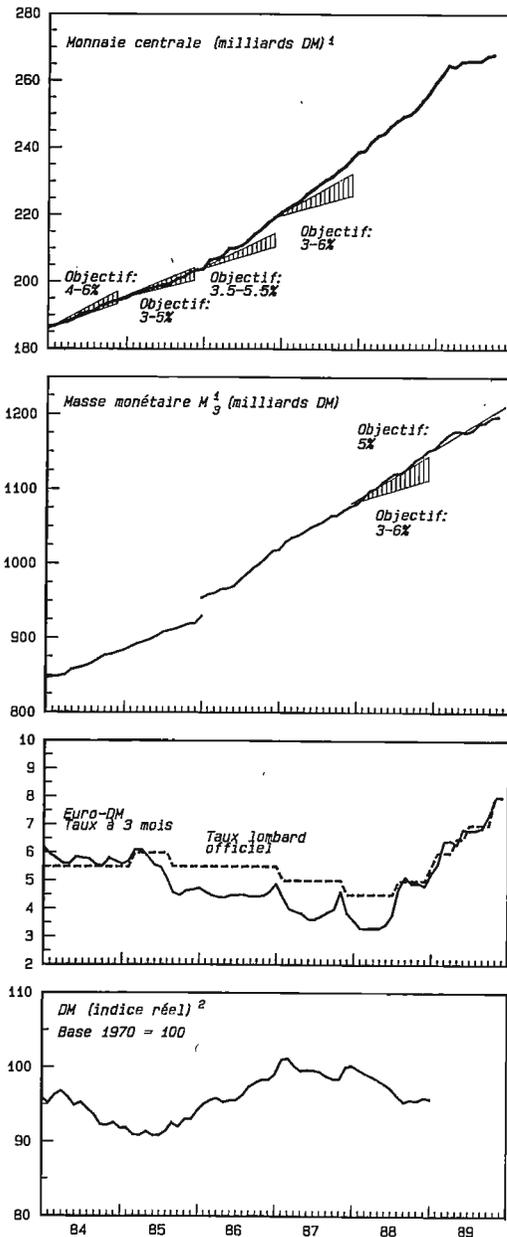
Le raffermissement du dollar, l'expansion toujours vigoureuse de la masse monétaire  $M_2 + CD$  et le danger d'une accélération de l'inflation ont conduit la Banque du Japon à resserrer sa politique monétaire au troisième trimestre. La rémunération de l'argent au jour le jour et le taux d'escompte privé, deux taux à court terme qui sont sous le contrôle de l'institut d'émission, ont augmenté. En outre, la banque centrale a incité les banques à modérer leurs octrois de crédits. Au début d'octobre, elle a encore relevé le taux officiel de l'escompte d'un demi-point. Pour contrecarrer la hausse du dollar et, surtout, pour soutenir le yen, la Banque du Japon a effectué d'importantes interventions sur les marchés des changes, pendant les mois d'août et de septembre. La progression de la masse monétaire  $M_2 + CD$  était de 9,6% au troisième trimestre. La projection pour le quatrième trimestre a été fixée entre 9 et 10%.

#### République fédérale d'Allemagne

La croissance de l'économie allemande est restée vigoureuse au troisième trimestre. Des signes manifestes de surchauffe sont apparus dans de nombreux secteurs. Craignant une accélération de l'inflation, la Banque fédérale d'Allemagne a relevé d'un point ses taux directeurs au début du mois d'octobre.

Au deuxième trimestre, le produit national brut réel dépassait de 4,9% son niveau de la période correspondante de 1988; sa croissance avait été de 4,4% au premier trimestre. La demande étrangère – en particulier des autres pays européens – a continué à jouer un rôle moteur. En un an, les exportations de biens et de services ont augmenté en termes réels de plus de 15%, contre

**Graphique 5: République fédérale d'Allemagne**



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

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

9,9% au premier trimestre. Comme les capacités de production étaient pleinement utilisées dans de nombreuses branches, le dynamisme des exportations s'est étendu aux investissements. Par rapport au deuxième trimestre de 1988, les investissements se sont accrus, en termes réels, de 14% dans le domaine des biens d'équipement et de 5,3% dans celui des constructions. La consommation privée a progressé elle aussi à un rythme plus rapide. En termes réels, elle a augmenté de 2%, contre 1,5% environ pendant chacun des deux trimestres précédents. La vive croissance de l'économie a entraîné également une hausse de 9,7% du volume des importations. Les achats à l'étranger de biens d'équipement se sont accrus tout particulièrement.

Le climat économique est resté à l'optimisme au troisième trimestre. Les entrées de commandes et les carnets de commandes ont atteint des chiffres records dans l'industrie. La progression des commandes venant de l'étranger a été particulièrement forte. Dans l'industrie manufacturière, le taux d'utilisation des capacités de production a encore augmenté, passant de près de 89% en juin à 89,5% en septembre. La consommation privée n'a de son côté accompli que de modestes progrès. Le commerce de détail s'attend toutefois à une reprise des affaires ces prochains mois.

Au troisième trimestre, la balance commerciale a dégagé un surplus de 34,2 milliards de marks. L'excédent a atteint 104,6 milliards de marks pour les trois premiers trimestres, contre 90,9 milliards pour la période correspondante de 1988. Le déficit de la balance des services a diminué sensiblement grâce à l'accroissement des revenus des capitaux placés à l'étranger. La balance courante a enregistré par conséquent un solde actif de 76 milliards de marks pour les neuf premiers mois de l'année; ce solde dépasse de plus de 30% celui des mêmes mois de 1988.

L'emploi ayant progressé, le nombre des chômeurs a continué son mouvement de repli durant l'été. En l'espace d'une année, il a diminué de 10%, et le taux de chômage a fléchi à 7,8% (troisième trimestre de 1988: 8,8%). De nombreuses entreprises ont été confrontées à un manque de main-d'œuvre qualifiée; on s'attend à de dures

négociations salariales, dans plusieurs branches de l'industrie, au début de 1990.

En dépit des signes de surchauffe, le taux annuel de renchérissement s'est stabilisé à 2,8% au troisième trimestre (2,9% au deuxième). Le ralentissement de la hausse des prix d'importants biens importés a exercé un effet modérateur sur l'inflation. En octobre toutefois, le taux de renchérissement a passé à 3,2%, du fait en partie de la forte reprise des prix pétroliers.

La Banque fédérale d'Allemagne a maintenu le cours restrictif de sa politique monétaire au troisième trimestre. Le 5 octobre, elle a resserré un peu plus les rênes, en portant de 5% à 6% le taux de l'escompte et de 7% à 8% celui des avances sur nantissement. Cette hausse est la quatrième de l'année, puisque les taux directeurs avaient déjà été relevés d'un demi-point chaque fois les 20 janvier, 21 avril et 30 juin. La Banque d'Allemagne a souligné ainsi sa volonté de maintenir la croissance monétaire dans les limites de son objectif et de lutter contre l'inflation. Par leur politique rigoureuse, les autorités monétaires allemandes cherchent aussi à éviter une nouvelle baisse du mark en termes réels. Un tel repli stimulerait les exportations et, partant, irait à l'encontre des efforts pour modérer la demande intérieure.

L'expansion de la masse monétaire  $M_3$  – l'objectif monétaire allemand a été fixé en termes de  $M_3$  – s'est accélérée du deuxième au troisième trimestre. En septembre, cet agrégat dépassait de 4,6% – taux annualisé – son niveau du quatrième trimestre de 1988. A fin juin, le taux de progression s'inscrivait à 4,4%. Malgré sa hausse, il reste légèrement inférieur à l'objectif qui est de 5%. Les dépôts à très court terme ont augmenté fortement, leur rémunération étant devenue plus attrayante. Alors que les rendements à long terme sont restés approximativement stables, le taux des placements à trois mois a passé de 6,96% en juin à 7,36% en septembre. Cette évolution est à mettre en rapport avec la hausse régulière des taux auxquels la Banque fédérale d'Allemagne a conclu ses opérations d'open market (prise en pension de papiers-valeurs).

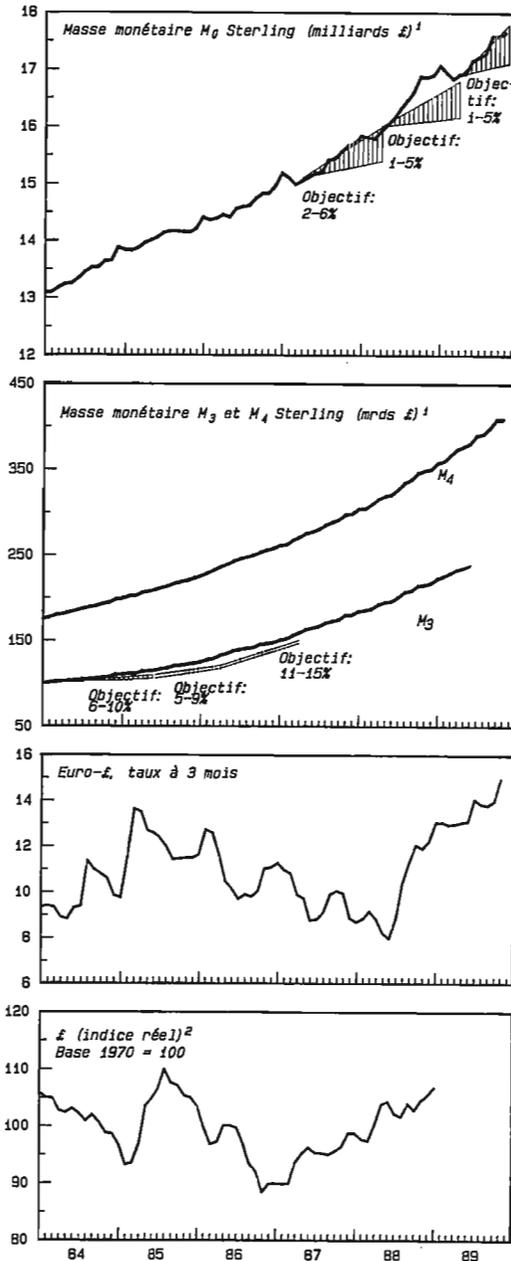
### **Royaume-Uni**

Au deuxième trimestre, la croissance économique a marqué un nouveau ralentissement au Royaume-Uni. Le produit intérieur brut réel n'a progressé que de 0,7%, en taux annualisé, par rapport au trimestre précédent et de 2,6% par rapport aux trois mêmes mois de 1988. Ce ralentissement s'explique principalement par la formation plus lente des stocks et par la baisse des investissements. Comparée au deuxième trimestre de 1988, la construction de logements a chuté de 9% en termes réels. Les investissements en biens d'équipement ont continué à augmenter, mais la demande dans ce secteur a nettement perdu de sa vigueur. En revanche, la consommation privée s'est accrue fortement – d'un trimestre à l'autre, elle a enregistré une hausse de 6,4% en taux annualisé –, en dépit du fait que le gouvernement s'est efforcé de la modérer en maintenant les taux d'intérêt réels à des niveaux élevés. Les impulsions sont venues de la consommation de services, les achats de biens durables ayant stagné à partir des trois derniers mois de 1988. Comme au premier trimestre, les exportations ont elles aussi contribué à la croissance.

Le rythme de croissance a probablement faibli encore au troisième trimestre. Les dépenses consacrées à la consommation privée ont augmenté moins vite que durant les trois mois précédents, le nombre des mises en chantier a encore diminué, et la croissance de la production industrielle (industrie manufacturière) s'est ralentie. Selon une enquête de la Confederation of British Industries, le climat est tombé, dans l'industrie, à son niveau le plus bas depuis le mois d'octobre 1982. Le pessimisme règne au sujet des perspectives dans les branches produisant des biens de consommation, mais aussi, depuis peu, dans celles du secteur des biens d'équipement.

Le ralentissement de la conjoncture n'a eu jusque-là aucun effet sur le marché du travail, ce marché réagissant généralement avec retard à l'évolution de la production. Le nombre des chômeurs a continué son mouvement de repli au troisième trimestre, et le taux de chômage a diminué en septembre à 6%, soit à un niveau qui n'avait plus été observé depuis 1980.

Graphique 6: Royaume-Uni



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

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

En moyenne, le taux annuel d'inflation a fléchi, passant de 8,2% au deuxième trimestre à 7,7% au troisième. Ce recul ne devrait toutefois pas marquer un véritable retournement de tendance, étant donné que la hausse des salaires s'est plutôt renforcée dans la période récente.

À côté de l'inflation toujours élevée, le déficit persistant de la balance courante figure au nombre des principales préoccupations du gouvernement britannique. Au troisième trimestre, les importations, tant réelles que nominales, ont encore augmenté beaucoup plus que les exportations. Le déficit de la balance courante a atteint 5,8 milliards de livres, soit un milliard de plus qu'au deuxième trimestre. Son chiffre, pour les neuf premiers mois, est de 15,6 milliards de livres. Pour l'ensemble de 1988, le solde passif avait été de 14,6 milliards de livres.

La nouvelle dégradation que la balance courante a enregistrée au troisième trimestre a engendré une forte pression à la baisse sur la livre sterling au début du mois d'octobre. Pour éviter que la chute de la monnaie ne contrecarre leurs efforts dans le domaine de la lutte contre l'inflation, les autorités monétaires britanniques ont donné un tour de vis supplémentaire à leur politique. Dans le sillage de la décision allemande du 5 octobre, la Banque d'Angleterre a relevé son taux d'intervention sur le marché monétaire, ce qui a fait passer le taux de base - taux qui est appliqué par les «clearing banks» aux débiteurs de premier ordre - de 14% à 15%. En outre, les répercussions que les interventions effectuées sur les marchés des changes pour soutenir la livre ont sur l'offre de monnaie ne devraient être neutralisés à l'avenir que si les autorités monétaires le jugent nécessaire. Enfin, la Banque d'Angleterre a décidé d'interrompre ses achats réguliers de titres d'emprunts d'Etat à long terme («gilts»), achats qui servaient jusque-là à neutraliser les effets des excédents budgétaires et des ventes aux enchères hebdomadaires de titres publics à court terme. La réduction de l'activité de la Banque d'Angleterre sur le marché des titres d'Etat à long terme devrait amener les taux à long terme à se rapprocher graduellement des rémunérations à court terme, nettement plus élevées.

Au troisième trimestre, la masse monétaire  $M_4$

dépassait de 17,2% son niveau de la période correspondante de 1988; le trimestre précédent, sa croissance était de 18,2%. La masse monétaire  $M_0$ , qui sert aussi d'indicateur conjoncturel, s'est accrue de 5,3%. Ce rythme d'expansion est un peu plus faible que celui du deuxième trimestre, mais reste supérieur à la fourchette choisie comme objectif (1 à 5%).

## France

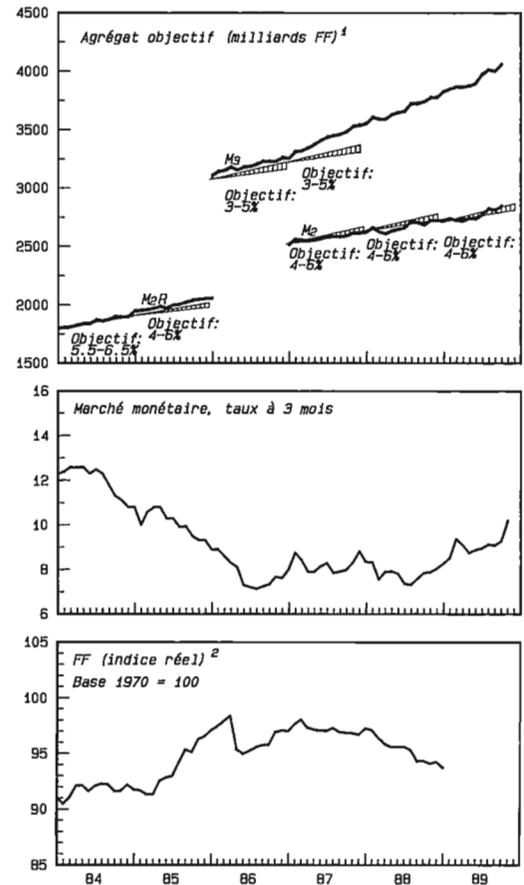
L'économie française a continué sa progression à un rythme vigoureux au deuxième trimestre. En termes réels, le produit intérieur brut dépassait de 3,4% son niveau du même trimestre de 1988. Toutes les composantes de la demande ont contribué à la croissance, mais les exportations (+ 9,9%) et les investissements en biens d'équipement (+ 6,3%) ont joué un rôle important.

Les enquêtes conjoncturelles les plus récentes montrent que l'essor s'est maintenu durant l'été. En moyenne des mois de juillet et d'août, la production industrielle était supérieure de 4% au niveau observé un an auparavant. Le taux d'utilisation des capacités de production a néanmoins fléchi légèrement, les entreprises ayant beaucoup investi au cours des trimestres précédents pour développer leur appareil de production. Pour les prochains mois, les entreprises s'attendent à une accélération de la croissance de la production, étant donné en particulier la forte progression des commandes, en provenance de l'étranger notamment. En outre, le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est inscrit en hausse à partir du mois d'août.

La bonne conjoncture a permis une nouvelle augmentation de l'emploi. Le chômage est resté cependant le point faible de l'économie française; son taux n'a pas varié du deuxième au troisième trimestre (9,5%). La réinsertion des travailleurs peu qualifiés, depuis longtemps sans emploi, est un problème particulièrement aigu.

La vigueur de l'expansion économique s'est traduite également par une forte augmentation des importations. En valeur, les achats à l'étranger dépassaient, en juillet en en août, de 15,4% le chiffre observé un an auparavant. Les exporta-

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

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

tions ayant progressé à un rythme moins rapide (13,9%), le déficit de la balance commerciale s'est élargi pour atteindre 7,2 milliards de francs français (chiffre provisoire), contre 4,2 milliards pour la période correspondante de 1988. La balance courante a enregistré un déficit de 3,6 milliards de francs français; si l'on prend les huit premiers mois de l'année, son solde passif a passé de 6,4 milliards en 1988 à 11,5 milliards de francs français l'année suivante.

Le projet de budget que le gouvernement français a présenté au début d'octobre prévoit pour 1990 un déficit plus faible des comptes de l'Etat, mais aussi des allègements d'impôts. Le taux d'imposition des bénéfices réinvestis sera ramené de 39% à 37%, pour renforcer la compétitivité des entreprises dans la perspective du grand marché intérieur européen de 1992. En outre, le taux de TVA le plus élevé – il s'applique notamment aux voitures – sera abaissé de 28% à 25%, en vue de contribuer à l'harmonisation fiscale au sein de la Communauté européenne. En dépit des abattements prévus sur le plan fiscal, le gouvernement escompte une hausse des recettes publiques de 6,8% en termes nominaux. Comme les dépenses publiques augmenteront de 5,3%, le déficit budgétaire sera ramené à 90,2 milliards de francs français, soit à 1,4% du produit intérieur brut. Pour l'exercice en cours, l'excédent de dépenses correspondra à 1,7% du PIB.

Grâce à la baisse des prix pétroliers, le taux annuel de renchérissement a diminué légèrement au troisième trimestre. En un an, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 3,4%, contre 3,6% le trimestre précédent. La crainte de voir l'inflation attisée par de substantielles augmentations de salaires demeure cependant.

Au troisième trimestre, l'expansion des agrégats monétaires s'est un peu accélérée. Par rapport au quatrième trimestre de 1988, sa période de référence, la masse monétaire  $M_2$  a augmenté en moyenne de 4,3% en taux annualisé. Pour la première fois de l'année, elle a évolué à l'intérieur de la fourchette de 4 à 6%, fixée pour 1989.

Le 5 octobre, à l'instar d'autres instituts d'émission européens, la Banque de France a relevé ses taux d'intervention de trois quarts de point. Le taux d'intervention sur appel d'offres a été porté à 9,5%, et celui des pensions de 5 à 10 jours, à 10,25%. Les grandes banques françaises ont alors relevé leur taux de base de 10% à 10,5%, avec effet au 9 octobre. Pour limiter la croissance des crédits, la Banque de France a augmenté d'un demi-point les taux des réserves obligatoires que les banques doivent constituer sur les dépôts à vue et à terme.

## *Italie*

L'économie italienne, en expansion depuis six ans, est restée vigoureuse. Le produit intérieur brut réel dépassait de 3,7%, au deuxième trimestre, son niveau de la période correspondante de 1988 (premier trimestre, 3,5%). La consommation privée a augmenté de 4,1% (4,4%), soit à un rythme toujours supérieur à la moyenne.

Après un recul au début de l'année, l'indice de la production industrielle s'est redressé lentement au deuxième trimestre, puis fortement. Au troisième trimestre, il était supérieur de 4,5% au niveau enregistré un an auparavant (deuxième trimestre: 2,6%). D'un trimestre à l'autre, le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 80% à 82%.

Grâce à la bonne conjoncture, le taux de chômage a diminué à 11,9% au deuxième trimestre, soit à un niveau qui n'avait plus été observé depuis dix ans. Mais le chômage était presque quatre fois plus élevé dans le sud du pays (21,3%) que dans le nord (5,8%). L'effectif des personnes occupées progressera probablement de 1,3% en 1989 pour s'établir à 23,5 millions.

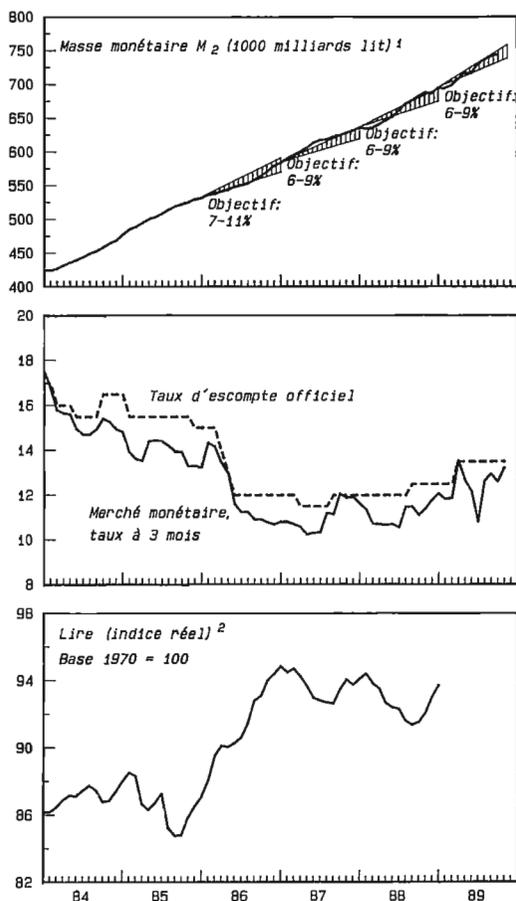
Le renchérissement, qui s'était accéléré à partir de l'automne dernier, n'a pas fléchi au troisième trimestre. L'indice des prix à la consommation a augmenté, en un an, de 6,8%, contre 6,9% au deuxième trimestre.

Entre décembre 1988 et septembre 1989, la balance commerciale est restée constamment déficitaire, la forte demande intérieure ayant conduit à une expansion rapide des importations. Toutefois, les dernières statistiques indiquent une accélération des exportations et un net ralentissement du côté des importations.

En octobre, le gouvernement a présenté son projet de budget pour 1990. Il prévoit un déficit correspondant à 10,5% du produit intérieur brut. Cet objectif est généralement considéré comme très optimiste.

La Banque d'Italie a maintenu à peu près inchangé le cours de sa politique monétaire. Au troisième trimestre, la masse monétaire  $M_2$  dé-

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)

passait de 10% le niveau observé un an auparavant. Depuis la fin de 1988, elle a augmenté de 8,7%, en taux annualisé, soit à un rythme qui se situe dans la fourchette choisie comme objectif (6 à 9%). Au troisième trimestre, les taux à court terme s'inscrivaient à 11%, et les rendements à long terme, à près de 12%. La demande de crédits bancaires a continué sur sa forte lancée. En l'espace de douze mois, les crédits ont progressé de 22,3% (deuxième trimestre: 21,2%). La banque centrale italienne n'a pas participé à la der-

nière hausse des taux directeurs en Europe. Elle a estimé en effet que son taux de l'escompte était déjà élevé, comparé à ceux des autres pays du continent.

## Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires    b) PIB

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

	1985	1986	1987	1988	1989					
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	3,5	1,9	3,7	4,1	5,2	4,6	5,0	4,6	4,3	4,5
Japon	2,0	0,6	0,1	0,7	2,8	2,7	3,0	2,6	2,6	
Rép. féd. d'Allemagne	2,2	-0,1	0,2	1,3	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	3,2
Royaume-Uni	6,1	3,4	4,2	4,9	8,2	7,7	8,2	7,3	7,6	7,3
France	5,8	2,7	3,1	2,7	3,6	3,4	3,5	3,4	3,4	3,6
Italie	8,6	6,1	4,6	5,0	6,9	6,8	7,0	6,7	6,6	6,8
Suisse	3,4	0,8	1,4	1,9	2,9	3,1	3,0	3,0	3,4	3,6

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

	1985	1986	1987	1988	1989					
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	7,1	6,9	6,2	5,5	5,3	5,2	5,2	5,2	5,3	5,3
Japon	2,6	2,8	2,8	2,5	2,3	2,2	2,2	2,3	2,2	
Rép. féd. d'Allemagne e)	9,3	9,0	8,9	8,7	7,9	7,8	7,9	7,8	7,8	7,8
Royaume-Uni b), d)	11,1	11,4	10,2	8,2	6,4	6,1	6,3	6,1	6,0	
France b)	10,2	10,4	10,5	9,9	9,5	9,5	9,6	9,5	9,5	9,5
Italie b)	10,6	11,0	12,0	12,0	12,1 <sup>c</sup>					
Suisse	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

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

### 1.4 Balance des transactions courantes

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

	1985	1986	1987	1988a)	1988a)			1989a)		
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
Etats-Unis	-117,7	-140,6	-154,0	-135,3	-33,7	-32,6	-28,7	-30,7	-31,0	
Japon	49,2	85,8	87,0	79,6	17,1	18,4	20,8	21,5	12,5	13,2
Rép. féd. d'Allemagne	16,4	39,2	44,8	48,3	14,9	12,1	11,1	16,8	13,7	14,4
Royaume-Uni	4,3	0,2	-0,3	-26,1	-5,0	-5,8	-9,8	-7,8	-7,4	
France	-0,2	2,9	-4,1	-4,2	0,0	-1,1	-3,8	1,6	-1,2	
Italie	-3,7	2,5	-1,0	-4,2	0,3	2,6	-0,1	-	-	
Suisse b)	5,0	6,9	7,6	8,4	1,6	1,2	1,9	2,7	0,9	1,1

a) Chiffres provisoires    b) Variations saisonnières non déduites

## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Aperçu

Au troisième trimestre de 1989, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,3% par rapport à la période correspondante de 1988. Cette expansion d'un niveau toujours élevé reflète une excellente situation conjoncturelle. Toutes les composantes n'ont toutefois pas progressé à ce rythme. Les dépenses de consommation sont restées soutenues, malgré un recul de leur taux de croissance. Avec les investissements en constructions, elles ont contribué en majeure partie à ce résultat positif. Par contre, les investissements en biens d'équipement n'ont plus enregistré de hausse. En outre, les exportations de marchandises ont augmenté de 3,9% seulement en termes réels; comme les ventes de services à l'étranger (le tourisme) ont continué à être florissantes, la croissance des exportations globales n'a diminué que faiblement.

D'autres indicateurs font apparaître une évolution quelque peu atténuée de la conjoncture. La marche des affaires dans l'industrie a faibli un peu, et les projets de constructions n'ont guère augmenté.

La production intérieure étant toujours forte, les tensions se sont maintenues sur le marché du travail. Le nombre des personnes occupées a encore progressé, et le taux de chômage est resté à 0,5%.

Le renchérissement annuel, mesuré à l'indice des prix à la consommation, s'est accéléré depuis la fin du troisième trimestre. Après avoir reculé en juillet, l'indice des prix a augmenté fortement par la suite sous l'effet du net relèvement du prix de l'huile de chauffage et de la hausse des loyers (novembre: 4,4%).

Comme le danger inflationniste n'est toujours pas écarté, la Banque nationale a maintenu le cours restrictif de sa politique monétaire. D'août à octobre, la monnaie centrale dessaisonnalisée était inférieure de 2,1%, en taux annualisé, au niveau moyen de la période de référence (deuxième trimestre: - 1,9%). Les avoirs en comptes

de virements n'ont guère varié de juillet à octobre; en novembre, ils ont baissé à 3,1 milliards de francs. La croissance des billets en circulation a marqué un ralentissement.

Jusqu'au début du mois d'octobre, les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse ont évolué comme les taux allemands. De juillet à septembre, elles ont encore haussé nettement; l'écart avec les taux allemands a donc diminué. En octobre toutefois, il s'est creusé de nouveau; les taux ont progressé en Allemagne, alors qu'ils restaient stables en Suisse. Au contraire de la Banque fédérale d'Allemagne, la Banque nationale n'a pas resserré les rênes monétaires. Elle a relevé le taux officiel de l'escompte d'un demi-point seulement au début du mois d'octobre, mais n'a pas modifié l'offre de monnaie.

Les taux se sont aussi raffermis sur le marché des capitaux. L'écart avec les taux plus élevés sur le marché monétaire a toutefois subsisté. Après s'être établi à 5,18% à fin juillet, le rendement moyen des obligations fédérales atteignait 5,41% à fin octobre.

Le franc suisse s'est déprécié face au dollar des Etats-Unis et au mark allemand entre les mois de juillet et d'octobre. Au troisième trimestre, le cours réel du franc, pondéré par le commerce extérieur, s'inscrivait 4,7% au-dessous du niveau observé un an auparavant (deuxième trimestre: -8,9%).

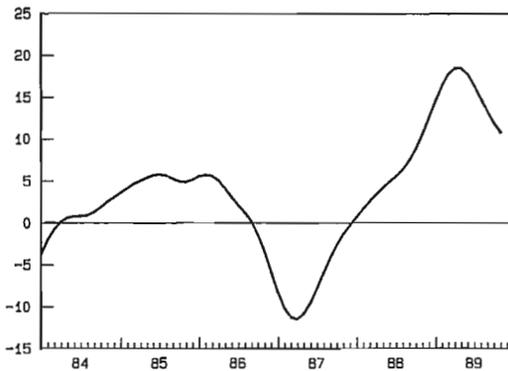
Le 13 octobre, les cours des actions ont chuté aux Etats-Unis. Les bourses européennes en ont subi les effets le 16 octobre. A l'étranger, quelques bourses ont dû procéder à des suspensions de séance, tandis qu'en Suisse tous les ordres des clients ont pu être exécutés.

### 2. Evolution de l'économie

#### *Produit intérieur brut et production industrielle*

La croissance annuelle du produit intérieur brut réel a passé de 2,8% au deuxième trimestre de 1989 à 3,3% au troisième trimestre. Les dépenses de consommation privée et les investisse-

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



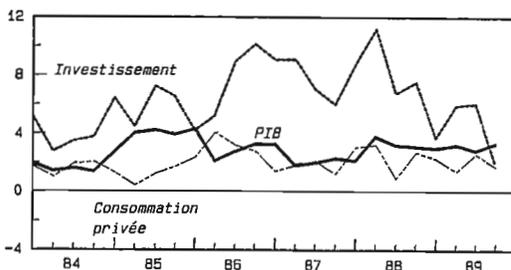
<sup>1</sup> Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis).

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

ments ont toutefois augmenté à des rythmes nettement moins vigoureux qu'au trimestre précédent.

Les investissements en constructions, la principale composante des investissements, ont continué sur leur forte lancée du deuxième trimestre. Leur croissance a compensé en partie le recul des investissements en biens d'équipement. La demande émanant de l'étranger a faibli. Les exportations de services ont certes progressé une nouvelle fois fortement, soit de 7,7%, mais leur expansion n'a pas pu compenser la hausse, net-

**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

tement plus faible qu'aux trimestres précédents, des exportations de marchandises.

L'indicateur sur la "marche des affaires", qui est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, confirme toutefois la persistance de la bonne conjoncture, bien qu'il ait fléchi au troisième trimestre de 1989. Ce repli, le premier depuis longtemps, s'explique par le recul des entrées de commandes dans l'industrie. Comme leurs carnets de commandes sont bien remplis et que leurs prévisions en matière d'entrées de commandes sont optimistes, les entrepreneurs estiment néanmoins que la marche des affaires restera soutenue.

Le taux d'utilisation des capacités de production, qui ressort d'une enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, a reculé un peu au-dessous de 89% au troisième trimestre, du fait de l'extension des capacités techniques dans l'industrie. Il a fléchi légèrement dans l'industrie d'exportation, mais n'a pas varié dans les entreprises axées sur le marché intérieur. La production a enregistré de nouveaux progrès. Au troisième trimestre, l'indice de la production industrielle dépassait de 2% le niveau relevé un an auparavant, contre 6% au deuxième trimestre.

### Consommation privée

Au troisième trimestre de 1989, la consommation privée a augmenté de 1,7%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1988. Sa croissance a ainsi faibli du deuxième (2,6%) au troisième trimestre. Les dépenses dans le domaine des services ont toutefois progressé vigoureusement. La consommation de biens – mesurée au chiffre d'affaires réel du commerce de détail – a quant à elle progressé à un rythme un peu moins soutenu. Les achats de produits alimentaires, de boissons et de tabac ont augmenté faiblement; en revanche, ceux qui ont été effectués dans le domaine du textile et de l'habillement se sont de nouveau accrus, après avoir reculé temporairement en automne 1988. Comme au deuxième trimestre, les ventes de biens durables ont enregistré une nette progression; pour les voitures, l'expansion du chiffre d'affaires a atteint un niveau particulièrement élevé. La crois-

sance du volume des biens de consommation importés a passé de 6,3% au deuxième trimestre à 2,3% au trimestre suivant, les achats à l'étranger de produits alimentaires, de boissons et de tabac ainsi que de biens durables ayant diminué légèrement. La bonne conjoncture s'est reflétée surtout dans la forte expansion des dépenses liées aux services. Dans l'hôtellerie notamment, la croissance des nuitées de touristes suisses n'a pas fléchi au troisième trimestre. Après les excellents développements du premier trimestre, le secteur touristique a ainsi continué sur sa lancée.

Selon l'enquête de l'Office fédéral des questions conjoncturelles, la propension à consommer est restée très ferme, bien qu'elle n'ait plus guère progressé d'un trimestre à l'autre. Il ressort des données recueillies auprès des détaillants par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ que ceux-ci s'attendent à une demande toujours aussi soutenue, mais qui se stabilisera à un haut niveau.

### Investissements

En termes réels, les investissements dépassaient, au troisième trimestre, de 1,9% le niveau de la période correspondante de 1988, contre 6,1% au deuxième trimestre. Ceux en biens d'équipement ont diminué de 2,4% (deuxième trimestre: + 6%). Comme ce recul est dû en partie à la méthode utilisée pour l'enquête, les investisse-

ments en biens d'équipement devraient enregistrer une reprise au quatrième trimestre. Considérée sur une plus longue période, la propension à investir donne toutefois certains signes de faiblesse. L'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines confirme cette tendance. Les entrées de commandes ont faibli au troisième trimestre; pour les trois premiers trimestres de 1989, elles s'inscrivaient néanmoins 13,8% au-dessus du niveau de la période correspondante de 1988.

Les investissements en constructions ont continué à augmenter par rapport à la période correspondante de 1988; leur progression (4,7%) n'a toutefois pas été aussi élevée qu'au deuxième trimestre. Une enquête de la Société suisse des entrepreneurs montre que l'activité est restée néanmoins vive dans la construction; la production s'est maintenue à un niveau élevé et les dépenses d'investissements se sont accrues. Les entrées de commandes, dont l'expansion avait faibli au deuxième trimestre, ont diminué de 2%, en termes réels, au troisième; elles ont reculé de 5% dans le secteur des logements et de 4,5% dans celui des constructions artisanales et industrielles. La demande des entreprises, qui s'était nettement raffermie en 1988, avait déjà commencé à faiblir au deuxième trimestre. Les investissements en constructions artisanales et industrielles ne devraient cependant pas reculer encore nettement au cours des prochains trimestres, les réserves de travail atteignant toujours neuf mois.

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

	1985	1986	1987	1988	1988			1989		
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
Importations de biens d'équipement (volume) <sup>1</sup>	8,7	14,5	10,0	-	-	-	-	7,8	9,0	-1,0
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes	-15,0	3,2	-13,2	7,5	5,7	-13,8	18,4	-30,4	33,1	-4,4
Logements construits dans 96 villes	-2,3	-1,5	-16,3	2,1	13,6	-15,2	18,0	-1,9	-20,4	-8,7
Projets de constructions industrielles <sup>2</sup>										
- volume des projets	34,4	21,8	-0,1	-15,9	-32,0	-0,6	-15,7	17,7	99,7	37,1
- nombre de projets	12,6	5,2	0,1	-5,0	-24,0	-1,0	1,1	-15,7	49,7	4,9

<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

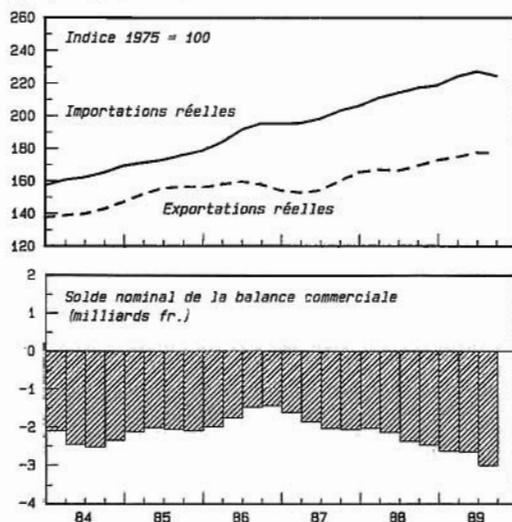
### Commerce extérieur et balance courante

Après deux années de hausse vigoureuse, les exportations ont enregistré un ralentissement de leur croissance au troisième trimestre. L'expansion annuelle des exportations de biens a passé, en volume, de 10,4% au deuxième trimestre à 3,9% au troisième. Du fait du net renchérissement des marchandises exportées (6,8% selon l'indice des valeurs moyennes), elle est restée élevée en termes nominaux (10,9%). Comme le trimestre précédent, la plus forte croissance a été observée pour les livraisons à l'étranger de biens de consommation, grâce une nouvelle fois aux ventes de l'industrie horlogère. Les exportations de biens d'équipement, de matières premières et de produits semi-finis ont augmenté dans une plus faible mesure qu'au trimestre précédent; l'industrie des machines, la branche de l'électronique et la métallurgie ont enregistré des taux supérieurs à la moyenne. Les ventes à l'étranger de l'industrie chimique se sont, par contre, nettement repliées en termes réels; ce recul pourrait toutefois découler d'une modification de la structure des ventes, modification qui a entraîné une surestimation de l'évolution des prix.

En termes nominaux, les exportations vers les pays extra-européens de l'OCDE ont augmenté de 12,5%, contre 22,1% au deuxième trimestre; les livraisons vers les Etats-Unis ont été tout particulièrement touchées par ce ralentissement. La croissance des exportations vers la CEE est restée soutenue au troisième trimestre et s'est bien répartie sur les différentes régions. Les ventes aux pays de l'AELE n'ont quasiment pas varié. Hors de la zone de l'OCDE, les livraisons aux pays exportateurs de pétrole ont encore reculé; le rythme d'expansion des exportations vers les autres pays en développement et vers les Etats à économie planifiée s'est modéré, après avoir atteint un niveau supérieur à la moyenne au deuxième trimestre.

La croissance annuelle des importations a elle aussi faibli au troisième trimestre, puisqu'elle a atteint 9,7% en termes nominaux (deuxième trimestre de 1989: 19,2%) et 2% en termes réels (7,5%). Les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ont de nouveau progressé dans une très forte mesure, alors que

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)

ceux de biens d'équipement reculaient pour la première fois depuis longtemps. Le recul a touché particulièrement les importations de véhicules routiers, celles de machines et appareils ont aussi accusé une nette baisse. Quant aux importations de produits énergétiques, elles ont encore régressé.

Au troisième trimestre, la balance des transactions courantes s'est soldée par un excédent de 1,8 milliard de francs; une année auparavant, celui-ci atteignait 1,9 milliard de francs. L'alourdissement du déficit de la balance des marchandises a été compensé par l'accroissement de l'excédent de la balance des services; cette dernière évolution est due surtout à la croissance des recettes touristiques et des commissions bancaires.

Les salaires versés aux frontaliers étrangers ont une nouvelle fois augmenté plus fortement que les revenus de capitaux. Le déficit accru des transferts unilatéraux à l'étranger s'explique par l'effectif plus élevé des travailleurs étrangers dans notre pays.

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

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

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

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

	1986	1987	1988	1988a)			1989*)		
				2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
		a)	a)	a)	a)	a)	*)	*)	*)
<b>Recettes</b>									
Exportations de marchandises	69,2	69,6	76,5	18,9	18,3	20,9	20,4	22,3	20,6
Commerce spécial (indice I)	67,0	67,5	74,1	18,3	17,8	20,3	19,8	21,7	20,0
Autres exportations de marchandises <sup>2</sup>	2,2	2,1	2,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Exportations de services	19,9	20,9	21,2	5,0	6,4	4,2	5,9	5,6	7,1
Revenus de facteurs <sup>3</sup>	27,0	28,0	30,9	7,6	7,8	7,9	8,8	9,3	9,3
Transferts sans contrepartie	2,8	2,8	3,0	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Total	118,9	121,4	131,5	32,2	33,2	33,8	35,8	38,0	37,8
<b>Dépenses</b>									
Importations de marchandises	76,6	78,1	85,4	21,5	20,9	22,9	23,2	26,0	23,6
Commerce spécial (indice I)	73,5	75,2	82,4	20,8	20,2	22,1	22,3	25,1	22,7
Autres importations de marchandises <sup>2</sup>	3,1	3,0	3,0	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8
Importations de services	9,8	10,3	11,4	3,0	4,6	2,2	1,7	3,2	5,0
Revenus de facteurs <sup>3</sup>	15,4	16,6	16,9	4,1	4,3	4,5	5,3	5,7	5,8
Transferts sans contrepartie	4,7	5,1	5,5	1,4	1,5	1,3	1,4	1,5	1,6
Total	106,5	110,1	119,2	30,0	31,3	31,0	31,5	36,4	35,9
<b>Solde de la balance des transactions courantes</b>	12,3	11,3	12,3	2,2	1,9	2,8	4,3	1,6	1,9

a) Chiffres révisés

\*) 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

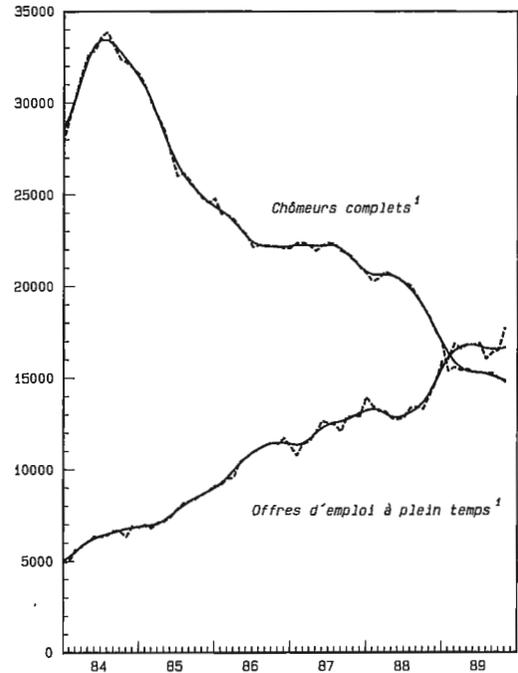
En 1989, l'excédent de la balance courante devrait s'établir à 9,5 milliards de francs, contre 12,3 milliards en 1988. Ce recul est dû en majeure partie au fait que les prix à l'importation ont augmenté plus fortement que ceux à l'exportation, les achats à l'étranger et les ventes à l'étranger ayant progressé à peu près aux mêmes rythmes que l'année précédente en volume.

### Emploi et marché du travail

Malgré les tensions qui ont régné sur le marché du travail, l'emploi s'est accru, au troisième trimestre, de 1,4% par rapport au niveau observé une année auparavant. Après avoir reculé à 0,6% au deuxième trimestre, le taux de croissance de l'emploi a retrouvé approximativement son rythme antérieur. Cette variation s'explique avant tout par le fait que, dans de nombreux cantons à forte densité de population, le passage à la vie active a eu lieu cette année, pour la première fois, en automne et non plus au printemps comme précédemment. Le nombre des personnes occupées a progressé de 1,5% dans le secteur tertiaire, de 1,3% dans l'industrie et de 1,1% dans la construction.

Le nombre des chômeurs complets a encore diminué en données corrigées des variations saisonnières; le taux de chômage s'est maintenu à 0,5%. Le nombre des places vacantes, annoncées aux offices du travail, n'a quasiment pas changé en données corrigées des variations saisonnières. La demande n'en a pas diminué pour

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

autant, car les employeurs ont cherché à compenser le manque de main-d'oeuvre par des heures supplémentaires. L'effectif des chômeurs partiels, qui était déjà très bas, a lui aussi fléchi une fois encore.

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

	1985	1986	1987	1988	1989					
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	juillet	août	sept.	oct.
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	0,8	1,0	1,2	1,3	0,6	1,4	-	-	-	-
Taux de chômage <sup>2, 3</sup>	0,9	0,7	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Chômeurs <sup>3</sup>	27 025	22 770	21 918	19 524	14 861	13 476	13 751	13 526	13 151	13 401
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail <sup>3</sup>	2 133	2 058	4 142	3 948	764	325	325	525	530	287
Offres d'emploi à plein temps <sup>3</sup>	7 898	10 734	12 348	13 552	17 510	16 897	16 790	16 770	17 132	17 817

<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

Source: La Vie économique, OFIAMT

## Prix et salaires

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel a atteint 3,1% au troisième trimestre, contre 2,9% au deuxième. Les biens ont renchéri de 2,5% dans l'ensemble, soit une nouvelle fois moins que les services. Si les prix des marchandises étrangères se sont accrus de 3,6% du fait de la hausse des prix pétroliers, ceux des biens indigènes ont augmenté de 2,9%, comme au deuxième trimestre.

Par la suite, le renchérissement s'est accéléré pour atteindre 3,6% en octobre. Cette nouvelle poussée s'explique par le fort relèvement des prix de l'huile de chauffage. L'indice des prix de la catégorie «chauffage et éclairage», qui avait progressé de 8,1% au troisième trimestre, était en octobre de 18,2% supérieur au niveau de l'année précédente. En novembre, le renchérissement a atteint 4,4%, en raison avant tout du relèvement des loyers. L'indice des loyers, qui fait l'objet d'un relevé semestriel, dépassait de 7% le niveau enregistré une année auparavant.

L'indice des prix de gros a augmenté de 4,2% au troisième trimestre, contre 5,1% au deuxième trimestre. Par rapport au premier semestre, le renchérissement s'est donc replié nettement. Le ralentissement de la hausse des prix des marchandises importées a été en majeure partie à l'origine de cette évolution. L'expansion annuelle de l'indice des prix des biens importés a passé de 9,4%

au deuxième trimestre à 6,6% au troisième. Quant aux marchandises suisses, elles ont renchéri de 3,3% (deuxième trimestre: 3,6%). L'escalade des prix de gros a repris en octobre, sous l'effet de la hausse massive des prix des produits énergétiques.

Selon des estimations de l'OFIAMT, les gains des travailleurs ont progressé de 3,7–4%, en termes nominaux, en 1989. Abstraction faite du renchérissement (hausse de l'indice des prix à la consommation), les salaires réels ont augmenté de 0,7–1,0%.

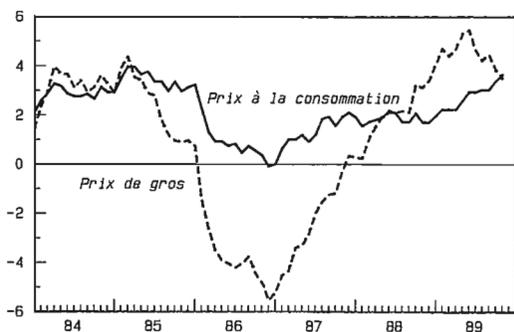
## 3. Evolution monétaire

### Agrégats monétaires

La Banque nationale a maintenu le cours restrictif de sa politique monétaire durant les mois d'août à octobre 1989. Elle a réduit de 0,3 milliard de francs, par rapport au niveau des trois mois précédents, le montant moyen des avoirs en comptes de virements que les banques détiennent à l'institut d'émission. Aussi, cette baisse et le ralentissement de la croissance des billets en circulation ont-ils entraîné une nouvelle diminution de la monnaie centrale dessaisonnalisée par rapport au niveau de la période de référence (quatrième trimestre de 1988). En taux annualisé, le recul a passé en moyenne de 1,9% de mai à juillet à 2,1% d'août à octobre. L'écart par rapport à l'objectif que la Banque nationale a fixé à la fin de 1988 n'a donc guère varié. Il est dû pour moitié environ au recul de la demande de liquidités bancaires, à la suite de la révision des dispositions y relatives, et à la phase d'adaptation au SIC. Le reste est imputable au resserrement, opéré depuis le début de l'année, des rênes de la politique monétaire.

Le 6 octobre, la Banque nationale a porté le taux de l'escompte de 5 1/2% à 6%. Cette décision a été prise en corrélation avec des mesures adoptées par d'autres banques centrales. En adaptant ce taux à l'évolution du marché, la Banque nationale a confirmé le cours restrictif de sa politique monétaire; toutefois, elle n'a pas cherché à restreindre l'offre de liquidités. Au mois d'octobre, les avoirs en comptes de virements ont atteint

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

**Tableau 6: Monnaie centrale ajustée**

	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>	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
1988 1 <sup>er</sup> trim.	25 525	3,6	7 620	-9,3	33 145	125	33 020	1,3
1988 2 <sup>e</sup> trim.	25 516	4,3	5 627	-34,3	31 143	47	31 096	-3,6
1988 3 <sup>e</sup> trim.	25 660	4,5	5 247	-37,8	30 906	50	30 856	-4,5
1988 4 <sup>e</sup> trim.	26 574	4,3	4 175	-54,0	30 749	41	30 708	-8,7

	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 1 <sup>er</sup> trim.	26 727	4,7	3 867	-48,5	30 594	1,012	30 242	-
1989 2 <sup>e</sup> trim.	26 309	3,1	3 601	-35,6	29 910	0,999	29 951	-
1989 3 <sup>e</sup> trim.	26 106	1,7	3 305	-36,7	29 411	0,987 <sup>P</sup>	29 808 <sup>P</sup>	-
1989 avril	26 332	3,7	3 495	-43,2	29 827	1,000 <sup>P</sup>	29 827 <sup>P</sup>	-3,8 <sup>P</sup>
1989 mai	26 373	3,3	3 788	-28,6	30 161	0,997 <sup>P</sup>	30 252 <sup>P</sup>	-0,4 <sup>P</sup>
1989 juin	26 223	2,4	3 520	-35,1	29 743	0,999 <sup>P</sup>	29 773 <sup>P</sup>	-3,0 <sup>P</sup>
1989 juillet	26 284	2,2	3 329	-42,3	29 613	0,993 <sup>P</sup>	29 822 <sup>P</sup>	-2,4 <sup>P</sup>
1989 août	25 995	1,7	3 234	-36,9	29 229	0,981 <sup>P</sup>	29 795 <sup>P</sup>	-2,3 <sup>P</sup>
1989 sept.	26 039	1,3	3 352	-30,8	29 391	0,986 <sup>P</sup>	29 808 <sup>P</sup>	-2,0 <sup>P</sup>
1989 oct.	26 005	0,8	3 208	-25,6	29 213	0,982 <sup>P</sup>	29 748 <sup>P</sup>	-2,0 <sup>P</sup>
1989 nov.	26 002	0,0	3 059	-23,8	29 061	0,986 <sup>P</sup>	29 474 <sup>P</sup>	-2,8 <sup>P</sup>

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

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

<sup>P</sup> chiffre provisoire

3,2 milliards de francs, soit environ le même montant qu'en août; de leur côté, les taux à court terme sont restés relativement stables. Au mois de novembre, les avoirs en comptes de virements ont reculé à 3,1 milliards de francs, la demande de liquidités ayant encore reculé malgré le repli des taux de l'argent au jour le jour.

Le net ralentissement de la croissance des billets en circulation, observé depuis le milieu de l'année, a résulté de la hausse des taux d'intérêt, notamment des rémunérations servies sur les fonds d'épargne. Le taux annuel d'expansion des bil-

lets en circulation a passé de 3,1% au deuxième trimestre à 1,7% au troisième et à 0,8% en octobre. Les coupures de cinq cents et de mille francs ont subi les effets de ce ralentissement.

Au troisième trimestre, la masse monétaire  $M_1$  a fléchi de 6,1% par rapport au niveau observé une année auparavant (deuxième trimestre: -7,4%). Cette évolution a découlé, d'une part, du recul de 9,2% (-11,6%) des dépôts à vue, consécutive au bas niveau des rémunérations, et, d'autre part, de la croissance, même affaiblie, du numéraire en circulation.

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	7,9	9,8
1988 1 <sup>er</sup> trim. <sup>2</sup>	17,4	10,2	11,2
1988 2 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	18,5	8,9	11,2
1988 3 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	14,0	7,9	9,8
1988 4 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	8,2	4,5	6,8
1989 1 <sup>er</sup> trim. <sup>2</sup>	-2,9	13,0	6,6
1989 2 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	-7,4	20,1	6,1
1989 3 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	-6,1	23,2	5,7
1989 mars	-3,4	16,5	6,9
1989 avril	-7,3	16,2	5,7
1989 mai	-8,3	20,2	6,0
1989 juin	-6,5	23,8	6,6
1989 juillet	-7,4	22,3	5,4
1989 août	-5,7	23,3	5,7
1989 sept.	-5,1	24,1	6,0
1989 oct.	-6,8	25,5	6,1

<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

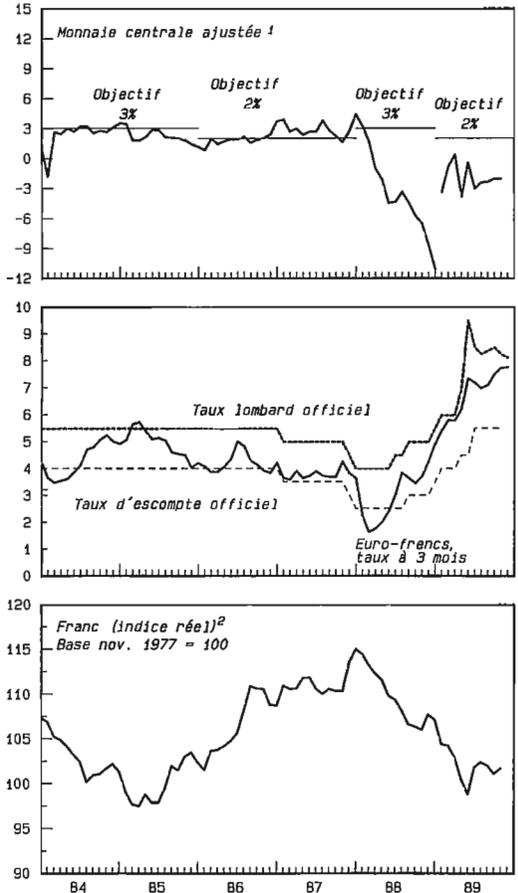
Les dépôts à terme dépassaient, au troisième trimestre, de 56,6% le niveau observé un an auparavant, contre 54,9% au deuxième trimestre. L'attrait des rémunérations servies sur ces dépôts a entraîné des transferts d'avoirs à vue mais surtout de fonds d'épargne et de fonds placés sur le marché des capitaux vers cette forme de placement. Le taux de croissance de la masse monétaire M<sub>2</sub> a donc atteint 23,2% au troisième trimestre, contre 20,1% au deuxième.

Plusieurs relèvements des rémunérations servies sur les dépôts d'épargne n'ont pas empêché ces fonds de reculer de 8,6% au troisième trimestre (deuxième trimestre: -5,1%); les taux nettement plus favorables offerts par d'autres placements ont joué à cet égard un rôle non négligeable. Le taux d'expansion de la masse monétaire M<sub>3</sub> a passé de 6,1% au deuxième trimestre à 5,7% au troisième.

## Marché monétaire

Après avoir reculé vers le milieu de l'année, les

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

taux à court terme ont amorcé un nouveau mouvement de hausse sous l'influence de la politique monétaire restrictive de la Banque nationale. La rémunération moyenne de l'argent au jour le jour a augmenté de 6,6% à 7% du deuxième au troisième trimestre. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a passé d'à peine 7% à 7,2% dans le même temps. Il s'est encore élevé durant la première moitié du quatrième trimestre pour atteindre 7,75%. Le taux de l'argent au jour le jour a baissé par contre et s'est établi au-dessous de la barre des 7%.

L'écart entre les taux du marché des euro-dollars et ceux du marché des euro-francs a diminué, car le recul des premiers a été accompagné de la hausse des seconds. Si cet écart était encore de 4,4 points en avril pour les dépôts à trois mois, il a fléchi à moins de 0,5 point en novembre. Entre les mois de mai et de septembre, les rémunérations des placements sur le marché des euro-marks ont été inférieures à celles des dépôts sur le marché des euro-francs. En automne, les taux des placements en marks ont toutefois retrouvé un niveau supérieur à ceux des dépôts en francs suisses, comme cela était habituel par le passé.

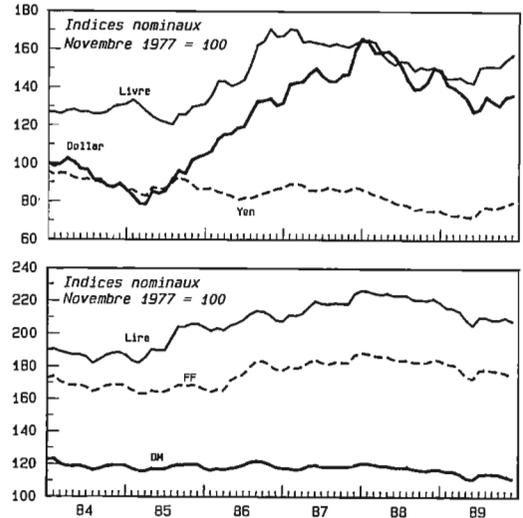
Le rendement des créances comptables à trois mois sur la Confédération qui, avait reculé de près d'un point entre les émissions de juin et d'août, a de nouveau égalé en octobre le record de l'année, soit 7,5%, enregistré juste avant cette baisse. En novembre, il s'est établi juste au-dessous de ce niveau. Depuis l'automne 1989, le nombre des émissions de créances comptables a été relevé à deux par mois.

### Marché des changes

Durant les mois d'août à novembre, le franc suisse a évolué inégalement face aux monnaies des principaux pays industrialisés. Il a reculé de 1,2% à 4% vis-à-vis du dollar américain, du mark allemand, du franc français et de la lire italienne, alors qu'il se revalorisait de 4,5% et de 5,3% par rapport au yen japonais et à la livre sterling.

Pendant ces quatre mois, le dollar a atteint en moyenne fr. 1,65 (août à novembre 1988: fr.

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

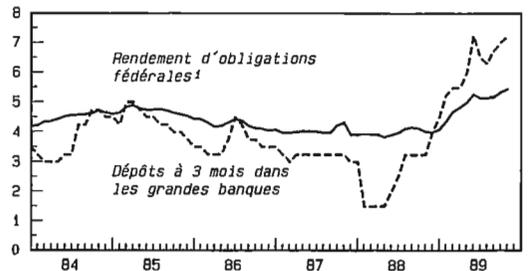


<sup>1</sup> En termes de quelques monnaies étrangères

1,54), le yen japonais, fr. 1,15 pour 100 unités (fr. 1,18) et le mark allemand, 87 centimes (84 centimes). En l'espace d'une année, le franc s'est donc déprécié de 7% face au dollar et de 3,4% face au mark allemand, tandis qu'il haussait de 2,7% vis-à-vis du yen japonais.

La Banque du Japon et le Système de réserve fédérale notamment sont intervenus massivement sur les marchés des changes entre les mois

### 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

d'août et de novembre. Dans le cadre d'opérations concertées, la Banque nationale suisse a vendu 400 millions de dollars de septembre à novembre.

Le cours réel du franc a encore reculé au troisième trimestre de 1989, mais à un rythme nettement moins rapide que précédemment. En données pondérées par le commerce extérieur et corrigées des variations des prix à la consommation, le franc a reculé de 4,7% en l'espace d'une année (deuxième trimestre: -8,9%). Les plus fortes baisses ont été enregistrées par rapport à la lire (-9,2%) et au dollar (-7,3%). Face au mark, le repli du franc a été de 2,9%, contre 5,5% au deuxième trimestre.

### **Marché des capitaux**

Au troisième trimestre, les rendements ont de nouveau haussé sur le marché des capitaux, après avoir brièvement faibli vers le milieu de l'année. Calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, le rendement moyen des emprunts fédéraux a augmenté de plus d'un quart de point pour atteindre 5,4% à fin septembre; il a dépassé ainsi très légèrement son niveau record du mois de mai. Durant la première moitié du quatrième trimestre, les rendements des obligations fédérales sont restés assez stables sur le marché secondaire; ceux des titres à revenu fixe d'autres débiteurs se sont élevés en revanche. La Confédération a offert en souscription publique jusqu'au 5 octobre, selon le système des enchères, un emprunt à 5,5% et d'une durée de 9/7 ans. Le montant attribué a été fixé à 237 millions de francs et le prix d'émission, à 100%. Les rendements des obligations se sont maintenus à un niveau nettement inférieurs aux taux d'intérêt servis sur les dépôts à court terme.

Au cours du premier semestre, les taux des nouvelles obligations de caisse avaient passé en moyenne de 4,5% à 5,5%; au troisième trimestre par contre, ils ont reculé légèrement. Durant la première moitié du quatrième trimestre, ils ont été portés à 6% en moyenne. La rémunération des nouveaux titres de trois à quatre ans a atteint parfois 6,5%. Quant aux taux des obligations de caisse à cinq et huit ans, ils se sont encore situés

entre un quart et trois quarts de point au-dessous.

Les hausses de taux sur les anciennes hypothèques, que de nombreuses banques avaient annoncées depuis un certain temps, étant entrées en vigueur au mois d'octobre, le taux moyen appliqué aux hypothèques en premier rang octroyées par les banques cantonales a augmenté de plus d'un quart de point pour atteindre 5,9%. Vers le milieu de l'année, cette catégorie de banques a relevé le taux des nouvelles hypothèques de 0,8 point en moyenne, le portant ainsi à 6,25%. Depuis, seuls quelques établissements, au nombre desquels figurent également des grandes banques, ont annoncé de nouvelles hausses. Le taux moyen des nouvelles hypothèques atteignait 6,4% en novembre.

Au troisième trimestre, les émissions d'obligations et d'actions ont totalisé 11,1 milliards de francs, contre 14,9 milliards au trimestre correspondant de 1988. Les débiteurs suisses y ont contribué pour 5 milliards de francs. Après déduction des remboursements de 1,5 milliard de francs, le montant net prélevé sur le marché des capitaux par des emprunteurs suisses a atteint 3,5 milliards de francs, contre 1,5 milliard une année auparavant.

### **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 9,7 milliards de francs. Elles ont donc reculé de 27% par rapport à la période correspondante de 1988 et de 22% par rapport au trimestre précédent; au cours de cette dernière période, une forte hausse avait été enregistrée. En l'espace d'une année, les crédits ont progressé de 45%, alors que les emprunts fléchissaient de 44%.

Au troisième trimestre également, le recul des exportations de capitaux soumises à autorisation a reflété l'incertitude quant à l'évolution future des taux d'intérêt. En outre, le niveau des taux à long terme est resté nettement inférieur à celui des taux à court terme. La notable baisse des émissions, observée en l'espace d'une année, a sur-

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

	Emprunts <sup>1</sup>	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1985	36 969,1	7 748,5	1 940,0	46 657,6
1986	42 961,4	6 768,0	1 259,7	50 989,1
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1988 2 <sup>e</sup> trim.	8 691,0	3 027,5	280,8	11 999,3
1988 3 <sup>e</sup> trim.	10 802,1	2 370,0	179,2	13 351,3
1988 4 <sup>e</sup> trim.	6 997,4	1 614,2	338,2	8 949,8
1989 1 <sup>er</sup> trim.	7 291,0	1 775,7	137,0	9 203,7
1989 2 <sup>e</sup> trim.	9 717,2	2 655,9	89,0	12 462,1
1989 3 <sup>e</sup> trim.	6 006,8	3 582,1	117,7	9 706,6

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

tout touché les emprunts ordinaires («straight bonds»); ceux-ci ont fléchi en effet de 80%. Bien que ce recul ait été particulièrement prononcé au troisième trimestre, il s'était amorcé bien avant, puisque la part des emprunts assortis de droits de conversion d'option a commencé à s'accroître depuis 1987 au détriment de celle des emprunts ordinaires.

Au troisième trimestre seuls des emprunts assortis de droits de conversion ou d'option et émis par des débiteurs japonais ont joué un rôle prépondérant sur le marché. Les bonnes dispositions du marché des actions ont encore renforcé l'attrait de ce type d'emprunts. La part de ces emprunts au total des émissions a passé de 52% à 83% en l'espace d'une année.

Contrairement au premier semestre, la répartition par pays des exportations de capitaux soumises à autorisation n'a pas subi de très grands changements au troisième trimestre par rapport à la période correspondante de 1988. Durant ces douze mois, la part du Japon a diminué de 50% à 44%. Les parts de la Communauté européenne et de l'Amérique du Nord sont restées quasiment inchangées à 26% et à 8%. Les pays de l'AELE et des autres Etats de l'Europe occidentale ainsi que l'Europe de l'Est et l'Afrique ont augmenté leurs part au total des exportations de capitaux soumises à autorisation, alors que les autres catégories de pays ont enregistré une diminution dans l'ensemble. Quant à la part des banques de développement, elle s'est maintenue à quelque 4%.

### **Bilans bancaires et crédits**

L'Allgemeine Aargauische Ersparniskasse et l'Aargauische Hypotheken- & Handelsbank ayant fusionné pour devenir la Neue Aargauer Bank, le nombre des banques comprise dans la statistique a passé de 71 à 70.

A fin septembre 1989, le total des bilans des 70 banques dépassait de 7,2% – ou de 7,1%, abstraction faite des fluctuations du dollar – le niveau observé un an auparavant; durant le troisième trimestre, il a progressé de 1,8%.

A l'actif, les placements financiers ont reculé de 18,5% entre la fin du mois de septembre 1988 et la fin du troisième trimestre de 1989, car les banques ont accordé plus de crédits qu'elles ne pouvaient en financer par les fonds de la clientèle. De ce fait, la part de ces placements au total des bilans a fléchi de 17% à 13%, soit au niveau le plus bas jamais observé. A l'exception des titres qui ont augmenté de 12,9%, tous les postes des placements financiers ont enregistré des taux de variation négatifs. A fin septembre 1989, les liquidités étaient de 18,4%, le solde des opérations interbancaires, de 51% et les effets de change et papiers monétaires, de 9,3% inférieurs à leurs niveaux de l'année précédente.

A la fin du troisième trimestre, les crédits dépassaient de 15,1% le montant de l'année dernière à la même époque. Les débiteurs suisses ont même augmenté de 17,7%. De même, l'évolution des prêts hypothécaires n'a guère fait apparaître

de revirement de tendance. Au troisième trimestre, ces prêts ont progressé de 4,5 milliards de francs, contre 4,6 milliards un auparavant. En l'espace d'une année, leur hausse a atteint 12,5%. L'évolution des crédits de construction a confirmé les tensions régnant sur les marchés des crédits. Les limites de crédits de construction (crédits utilisés et crédits encore à disposition) ont enregistré un taux annuel de croissance de 13,4%, un rythme qui n'avait plus été observé depuis 1981; de leur côté, les crédits de construction utilisés se sont accrus de 10,3%. Durant les mois de juin à août 1989, les limites de crédits de construction ont haussé de 6,3%, à l'instar des crédits de construction utilisés. Une année auparavant, ce taux était de moitié inférieur.

Au passif, le montant total des fonds de la clientèle était à fin septembre de 8% supérieur au niveau observé une année auparavant. Le niveau élevé des taux à court terme a favorisé le poste des créanciers à terme au détriment de celui des créanciers à vue. Dans le secteur en comptes

suisse libellés en francs, les premiers ont augmenté de 57,8% en l'espace d'une année, alors que les seconds reculaient de 10,7%. A la fin du troisième trimestre, la part des créanciers à terme au total des bilans atteignait 27%, enregistrant ainsi un nouveau record absolu. A l'inverse, le taux annuel de variation des fonds d'épargne (-9,1%) et la part de ces fonds au total des bilans (19%) ne se sont jamais établis à des niveaux aussi bas. Entre la fin du mois de septembre 1988 et la même époque de 1989, les obligations de caisse et les obligations ont progressé de 8,6%.

A fin septembre 1989, les placements fiduciaires des 70 banques dépassaient de 37,4% le niveau observé une année auparavant. Les engagements fiduciaires envers des résidents ont augmenté de 50% et ceux envers des non-résidents, de 32%. Comme de coutume, la majeure partie de ces fonds a été placée presque exclusivement à l'étranger.



# Geldmengenziele und schweizerische Geldpolitik: eine Standortbestimmung

Georg Rich\*

Die Nationalbank führt seit dem Uebergang zu flexiblen Wechselkursen im Januar 1973 eine Politik, die hauptsächlich auf der Steuerung der Geldmenge beruht. Sie entschied sich mit der Wahl der Geldmenge als Zielgrösse und geldpolitischen Indikator für ein Konzept, das von prominenten monetaristischen Oekonomen wie Milton Friedman und Karl Brunner seit Jahren propagiert worden war. Der Wiederanstieg der Inflation und die Schwäche des Schweizer Frankens haben jedoch da und dort Zweifel am gegenwärtigen geldpolitischen Konzept der Nationalbank aufgenommen lassen. Der massive Rückgang der Giroguthaben der Banken, der durch die Revision der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften und die Einführung des elektronischen Interbank-Zahlungssystems SIC ausgelöst wurde, hat die Festlegung des geldpolitischen Kurses in den vergangenen zwei Jahren zusätzlich erschwert. Als Folge dieser Probleme drängt sich eine Standortbestimmung auf.

Das Ziel dieses Aufsatzes besteht darin, das gegenwärtige geldpolitische Konzept der Nationalbank unter die Lupe zu nehmen. Dabei sollen die folgenden Aspekte der schweizerischen Geldpolitik behandelt werden: (1) Die Ziele der Geldpolitik, (2) die Rolle der Notenbankgeldmenge als geldpolitischer Indikator und Zielgrösse, (3) die Stabilität der Geldnachfrage, (4) die Qualität anderer geldpolitischer Indikatoren und (5) die Notwendigkeit geldpolitischer Regeln.

## 1. Die Ziele der schweizerischen Geldpolitik

Die Nationalbank bemüht sich hauptsächlich darum, ein stabiles Preisniveau zu erreichen und aufrecht zu erhalten. Die Auffassung, wonach sich die Nationalbank auf das Ziel eines stabilen Preisniveaus konzentrieren sollte, ist in der

Schweiz kaum umstritten. Die Inflation hat erfahrungsgemäss vor allem monetäre Ursachen. Daher liegt der Schlüssel für eine wirksame Inflationsbekämpfung und -verhütung bei der Nationalbank.

Die Aufgabe der Nationalbank, das Preisniveau stabil zu halten, ist indessen schwieriger zu erfüllen, als es auf den ersten Blick erscheint. Bei richtiger Dosierung der Geldpolitik ist die Nationalbank ohne Zweifel imstande, die Preisentwicklung tendenziell zu stabilisieren, d.h. die Teuerung im Durchschnitt mehrerer Jahre bei null Prozent oder leicht darüber zu halten. Grössere Schwierigkeiten bereitet ihr jedoch die Glättung kurzfristiger Schwankungen des Preisniveaus. Die schweizerische Geldpolitik beeinflusst das Preisniveau nämlich mit einer zeitlichen Verzögerung von zwei bis drei Jahren. Sofern sich die Nationalbank darauf beschränkt, das Preisniveau tendenziell zu stabilisieren, wirft diese Wirkungsverzögerung keine schwerwiegenden Probleme auf. Die Nationalbank hat gute Aussichten, ihr Ziel zu erreichen, wenn sie eine mittelfristig ausgerichtete, stetige Geldpolitik führt. Eine erfolgreiche Glättungspolitik setzt hingegen voraus, dass die Nationalbank die Faktoren prognostizieren kann, die für die kurzfristigen Schwankungen des Preisniveaus verantwortlich sind. Diese Schwankungen lassen sich nicht nur auf die Geldpolitik, sondern auch auf Einflüsse zurückführen, die ausserhalb des Machtbereichs einer Notenbank liegen.

So ist der gegenwärtige Teuerungsanstieg in der Schweiz sowohl eine Folge der Geldpolitik der Nationalbank als auch anderer Faktoren. Von Anfang 1987 bis zum Herbst 1988 verfolgte die Nationalbank einen eher expansiven Kurs. Im Jahre 1987 sah sie sich veranlasst, einer tendenziellen Aufwertung des Schweizer Frankens entgegenzuwirken, der die Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Industrie zu beeinträchtigen drohte. Sie überschritt daher das damalige

\* Bereich Volkswirtschaft der Schweizerischen Nationalbank

**Tabelle 1: Geldmengenwachstum: Ziele und tatsächliche Werte (%)**

	Zielvariable <sup>1</sup>	Ziel	Tatsächlich <sup>2</sup>	Korrigiert um Nachfrageverschiebungen <sup>3</sup>
1975	M <sub>1</sub>	6	4,4	
1976	M <sub>1</sub>	6	7,7	
1977	M <sub>1</sub>	5	5,5	
1978	M <sub>1</sub>	5	16,2	
1979	–	–	–	
1980	M <sub>0</sub>	4	– 0,6 <sup>4</sup>	
1981	M <sub>0</sub>	4	– 0,5	
1982	M <sub>0</sub>	3	2,6	
1983	M <sub>0</sub>	3	3,6	
1984	M <sub>0</sub>	3	2,6	
1985	M <sub>0</sub>	3	2,2	
1986	M <sub>0</sub>	2	2,0	
1987	M <sub>0</sub>	2	2,9	
1988	M <sub>0</sub>	3	– 3,9	4
1989	M <sub>0</sub>	2	– 2,0 <sup>3</sup>	0

<sup>1</sup> M<sub>0</sub>: bereinigte Notenbankgeldmenge. Bis 1988 korrigiert um ultimobedingte Veränderungen der Refinanzierungskredite der Nationalbank an die Geschäftsbanken. Ab 1989 saisonbereinigt.

<sup>2</sup> Durchschnitt von zwölf monatlichen Veränderungsraten. Bis 1988 prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat. Ab 1989 prozentuale Veränderung gegenüber dem Durchschnittswert des vierten Quartals des Vorjahres, auf ein Jahr hochgerechnet.

<sup>3</sup> Schätzung. Tatsächliche Werte korrigiert um die durch die Revision der Liquiditätsvorschriften und die Einführung von SIC bedingte Verringerung der Giro Guthaben.

<sup>4</sup> Durchschnitt der monatlichen Zuwachsraten gegenüber November 1979, auf ein Jahr hochgerechnet.

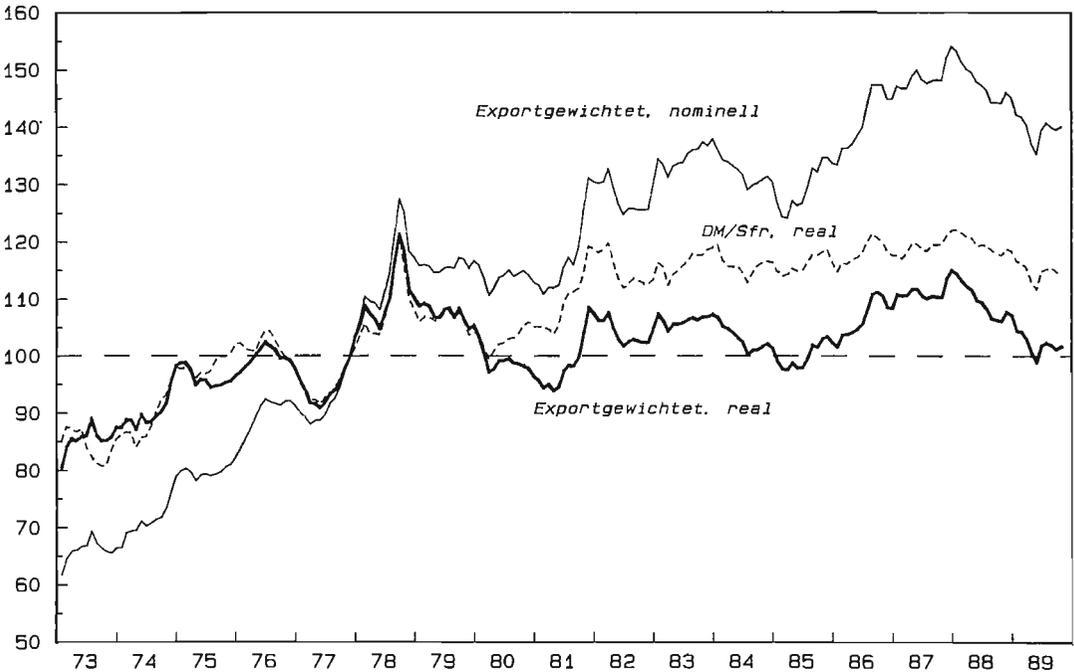
Wachstumsziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge von 2% leicht (Tabelle 1). Neben dem Wechselkurs war jedoch auch der Börsenkrach vom Oktober 1987 für die Zielüberschreitung verantwortlich. Die Nationalbank lockerte – gleich wie andere Notenbanken – in der Folge ihre Geldpolitik weiter, weil sie befürchtete, die Turbulenzen an der Börse würden eine deutliche Konjunkturabschwächung auslösen. Aus diesem Grunde erhöhte sie das Geldmengenziel Ende 1987 auf 3%. Auch die Schwierigkeiten, die aus der Anpassung der Giro Guthaben an die neuen Liquiditätsvorschriften und SIC erwachsen, führten dazu, dass die Geldpolitik in der ersten Hälfte 1988 expansiv blieb (vgl. Ziffer 2).

Im Sommer 1988 setzte sich die Ueberzeugung durch, dass die von den meisten Prognostikern vorausgesagte Rezession nicht eintreten würde. In Westeuropa begann sich das Wirtschafts-

wachstum vielmehr zu beschleunigen. Daher zog die Nationalbank die geldpolitische Bremse wieder an. Ende 1988 senkte sie das Geldmengenziel auf 2% (Tabelle 1), nachdem sie schon seit dem Herbst einen deutlich restriktiveren Kurs verfolgt hatte. Dennoch musste die Nationalbank einen Wiederanstieg der Inflation hinnehmen. Der eher expansive Kurs, den die Nationalbank in den Jahren 1987 und 1988 steuerte, dürfte die am Konsumentenpreisindex gemessene Teuerung tendenziell auf ein Niveau von vielleicht 3% erhöht haben.

Inzwischen ist die Teuerung jedoch auf über 4% gestiegen. Drei Faktoren trugen dazu bei, die geldpolitisch bedingten Teuerungsimpulse zu verstärken. Erstens stieg der Erdölpreis, der in der Schweiz rasch auf den Konsumentenpreisindex durchschlägt. Zweitens übertraf der Konjunkturaufschwung in Westeuropa praktisch alle Prognosen, die im Jahre 1988 aufgestellt worden waren. Daher zogen auch die schweizerischen Exporte stärker als erwartet an. Drittens sank der Aussenwert des Schweizer Frankens im Frühjahr 1989. Als Folge der lockeren Geldpolitik der Jahre 1987 und 1988 rechnete die Nationalbank zwar mit einer Abschwächung des Schweizer Frankens, doch war sie vom Ausmass der Tieferbewertung überrascht. Die Hauptursache für die Schwächeneigung des Frankens liegt wahrscheinlich nicht in der schweizerischen Geldpolitik, sondern in einer ungerechtfertigt pessimistischen Einschätzung der Zukunftsaussichten des Finanzplatzes Schweiz und einer ebenso übertriebenen Euphorie über die Schaffung des europäischen Binnenmarktes. Der Exportboom und die Frankenschwäche drohten, die schon bestehende Ueberhitzung der schweizerischen Konjunktur weiter zu verschärfen.

Aus diesen Gründen beschloss die Nationalbank schon Anfang 1989, ihren geldpolitischen Kurs weiter zu verschärfen und das Geldmengenziel von 2% zu unterschreiten (Tabelle 1)<sup>1</sup>. Sie war zwar überzeugt, dass ein Geldmengenwachstum von jährlich 2% ausreichen werde, um das Preisniveau tendenziell zu stabilisieren. Sie befürchtete jedoch, Erdölpreis, Exportwachstum und Frankenschwäche würden den Teuerungsanstieg in der Schweiz vorübergehend verstärken. Daher verschärfte sie ihre Gangart, um diesen

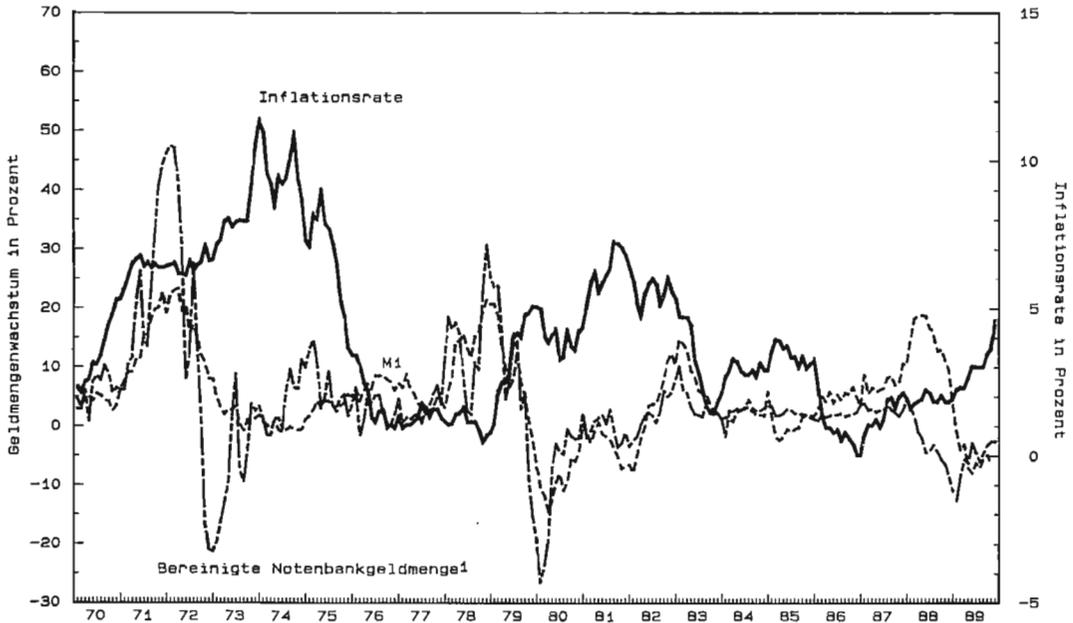
**Grafik 1: Wechselkurse des Schweizer Francs (Index, November 1977 = 100)**

zusätzlichen Teuerungsimpulsen entgegenzuwirken.

Neben einem stabilen Preisniveau verfolgt die Nationalbank auch die Entwicklung anderer volkswirtschaftlicher Grössen. Diese haben für sie jedoch nicht die gleiche Bedeutung wie ein stabiles Preisniveau, beeinflussen aber dennoch von Zeit zu Zeit ihre Politik. Die Nationalbank nimmt bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses insbesondere auf die inländische Produktion und Beschäftigung Rücksicht. Sie bemüht sich, das Ziel eines stabilen Preisniveaus graduell zu erreichen, um die vorübergehenden Produktions- und Beschäftigungsverluste, die normalerweise mit der Teuerungsbekämpfung verbunden sind, möglichst gering zu halten. Ferner sah sie sich in vereinzelt Fällen genötigt, eine übertriebene Aufwertung des Schweizer Francs am Devisenmarkt, welche die internationale Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Industrie ernsthaft gefährdete, zu mässigen oder zu verhindern. So ging sie im Herbst 1978 vorübergehend von ihrer Geldmengenpolitik ab und legte ein Ziel für

den Franken/D-Mark-Kurs fest. Sie reagierte damit auf eine alarmierende nominale und reale Aufwertung des Francs gegenüber allen wichtigen Währungen (Grafik 1). Obwohl sie schon im Frühjahr 1979 wieder zu einer geldmengenorientierten Politik zurückkehrte, führte die mit der Stabilisierung des Wechselkurses verbundene, explosive temporäre Zunahme der Notenbankgeldmenge und der Geldmenge M1 zu einem markanten Teuerungsanstieg (Tabelle 1, Grafik 2). Wie wir schon oben ausführten, sah sich die Nationalbank im Jahre 1987 ein zweites Mal veranlasst, einer allgemein als übertrieben empfundenen Frankenstärke entgegenzuwirken.

<sup>1</sup> Die bereinigte Notenbankgeldmenge dürfte im Jahre 1989 um rund 2% zurückgehen (Tabelle 1). Ungefähr die Hälfte dieser Zielunterschreitung ist auf die Verschärfung der Geldpolitik zurückzuführen. Die andere Hälfte spiegelt eine Anpassung des Geldangebots an eine Verringerung der Nachfrage, die durch die Revision der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften und die Einführung des elektronischen Interbank-Zahlungssystems SIC verursacht wurde (siehe Ziffer 2).

**Grafik 2: Geldmengenentwicklung und Inflation** (Veränderungsraten gegenüber Vorjahresmonat)

<sup>1</sup> ab Januar 1989 saisonbereinigte monatliche Zuwachsrate gegenüber Vorjahreswert

Obwohl die Nationalbank auf die Konjunkturlage Rücksicht nimmt, versucht sie nicht, die konjunkturellen Schwankungen der Produktion und Beschäftigung systematisch zu glätten. Wie das Preisniveau reagieren auch Produktion und Beschäftigung mit beträchtlicher zeitlicher Verzögerung auf eine Änderung der Geldpolitik. Ferner sind die Wirkungen der Geldpolitik auf diese beiden Größen schwer prognostizierbar.<sup>2</sup> Aus diesen Gründen eignet sich die Geldpolitik nicht zur Feinststeuerung der Konjunktur. Setzte die Nationalbank die Geldpolitik als Instrument der Beschäftigungspolitik ein, liefe sie vielmehr Gefahr, das Ziel eines stabilen Preisniveaus mittelfristig zu verfehlen. Aus diesen Überlegungen folgt einmal mehr, dass die Nationalbank eine vorausschauende, mittelfristig ausgerichtete Politik führen sollte.<sup>3</sup>

Eine weitere geldpolitische Aufgabe ergibt sich aus der Funktion der Nationalbank als "Lender of last resort" der Geschäftsbanken. Die Nationalbank hat die Aufgabe, das Bankensystem im Falle von Liquiditätskrisen mit genügend No-

tenbankgeld zu versorgen. Sie muss allerdings ihre Funktion als "Lender of last resort" restriktiv interpretieren. So ist die Nationalbank der Meinung, die Banken müssten Liquiditätsprobleme, die unter normalen Umständen dem Zahlungs-

<sup>2</sup> In der wissenschaftlichen Literatur bestehen beträchtliche Meinungsunterschiede in bezug auf die Wirkungen der schweizerischen Geldpolitik auf Produktion und Beschäftigung. Koellreuter/Kugler (1985, S. 77) und Swoboda/Genberg (1985) stellen eine – allerdings schwache – vorübergehende Wirkung der Geldpolitik auf Produktion und Beschäftigung fest, während Wasserfallen (1985) die Existenz einer solchen Beziehung bestreitet. Die Nationalbank geht davon aus, dass Produktion und Beschäftigung vorübergehend auf eine Änderung der Geldpolitik reagieren. In den vergangenen zwei Dekaden folgte auf eine Erhöhung (Verringerung) des Wachstums der Notenbankgeldmenge zu meist eine vorübergehende Erhöhung (Verringerung) des Wachstums der Produktion und Beschäftigung.

<sup>3</sup> Kydland/Prescott (1977), Barro/Gordon (1983) und andere Autoren weisen überzeugend nach, dass Geldpolitiker, welche die soziale Wohlfahrt Periode für Periode maximieren, auf die Länge dazu neigen, suboptimale Resultate zu erzielen. Im wissenschaftlichen Jargon wird eine solche Politik mit dem Adjektiv "zeitinkonsistent" ("time inconsistent") bezeichnet.

verkehr und anderen Geschäften entspringen, selbst bewältigen. Sie bietet deshalb Liquiditätshilfe nur in ausserordentlichen Situationen an. Die Notwendigkeit, Liquiditätshilfe zu gewähren, ergab sich zum Beispiel nach dem Börsenkrach von 1987. Die inländischen Banken waren damals bestrebt, ihre Kassenhaltung aus Vorsichtsgründen vorübergehend aufzustocken. Die Nationalbank reagierte darauf mit einer entsprechenden Ausweitung des Geldangebots, um eine eigentliche Liquiditätskrise im schweizerischen Bankensystem zu vermeiden. Im Jahre 1987 befriedigte sie allerdings nicht nur den zusätzlichen Liquiditätsbedarf der Banken, sondern mässigte auch – wie bereits erwähnt wurde – den Restriktionsgrad ihrer Politik.

Aus den bisherigen Ausführungen ist ersichtlich, dass die Nationalbank hauptsächlich danach trachtet, die Teuerung tendenziell möglichst tief zu halten. Obwohl sie ihren Akzent auf ein stabiles Preisniveau setzt, darf sie ihre anderen Aufgaben nicht völlig aus den Augen verlieren. Da die Schweiz eng mit der Weltwirtschaft verflochten ist, muss die Nationalbank versuchen, extreme Kursausschläge zu mässigen. Dabei betrachtet sie die Glättung extremer Kursausschläge nicht als ein geldpolitisches Ziel an sich. Stabiler Wechselkurse tragen vielmehr dazu bei, die kurzfristigen Schwankungen von Preisniveau, Produktion und Beschäftigung zu mindern. Freilich darf die Fähigkeit der Nationalbank, stabile Wechselkurse mit dem Ziel eines stabilen Preisniveaus in Einklang zu bringen, nicht überschätzt werden. So führte die wechselkursbedingte Lockerung der Geldpolitik im Jahre 1978 mit der üblichen zeitlichen Verzögerung zu einer Zunahme der Teuerung. Auch die leichte Lockerung von 1987 und 1988 hatte ähnliche Konsequenzen.<sup>4</sup> Diese Beispiele zeigen, dass die Rücksichtnahme auf den Wechselkurs, die in einem kleinen Land wie der Schweiz unvermeidlich ist, den geldpolitischen Aktionsradius der Nationalbank einschränkt.

## 2. Die Notenbankgeldmenge als Indikator und Zielgrösse

Da die Nationalbank das Ziel eines stabilen Preisniveaus nur allmählich erreichen kann, muss sie

ihre Politik auf die mittlere Frist ausrichten und eine vorausschauende Haltung einnehmen. Zur richtigen Dosierung einer vorausschauenden Politik benötigt die Nationalbank *Indikatoren* oder *Zwischenziele*, die eine geldpolitische Signalfunktion erfüllen. Diese Signale helfen ihr, das geldpolitische Schiff auf einen Kurs zu bringen, der beim Fernziel eines stabilen Preisniveaus endet.

Indikatoren sind volkswirtschaftliche Grössen, welche die Richtung der Geldpolitik anzeigen. Änderungen der Indikatoren deuten darauf hin, dass die Nationalbank ihre Geldpolitik anpassen sollte. Geht sie einen Schritt weiter und legt präzise Zielwerte für einen Indikator fest, so spricht man von einem Zwischenziel, d.h. einer Zielgrösse, die zwischen den geldpolitischen Instrumenten und dem Preisniveau angesiedelt ist.

Die Nationalbank verwendet seit 1980 die Notenbankgeldmenge<sup>5</sup> als den hauptsächlichsten geldpolitischen Indikator. Da sie für dieses Aggregat jährliche Wachstumsziele festlegt, erfüllt die Notenbankgeldmenge auch die Funktion einer Zwischenzielgrösse. Allerdings kann man sich fragen, ob hier die Bezeichnung "Zwischenzielgrösse" angebracht ist. Da die Nationalbank die Notenbank-Geldmenge direkt steuert, stellt dieses Aggregat in der Schweiz praktisch ein geldpolitisches Instrument dar.<sup>6</sup>

Damit die Notenbankgeldmenge ihre Indikatorfunktion erfüllen kann, muss sie zwei Bedingungen genügen. Einerseits muss sie in einer *stabilen* Beziehung zu den Grössen stehen, welche die Nationalbank letztlich beeinflussen möchte. Insbesondere muss eine stabile Beziehung zwischen Preisniveau und Notenbankgeldmenge bestehen. Andererseits muss die Notenbankgeldmenge der Preisentwicklung *vorlaufen*. Nur dann besteht Gewähr, dass die Nationalbank mit In-

<sup>4</sup> Vgl. Rich (1990) für eine detaillierte Analyse der schweizerischen Wechselkurspolitik.

<sup>5</sup> Die Notenbankgeldmenge umfasst den Notenumlauf und die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank. Vgl. Tabelle 1 für die Bereinigungsverfahren.

<sup>6</sup> In der Praxis leitet die Nationalbank aus den Zielwerten für die Notenbankgeldmenge entsprechende Zielwerte für die Giro Guthaben ab, die als Richtschnur für ihre täglichen monetären Operationen am Geld- und Devisenmarkt dienen.

strumenten, die erst morgen wirken, auch die Probleme von morgen lösen kann.

Aus der Grafik 2 ist ersichtlich, dass die Notenbankgeldmenge der Preisentwicklung eindeutig vorläuft. Bis Mitte der achtziger Jahre betrug die zeitliche Verzögerung zwischen Änderungen des Geldmengenwachstums und der Inflationsrate zwei bis drei Jahre. Seither hat sich dieser Zusammenhang etwas verwischt, obwohl die Notenbankgeldmenge dem Preisniveau immer noch vorläuft. Daher werden vermehrt als früher Zweifel an der Stabilität der Beziehung zwischen diesen beiden Grössen geäussert. Der Rückgang der Giro Guthaben nach der Revision der Liquiditätsvorschriften und der Einführung von SIC nährt diese Zweifel in besonderem Masse. In dieser Debatte wird freilich nicht immer klar zwischen den kurz- und mittelfristigen Eigenschaften eines Indikators unterschieden. Die Notenbankgeldmenge war im Jahre 1988 und in der ersten Hälfte 1989 zweifellos als *kurzfristiger Indikator* unbrauchbar. So schrumpfte sie im Laufe des Jahres 1988 massiv, obschon die Nationalbank ihre Geldpolitik gegenüber dem Vorjahr leicht gelockert hatte. Die Notenbankgeldmenge dürfte – korrigiert um den Rückgang der Giro Guthaben, der durch die neuen Liquiditätsvorschriften und SIC bedingt wurde – im Jahre 1988 um 4% zugenommen haben, gegenüber 2,9% im Vorjahr (Tabelle 1). Als *mittelfristiger Indikator* ist die Notenbankgeldmenge dennoch nach wie vor verwendbar.

Die Nützlichkeit der Notenbankgeldmenge als mittelfristiger Indikator beruht auf der Erkenntnis, dass ein auf jährlich 2% begrenztes Wachstum dieses Aggregats ausreichen dürfte, um das Preisniveau mittelfristig zu stabilisieren. Die Zahl von 2% beruht auf der Annahme, dass (a) die Nationalbank eine Inflationsrate von jährlich 0-1% mit Preisniveaustabilität gleichsetzt und (b) das Potentialwachstum des realen schweizerischen Bruttoinlandprodukts kaum 2% pro Jahr übersteigen dürfte (vgl. Büttler et al., 1987). Das aus diesen Annahmen resultierende Potentialwachstum von nominal 2-3% dürfte die Nachfrage nach Notenbankgeld um etwa 2% pro Jahr steigen lassen.<sup>7</sup> Sofern die Geldnachfrage in einem inflationsfreien Umfeld durch keine anderen Faktoren beeinflusst wird (vgl. Ziffer 3), dürfte die National-

bank mit einer jährlichen Ausweitung der Notenbankgeldmenge von 2% das Ziel eines stabilen Preisniveaus auf die Länge erreichen.

Diese Aussage behält grundsätzlich ihre Gültigkeit, wenn finanzielle Neuerungen oder andere Ereignisse die Geldnachfrage verschieben. Entscheidend ist die Frage, ob sich das *Niveau* oder das *Wachstum* der Geldnachfrage verschiebt. Bei einer einmaligen Niveaushiftung darf die Nationalbank nach wie vor damit rechnen, dass das Ziel eines stabilen Preisniveaus mit einer jährlichen Ausweitung der Notenbankgeldmenge von 2% längerfristig gewährleistet bleibt. Eine Verringerung des Niveaus der Geldnachfrage hat die gleiche Wirkung auf das Preisniveau wie eine einmalige Erhöhung des Geldangebots. Sie führt zu einem vorübergehenden Rückgang der inländischen Zinssätze, der die Nachfrage nach inländischen Gütern und Dienstleistungen stimuliert und das Preisniveau in die Höhe treibt. Die Zunahme des Preisniveaus steigert die Geldnachfrage und lässt die Zinssätze auf ihr ursprüngliches Niveau zurückkehren. Das Preisniveau erhöht sich zwar permanent, doch bleibt es nach vollzogener Anpassung wieder stabil. Eine Verringerung des Wachstums der Geldnachfrage hat hingegen die gleiche Wirkung wie eine Erhöhung des Wachstums des Geldangebots, d.h. die Inflationsrate steigt permanent. Die Preisniveaustabilität ist in diesem Falle auch längerfristig nicht mehr gewährleistet, sofern die Nationalbank darauf beharrt, die Notenbankgeldmenge um 2% pro Jahr auszuweiten.

Die Revision der Liquiditätsvorschriften und die Einführung von SIC haben mit grosser Wahrscheinlichkeit nur das Niveau der Geldnachfrage verändert, so dass die Notenbankgeldmenge auch inskünftig eine nützliche Funktion als mittelfristiger Indikator erfüllen kann. Dennoch sollten die kurzfristigen Verzerrungen der Geldnachfrage, die diese beiden Neuerungen hervorriefen und möglicherweise immer noch bewirken, nicht verharmlost werden. Es ist unumgänglich, in sol-

<sup>7</sup> Natürlich ist diese Aussage – wie alle Prognosen – mit Unsicherheiten behaftet. Insbesondere ist nicht auszuschliessen, dass das Potentialwachstum mit 2% etwas unterschätzt wird. Daher überprüft die Nationalbank diese Annahmen von Zeit zu Zeit.

chen Situationen auch andere Indikatoren heranzuziehen. Bei Niveauverschiebungen der Geldnachfrage spielen vor allem die Zinssätze am Geldmarkt eine nützliche kurzfristige Indikatorrolle. Zur Bestimmung möglicher Niveauverschiebungen bietet sich das folgende Vorgehen an: Die Nationalbank prognostiziert bei der Festlegung des jährlichen Geldmengenziels die tendenzielle Entwicklung eines repräsentativen inländischen Geldmarktsatzes, z.B. des Dreimonatssatzes für Eurofrankeneinlagen. Diese Prognose beruht auf den folgenden Annahmen:

- Der inländische Geldmarktsatz wird auf dem Markt für Notenbankgeld gebildet. Seine Aufgabe besteht darin, Angebot und Nachfrage für Notenbankgeld miteinander in Einklang zu bringen.
- Das Wachstum des Angebots im kommenden Jahr entspricht dem neu festgelegten Geldmengenziel.
- Die Nachfrage nach Notenbankgeld hängt vom inländischen Geldmarktsatz, vom inländischen Preisniveau, der inländischen Produktion sowie von anderen möglichen Bestimmungsfaktoren wie dem Wechselkurs und den ausländischen Zinssätzen ab (vgl. Ziffer 3).

Herrscht auf dem Markt für Notenbankgeld Gleichgewicht, reagiert der inländische Geldmarktsatz auf Veränderungen des Geldangebots, des inländischen Preisniveaus, der Produktion, des Wechselkurses und der ausländischen Zinssätze.<sup>8</sup> Er kann somit aufgrund der Entwicklung dieser Bestimmungsfaktoren prognostiziert werden. Da die künftigen Werte der Bestimmungsfaktoren des Geldmarktsatzes bei der Zielsetzung noch nicht bekannt sind, muss die Nationalbank ihre Prognose laufend an die neu verfügbaren Informationen anpassen. Weichen die tatsächlichen Werte der kurzfristigen Zinssätze systematisch von der Prognose ab, deutet dies auf eine Verschiebung der Geldnachfrage hin. Abweichungen von der Zinssatzprognose erfüllen somit eine Signalfunktion und verlangen eine Überprüfung der Geldpolitik. Indem die Nationalbank das Geldmengenziel unter- oder überschreitet, gleicht sie den Geldmarktsatz wieder an den prognostizierten Wert an.

Allerdings bewahrt auch dieses Verfahren die Na-

tionalbank nicht vor Fehlentscheidungen. Es vermag bestenfalls die Tendenz der Zinsentwicklung, nicht jedoch alle Veränderungen von Monat zu Monat oder gar von Tag zu Tag vorauszusagen, da die Geldnachfrage starken Zufallsbewegungen unterworfen ist, die sich in entsprechenden Zinssatzschwankungen äussern. Zufallsbewegungen der Zinssätze von Änderungen zu unterscheiden, die eine systematische Verschiebung der Geldnachfrage signalisieren, ist meist nicht sofort möglich, sondern erst, wenn einige Monate verstrichen sind. Daher ist es am besten, wenn die Nationalbank das Geldangebot nur allmählich an unerwartete Bewegungen der Geldmarktsätze anpasst.

Während die Geldmarktsätze nützliche kurzfristige Indikatoren darstellen, eignen sie sich kaum als mittelfristige Orientierungshilfe (vgl. Ziffer 4). Daher ist die Nationalbank auf einen Kompass wie die bereinigte Notenbankgeldmenge angewiesen, der sie mittelfristig zum gewünschten Ziel leitet. Es wäre gefährlich, die Bedeutung zuverlässiger mittelfristiger Indikatoren zu unterschätzen.

### 3. Stabilität der Geldnachfrage

Das Verfahren, das im vorangegangenen Kapitel skizziert wurde, sollte nur in ausserordentlichen Situationen – wie 1988 und 1989 – angewendet werden. Dieses Vorgehen ist sinnvoll, falls sich die Geldnachfrage normalerweise stabil verhält und Instabilitäten eine Ausnahmeerscheinung darstellen. Die Stabilität der Geldnachfrage spielt in der Debatte um den Sinn und Zweck von Geldmengenzielen eine zentrale Rolle. Zum besseren Verständnis dieser Debatte ist es zweckmässig, zwischen Stabilität im ökonomischen und im geldpolitischen Sinne zu unterscheiden. Ökono-

<sup>8</sup> Dabei ist zu beachten, dass das inländische Preisniveau, die Produktion und der Wechselkurs selbst auf Änderungen des Geldangebots reagieren. Infolge der zeitlichen Verzögerung in den Wirkungen der Geldpolitik hängen die Gegenwartswerte des Preisniveaus und der Produktion jedoch nicht vom Gegenwartswert des Geldangebots ab. Der Zusammenhang zwischen Geldangebot und Wechselkurs ist komplex (Rich, 1990). Der Gegenwartswert des Wechselkurses dürfte zumindest teilweise auf den Gegenwartswert des Geldangebots reagieren.

metrische Stabilität setzt voraus, dass (a) die Bestimmungsgründe der Nachfrage nach Notenbankgeld bekannt sind und (b) deren Entwicklung aufgrund der Veränderung ihrer Bestimmungsgründe zuverlässig prognostiziert werden kann. Oekonometrische Stabilität ist eine notwendige – jedoch nicht hinreichende – Bedingung dafür, dass die Notenbankgeldmenge als erstklassiger Indikator taugt. Dazu ist auch Stabilität im geldpolitischen Sinne erforderlich. Diese ist nur dann gewährleistet, wenn die Nachfrage nach Notenbankgeld hauptsächlich von jenen Grössen abhängt, welche die Nationalbank letztlich beeinflussen möchte.

Die verfügbaren Untersuchungen zeigen, dass die Nachfrage nach Notenbankgeld dem Kriterium der ökonomischen Stabilität im grossen und ganzen genügt (Kohli, 1985; Ettlín, 1989). Ferner steht sie in einer stabilen Beziehung zum inländischen Preisniveau und zum realen Bruttoinlandprodukt,<sup>9</sup> Diese Beziehung hat sich seit dem Uebergang zu flexiblen Wechselkursen kaum verändert; auch die Revision der Liquiditätsvorschriften und die Einführung von SIC scheint sie nicht tangiert zu haben. Die Faustregel, wonach ein Wachstum des nominalen Bruttoinlandprodukts von 1% die Nachfrage nach Notenbankgeld um knapp 1% steigen lässt, dürfte nach wie vor gelten.<sup>10</sup> Die enge Beziehung zwischen Geldnachfrage und Bruttoinlandprodukt beruht auf der Tatsache, dass die Notenbankgeldmenge eine wichtige Funktion als Zahlungsmittel erfüllt. Nimmt das Bruttoinlandprodukt real oder nominal zu, steigen auch die Umsätze im Zahlungsverkehr. Damit erhöht sich der Bedarf an Zahlungsmitteln in Form von Giroguthaben bei der Nationalbank und von Bargeld.

Die Nachfrage nach Notenbankgeld hängt jedoch nicht nur vom Preisniveau und der Produktion, sondern auch von anderen Grössen ab. Ein weiterer wichtiger Bestimmungsfaktor der Geldnachfrage ist der inländische Zinssatz. Sowohl die Giroguthaben als auch der Notenumlauf sinken, wenn die Zinssätze steigen. Als Folge einer Zinserhöhung sehen sich die Banken veranlasst, zinslose Giroguthaben bei der Nationalbank in zinstragende Aktiven umzuwandeln. Die Nachfrage nach Bargeld geht ebenfalls zurück, weil Banknoten nicht nur als Zahlungsmittel, sondern

– obwohl zinslos – auch als Anlageobjekt verwendet werden. Zinsempfindlich sind insbesondere die Tausender- und Fünfhunderternoten. Allerdings reagieren die Giroguthaben und der Bargeldumlauf nicht auf die gleichen Zinssätze. Während die Geldmarktsätze für die Bestimmung der Giroanfrage massgebend sind, hängt die Nachfrage nach Banknoten vor allem von den Zinssätzen auf Spareinlagen ab (Galli, 1980; Ettlín, 1989).

Zinsinduzierte Veränderungen der Geldnachfrage hindern die Nationalbank grundsätzlich nicht daran, ihre geldpolitischen Ziele zu erreichen. Dies sei an einem Beispiel verdeutlicht. Nehmen wir an, die Teuerung in der Schweiz betrage als Folge eines übermässig hohen Geldmengenwachstums 10% pro Jahr. Nun versucht die Nationalbank, die Teuerung auf 0% zu verringern, indem sie das jährliche Wachstum der Notenbankgeldmenge permanent um 10 Prozentpunkte schrumpfen lässt. Der Uebergang zu einer restriktiven Geldpolitik führt zu einer temporären Erhöhung der inländischen Zinssätze. Dieser Zinsanstieg ist erforderlich, um die Geldnachfrage an das verknappte Geldangebot anzupassen, das Wachstum der Gesamtnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen zu dämpfen und damit den Preisauftrieb zu mässigen. Sobald die Gesamtnachfrage auf den Restriktionskurs der Nationalbank reagiert, beginnen die inländischen Zinssätze wieder zurückzugehen. Längerfristig sinken sie sogar unter das Niveau, auf dem sie sich vor dem Uebergang zu einer restriktiven Geldpolitik befanden. Gelingt es nämlich der Nationalbank, die Teuerung erfolgreich und glaubwürdig zu bekämpfen, dürfte mit der Zeit auch die erwartete Inflationsrate um 10 Prozentpunkte zurückgehen. Da die Nominalzinsen die Inflationserwartungen spiegeln, dürften sie sich ebenfalls um den entsprechenden Betrag verringern.

<sup>9</sup> Die Nachfrage nach Banknoten reagiert vor allem auf Änderungen des Konsums (Ettlín, 1989), der seinerseits von der Entwicklung des Preisniveaus und des realen Bruttoinlandprodukts abhängt. Die Nachfrage nach Giroguthaben ist hingegen weniger eng mit dem Preisniveau und dem Bruttoinlandprodukt verknüpft (vgl. Ziffer 4)

<sup>10</sup> Die Geldnachfrage erhöht sich – genauer gesagt – um den gleichen Prozentsatz wie das Preisniveau, während sie als Folge einer Steigerung des realen Bruttoinlandprodukts unterproportional zunimmt.

Der Rückgang der Zinssätze bewirkt eine einmalige Erhöhung des *Niveaus* der Geldnachfrage. Die Teuerung wird jedoch durch diesen Niveauanstieg längerfristig nicht beeinflusst, sondern hängt allein von der Entwicklung des Geldangebots ab.<sup>11</sup>

Dieses Beispiel zeigt, dass zinsinduzierte Veränderungen der Geldnachfrage ähnliche geldpolitische Probleme aufwerfen wie die im vorangegangenen Kapitel erwähnten Niveauverschiebungen. Zinsinduzierte Veränderungen der Geldnachfrage lassen somit die Regel, wonach ein zweiprozentiges Wachstum der Notenbankgeldmenge längerfristig Preisniveaustabilität gewährleisten sollte, unberührt. Hingegen beeinflussen sie die Geschwindigkeit, mit der die Nationalbank ihr Ziel eines stabilen Preisniveaus erreichen kann. Reagiert die Geldnachfrage stark auf Zinsänderungen, kann es sehr lange dauern, bis die Nationalbank die Teuerung auf Null verringert hat. Selbst eine drastische Verringerung des Geldangebots führt nämlich in diesem Falle nur zu einer leichten vorübergehenden Erhöhung der Zinssätze. Dies schwächt die Bremswirkung der restriktiven Geldpolitik. Allerdings ist in der Schweiz die Nachfrage nach Notenbankgeld nicht so zinsempfindlich, dass die Geldmengepolitik der Nationalbank entscheidend geschwächt würde.<sup>12</sup> Diese Aussage muss jedoch insofern relativiert werden, als vorderhand nicht feststeht, ob die Revision der Liquiditätsvorschriften und die Einführung von SIC die Zinsempfindlichkeit der Giroguthaben beeinflusst hat.

Andere mögliche Bestimmungsgründe der Geldnachfrage sind der Wechselkurs des Schweizer Frankens und die ausländischen Zinssätze. Sofern diese Einflussfaktoren überhaupt ins Gewicht fallen, spielen sie höchstens eine untergeordnete Rolle.<sup>13</sup>

Kaum umstritten ist die Tatsache, dass sich die Nachfrage nach Notenbankgeld am Anfang der achtziger Jahre deutlich verringerte (Rich, 1987). Die Gründe dieses Nachfragerückgangs sind nur teilweise geklärt. Mit grosser Wahrscheinlichkeit schrumpfte der Notenumlauf als Folge der im Jahre 1980 vollzogenen vollständigen Aufhebung der Massnahmen, welche die schweizerischen Währungsbehörden zur Beschränkung des Kapi-

talimports ergriffen hatten. Diese Restriktionen waren teilweise umgangen worden, indem Ausländer Banknoten in grossen Stückelungen horteten (Ettlin, 1989). Freilich war auch bei den Giroguthaben eine ähnliche Nachfrageverschiebung zu beobachten, deren Ursachen noch nicht geklärt werden konnten.<sup>14</sup> Wie schon oben gezeigt wurde, liessen die Revision der Liquiditätsvorschriften und die Einführung von SIC die Nachfrage nach Notenbankgeld in den Jahren 1988 und 1989 erneut sinken. Abgesehen von diesen beiden Verschiebungen wurde die Geldnachfrage jedoch vorwiegend durch die Entwicklung des Preisniveaus, der Produktion und der Zinssätze im Inland bestimmt.

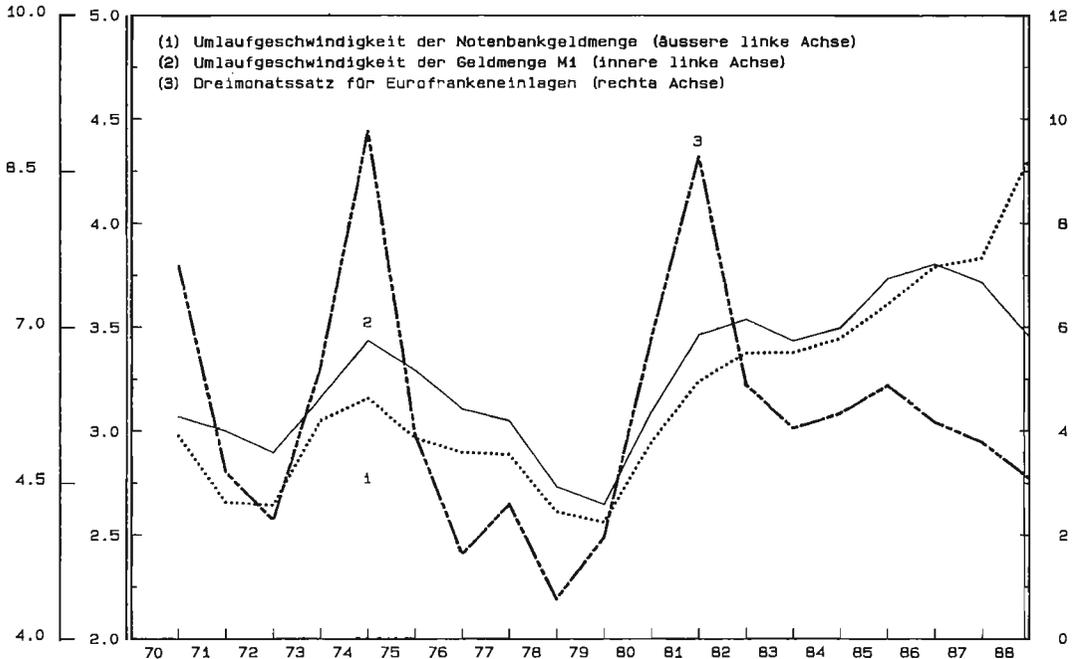
Diese Zusammenhänge sind auch aus der Grafik 3 ersichtlich, die die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit der Notenbankgeldmenge und des Dreimonatssatzes für Eurofrankeneinlagen darstellt. Die Umlaufgeschwindigkeit entspricht dem Verhältnis von dem nominalen Bruttoinlandsprodukt und der Notenbankgeldmenge. Die Grafik 3 zeigt deutlich, dass bis Anfang der achtziger Jahre Änderungen der Geldumlaufgeschwindigkeit hauptsächlich die Zinsentwicklung spiegelten. Die beiden erwähnten Nachfrageverschie-

<sup>11</sup> Diese Analyse beruht auf der Annahme, dass die Drosselung des Geldmengenwachstums langfristig keine realen Wirkungen ausübt. Die reale Geldnachfrage steigt zwar, doch die übrigen realen Grössen, den Realzins mit eingeschlossen, bleiben unverändert.

<sup>12</sup> Kaldor (1982), ein überzeugter Antimonetarist, vertrat dezidiert die Auffassung, die hohe Zinsempfindlichkeit der Geldnachfrage verunmögliche eine wirksame Geldmengepolitik. Die Regel, wonach ein zweiprozentiges Wachstum der Notenbankgeldmenge mittelfristig mit einem stabilen Preisniveau in Einklang steht, ist nur gültig, wenn der Realzins nicht permanent steigt oder fällt, sondern um einen konstanten Trend herum schwankt. Wahrscheinlich sind die schweizerischen Realzinsen tendenziell konstante Grössen, doch wurde ihr langfristiges Verhalten meines Wissens nie untersucht.

<sup>13</sup> Vgl. Hermann und Rich (1988) für eine – freilich unvollständige – Analyse dieser Einflussfaktoren.

<sup>14</sup> Die alten bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften konnten unter gewissen Bedingungen nicht nur mit Notenbankgeld und Postcheckguthaben, sondern auch mit Auslandskasse in Form von Guthaben bei ausländischen Zentral- und Geschäftsbanken erfüllt werden. Nach der Zinshausse von 1981 änderten anscheinend wichtige Banken ihr Reserveverhalten, indem sie begannen, den Liquiditätsvorschriften vermehrt als früher mit Auslandskasse anstatt mit Giroguthaben zu genügen.

**Grafik 3: Geldumlaufgeschwindigkeit und Geldmarktsatz in der Schweiz (Jahresdurchschnitte)**

lungen äusserten sich in einer Zunahme der Umlaufgeschwindigkeit der Notenbankgeldmenge, der keine entsprechende Erhöhung des inländischen Geldmarktsatzes gegenüberstand.

Selbst wenn sich das Nachfrageverhalten am Markt für Notenbankgeld inskünftig wieder normalisieren sollte, ist nach wie vor mit kurzfristigen Zufallsschwankungen der Geldnachfrage zu rechnen. Wie schon unter Ziffer 2 ausgeführt wurde, kann dies entsprechende Bewegungen der Geldmarktsätze auslösen. Möglicherweise wird sich die Volatilität der Geldmarktsätze als Folge des massiven Rückgangs der Giroguthaben verstärken, sofern die Nationalbank das Geldangebot nicht an die Zufallsschwankungen der Nachfrage anpasst. Normalerweise spielen die Giroguthaben die Rolle eines Stossdämpfers, der die Zufallsbewegungen der Geldmarktsätze dämpft. Da sich die Giroguthaben unter dem neuen Liquiditätsregime massiv verringert haben, werden sie vielleicht in Zukunft eine weniger wirksame Stossdämpferfunktion erfüllen als bisher. Vorderhand ist jedoch noch offen, ob das neue

Liquiditätsregime die Volatilität der Geldmarktsätze erhöhen wird.

#### 4. Andere geldpolitische Indikatoren

Neben der Notenbankgeldmenge bestehen noch andere Indikatoren, die Hinweise auf den Restriktionsgrad der Geldpolitik liefern könnten. In diesem Teil des Aufsatzes soll die geldpolitische Aussagekraft anderer möglicher Indikatoren geprüft werden.

##### *Geldmenge M1*

Normalerweise besteht eine enge positive Korrelation zwischen der Geldmenge M1 und der Notenbankgeldmenge (Grafik 2). Daher liefert die Geldmenge M1 kaum Angaben über die künftige Entwicklung des Preisniveaus, die nicht schon in der Notenbankgeldmenge enthalten sind. Der Hauptunterschied zwischen den beiden monetären Aggregaten besteht darin, dass die Geld-

menge M1 seit einigen Jahren stärkere kurzfristige Schwankungen aufweist als die Notenbankgeldmenge. Selbst eine leichte Verschärfung der Geldpolitik äussert sich zumindest in der kurzen Frist in stark negativen Veränderungsraten der Geldmenge M1, während das umgekehrte Muster bei einer Lockerung der Geldpolitik in Erscheinung tritt. Die Gründe der unterschiedlichen Schwankungsbreiten der beiden Aggregate sind nur teilweise bekannt (vgl. Hermann und Rich, 1988).

Grundsätzlich eignete sich auch die Geldmenge M1 als Zwischenzielgrösse. Wie bei der bereinigten Notenbankgeldmenge könnte die Nationalbank davon ausgehen, dass ein jährliches Wachstum der Geldmenge M1 von ungefähr 2% mittelfristig ein stabiles Preisniveau gewährleisten dürfte (Rötheli, 1988).<sup>15</sup> Die markanten kurzfristigen Schwankungen von M1 würden allerdings bei der Festlegung von Jahreszielen Probleme aufwerfen (vgl. Schweizerische Nationalbank, 1986).

Ferner war die Geldmenge M1 am Anfang und Ende der achtziger Jahre ebenso verzerrt wie die Notenbankgeldmenge. Die Grafik 3 weist neben der Umlaufgeschwindigkeit der Notenbankgeldmenge auch jene der Geldmenge M1 aus. Wie aus der Grafik ersichtlich ist, verhielt sich die Umlaufgeschwindigkeit der beiden Aggregate Anfang der achtziger Jahre auffallend ähnlich. Im Jahre 1988 stand dem massiven Rückgang der Giroguthaben hingegen eine ebenso sprunghafte Erhöhung der Geldmenge M1 gegenüber. Der Grund für diese Verzerrung von M1 wurde anderswo erläutert (Schweizerische Nationalbank, 1989, S.29f). Dennoch verfolgt die Nationalbank regelmässig die Entwicklung von M1, da aus ihr auf die Qualität der Notenbankgeldmenge als Indikator geschlossen werden kann.

### **Geldmenge M2 und M3**

Es ist schwierig, nützliche geldpolitische Informationen aus diesen beiden Aggregaten herauszudestillieren. Im Unterschied zur bereinigten Notenbankgeldmenge und zur Geldmenge M1 sind in der Schweiz die Aggregate M2 und M3 – zumindest seit dem Uebergang zu flexiblen Wech-

selkursen – nur lose mit dem nominalen Bruttoinlandsprodukt bzw. dem Preisniveau verknüpft. Zudem scheinen sie der Entwicklung des nominalen Bruttoinlandsprodukts nicht systematisch vorzulaufen. Besonders die Geldmenge M2 liefert kaum Angaben über die künftige Produktions- und Preisentwicklung.

### **Kreditentwicklung**

Die Entwicklung der Bankkredite vermittelt ebenfalls keine Angaben über den künftigen Verlauf des Preisniveaus und der Produktion. Die Bankkredite laufen nämlich der Preis- und Produktionsentwicklung nach. In der Anfangsphase eines Konjunkturabschwungs steigt das Wachstum der Bankkredite normalerweise noch, weil der sinkende Absatz die Unternehmungen vorübergehend dazu zwingt, auf Lager zu produzieren. Die zusätzlichen Lager werden häufig durch Bankkredite finanziert. Orientierte sich die Nationalbank an der Kreditentwicklung, liefe sie Gefahr, mit Instrumenten, die erst morgen wirken, die Probleme von gestern lösen zu wollen.

### **Zinssätze**

Obwohl die Geldmarktsätze vorübergehend eine nützliche Indikatorrolle spielen können, eignen sie sich nicht als mittelfristige Indikatoren. Theoretisch könnte die Nationalbank das Preisniveau über die Geldmarktsätze steuern. In der Praxis wäre es jedoch schwierig, einen Zielpfad für einen Geldmarktsatz festzulegen, der längerfristig ein stabiles Preisniveau gewährleisten würde. Nehmen wir an, die Nationalbank sei mit einem Anstieg der Teuerung konfrontiert. Wie wir oben zeigten, müsste sie den als Zielgrösse gewählten Geldmarktsatz vorübergehend heraufsetzen, um der Teuerung Einhalt zu gebieten. Dieser dürfte jedoch nicht dauernd auf einem höheren Niveau verharren. Er müsste nach einer Weile wieder zurückgehen und allmählich auf einem Niveau ein-

<sup>15</sup> Vgl. Heri (1986) und Fischer (1989) für neuere empirische Untersuchungen zur Nachfrage nach M1. Fischer versucht, die im folgenden Absatz erwähnte Nachfrageverschiebung von M1 am Anfang der achtziger Jahre zu erklären.

pendeln, das unter seinem Ausgangswert liegt. Selbst der beste Geldpolitiker hätte Mühe, diesen komplizierten Anpassungspfad für den Geldmarktsatz zum voraus zu bestimmen. Der grosse Vorteil von Geldmengenzielen liegt gerade darin, dass sie die komplizierten Zinsbewegungen, die für die Teuerungsbekämpfung erforderlich sind, mehr oder weniger automatisch auslösen.

### **Giroguthaben**

Von einzelnen Kommentatoren der schweizerischen Geldpolitik wird vorgeschlagen, die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank als Indikator oder Zwischenzielgrösse zu verwenden. Normalerweise besteht eine enge negative Korrelation zwischen den Giroguthaben und den inländischen Geldmarktsätzen. Wie die Geldmarktsätze sind die Giroguthaben daher ein nützlicher kurzfristiger Indikator. Als mittelfristiger Indikator sind sie hingegen nicht über alle Zweifel erhaben. Sie laufen zwar der Preis- und Produktionsentwicklung vor. Sie stehen jedoch in einer weniger engen Beziehung zum Preisniveau und zum realen Bruttoinlandprodukt als die Notenbankgeldmenge insgesamt. Aus diesem Grunde zieht es die Nationalbank vor, die Notenbankgeldmenge als ganzes – und nicht nur die Giroguthaben – als Zielgrösse zu verwenden.

### **Wechselkurs**

Andere Kritiker empfehlen der Nationalbank, vermehrt den Wechselkurs als geldpolitischen Indikator heranzuziehen. Dabei stellen sie häufig nicht klar, ob sie den Wechselkurs zu einem eigentlichen Zwischenziel erklären möchten, oder ob sie lediglich der Meinung sind, der Wechselkurs sei ein aussagekräftiger vorlaufender Indikator der Preisentwicklung.

In der kurzen Frist besteht in der Tat ein gewisser Zusammenhang zwischen Preisniveau und Wechselkurs. Wie schon oben ausgeführt wurde, kann eine starke vorübergehende Tieferebewertung des Schweizer Frankens nach einigen Monaten zu einem vorübergehenden Teuerungsanstieg führen. Deshalb wird der Wechselkurs oft als vorlaufender Indikator der Preisentwicklung

betrachtet.<sup>16</sup> Dabei wird freilich übersehen, dass der Wechselkurs bestenfalls einen Teil der kurzfristigen Schwankungen des Preisniveaus erklärt. Dazu kommt, dass diese Schwankungen ohnehin nicht die Hauptsorge der Nationalbank bilden. Sie interessiert vor allem die Frage, ob die Wechselkursbewegungen die *mittelfristige* Entwicklung des Preisniveaus voraussagen. Diese Frage muss eindeutig verneint werden. In der mittleren und langen Frist hängt die Preisentwicklung nicht vom Wechselkurs ab. Vielmehr sind es Faktoren wie die Geldmengenentwicklung, die mittel- und langfristig sowohl das Preisniveau als auch den Wechselkurs beeinflussen. Aus diesem Grunde ist der Wechselkurs ein wertloser Indikator der mittelfristigen Entwicklung des Preisniveaus.<sup>17</sup>

Dennoch verwenden viele – vor allem kleinere Länder – den Wechselkurs als Zwischenziel, indem sie ihn gegenüber einer wichtigen Währung, einem Währungskorb oder aufgrund eines internationalen Abkommens wie des Europäischen Währungssystems fixieren. Auch die schweizerischen Währungsbehörden hätten jederzeit die Möglichkeit, zu einem festen Frankenkurs zurückzukehren. Sie könnten beispielsweise den Kurs des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark fixieren. Der Zweck einer Rückkehr zu einem Fixkurssystem würde allerdings nicht darin bestehen, die Treffsicherheit der schweizerischen Geldmengenpolitik zu verbessern. Vielmehr verlöre die Nationalbank einen grossen Teil ihrer Autonomie. Sie wäre mit einem fixen Wechselkurs kaum mehr imstande, die Notenbankgeldmenge oder ein anderes Geldmengenaggregat nach ihrem Gutdünken zu steuern. Auch die Zinsentwicklung in der Schweiz hinge fortan vor allem von jener in der Bundesrepublik Deutschland ab.

Obwohl die Bewegungsfreiheit der Nationalbank beschnitten würde, brächte ein fixer Frankenkurs nicht a priori schlechtere geldpolitische Ergebnisse als das geltende System. Die Teuerung der

<sup>16</sup> McKinnon (1984; 1986) ist ein engagierter Befürworter dieser Betrachtungsweise.

<sup>17</sup> Diese apodiktische Aussage sollte insofern relativiert werden, als in rohstoffproduzierenden Ländern der Wechselkurs häufig als nützlicher Indikator betrachtet wird.

Schweiz würde nämlich enger als bisher an jene der Bundesrepublik Deutschland gekoppelt. Die Schweiz könnte über einen fixen Wechselkurs von den deutschen Stabilitätserfolgen profitieren, falls es der Deutschen Bundesbank besser als der Nationalbank gelingen sollte, die Teuerung auf einem niedrigen Niveau zu stabilisieren. Gleichzeitig würden die starken Schwankungen des nominalen Frankenkurses gemildert, die einem kleinen Land wie der Schweiz beträchtliche volkswirtschaftliche Kosten verursachen.

Trotz diesen Vorteilen dürfen die Nachteile eines fixen Wechselkurses nicht übersehen werden:

- Die Schweiz überliesse die Festlegung des geldpolitischen Kurses weitgehend der Deutschen Bundesbank. Wäre die Nationalbank mit der in Deutschland geführten Politik nicht einverstanden, hätte sie nur noch beschränkte Möglichkeiten, einen abweichenden Kurs zu steuern. Ferner müsste Gewähr bestehen, dass die Wahl eines aussagekräftigen geldpolitischen Zwischenziels der Deutschen Bundesbank weniger grosse Mühe bereitet als der Nationalbank.
- Die Teuerungsrate war in der Schweiz in den letzten Jahren um bis zu 2 Prozentpunkte höher als in Deutschland, während der Konjunkturaufschwung bei uns ausgeglichener verlief. Hätte die Schweiz mit einem fixen Wechselkurs gegenüber der D-Mark die tiefere deutsche Teuerung übernehmen können, möglicherweise um den Preis eines weniger ausgeglichenen Wirtschaftswachstums? Diese Frage lässt sich nicht eindeutig beantworten. Von 1983 bis 1987 blieb der Wechselkurs des Frankens gegenüber der D-Mark nämlich verhältnismässig stabil. Dennoch erreichte die Teuerung in der Schweiz ein leicht höheres Niveau als in Deutschland. Dies äusserte sich in einer stetigen realen Aufwertung des Frankens gegenüber der D-Mark, die erst im Jahre 1988 zum Stillstand kam (Grafik 1).
- Nicht alle Bewegungen des nominalen oder realen Wechselkurses sind volkswirtschaftlich unerwünscht. Unter flexiblen Wechselkursen können aussenwirtschaftliche Ungleichgewichte durch eine Kursanpassung beseitigt oder gemildert werden. Wird der nominale Wechselkurs fixiert, findet die Anpassung auf

andere Art und Weise statt. Insbesondere ist es wahrscheinlich, dass das aussenwirtschaftliche Gleichgewicht nur aufrecht erhalten werden kann, wenn sich die inländische Produktion und Beschäftigung verändern. Möglicherweise verursachen Wechselkursänderungen geringere volkswirtschaftliche Kosten als die notwendigen Anpassungen der Produktion und Beschäftigung.

Daher stellt in der heutigen Situation die Fixierung des Frankenkurses keine realistische Alternative dar.

## 5. Notwendigkeit transparenter geldpolitischer Regeln

Viele Ökonomen akzeptieren heute ein wichtiges monetaristisches Postulat, wonach die Geldpolitik aufgrund von klar definierten, öffentlich angekündigten Regeln geführt werden sollte. Diese Regeln sollten einerseits gewährleisten, dass die Notenbanken ihre Geldpolitik vorwiegend auf die Stabilisierung des Preisniveaus ausrichten. Andererseits sollten sie die Notenbanken dazu zwingen, einen mittelfristig orientierten, vorausschauenden Kurs zu steuern. Dies wirkt der Versuchung zu kurzfristigem aktivistischem Verhalten entgegen.

Die Nationalbank ist sich der Bedeutung transparenter geldpolitischer Regeln bewusst. Sie ist daher der Meinung, die Öffentlichkeit müsse nicht nur über die Ziele der Geldpolitik, sondern auch über das gewählte Zwischenziel umfassend informiert werden. Deshalb legt sie Wert darauf, das Jahresziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge im voraus öffentlich anzukündigen. Als autonome Notenbank in einem demokratischen Staat muss sie sich um eine möglichst grosse Transparenz der Geldpolitik bemühen. Eine Geldpolitik hinter verschlossenen Türen ist in einer Demokratie ein Fremdkörper.

In der Praxis ist es allerdings oft schwierig, die Transparenz der Geldpolitik zu gewährleisten. Geldpolitische Entscheide sind nämlich stets mit Unsicherheiten behaftet. Diese Unsicherheiten erschweren insbesondere die Festlegung des jährlichen Geldmengenziels. Daher betrachtet die

Nationalbank ihr Geldmengenziel nicht als eiserne Regel, sondern als eine Richtlinie. Obwohl sie sich bemüht, das Geldmengenziel zu erfüllen, ist sie unter Umständen gezwungen, vom angekündigten Kurs abzuweichen. Diese pragmatische Haltung der Nationalbank wird gelegentlich kritisiert. Dennoch sind Abweichungen vom Geldmengenziel nicht ohne weiteres als ein Rückfall in eine diskretionäre, für die Öffentlichkeit undurchschaubare Geldpolitik zu werten. Die Nationalbank ist nämlich bestrebt, die Gründe darzulegen, die sie zu Abweichungen vom Geldmengenziel bewegen können. In der Vergangenheit führten vier Arten von Entwicklungen, die bei der Festlegung des jährlichen Geldmengenziels nicht erwartet worden waren, zu Zielabweichungen:

– *Extreme Ausschläge des Frankenkurses*

Ein übermässiger Kurszerfall des Frankens, der die inländische Inflation anheizt, oder ein extremer Höhenflug, der die Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Industrie untergräbt, kann die Nationalbank zu Zielabweichungen veranlassen. Allerdings lehnt die Nationalbank eine wechselkurspolitische Feinsteuerung ab. Sie ist nur bereit, in extremen Situationen vom angekündigten Kurs abzuweichen.

– *Konjunkturlage*

Wie wir oben zeigten, nimmt die Nationalbank auf die Konjunkturlage Rücksicht. Insbesondere können unerwartete und unerwünschte Auslandsinflüsse auf die schweizerische Konjunktur die Nationalbank zu Zielabweichungen veranlassen.

– *Liquiditätsempässe im schweizerischen Bankensystem*

Liquiditätsempässe im Bankensystem, welche die Nationalbank zum Eingreifen zwingen, können normalerweise nicht vorausgesehen werden und führen zu Zielabweichungen. Dies war nach der Börsenkrise im Jahre 1987 der Fall.

– *Unstabile Beziehung zwischen Preisniveau und bereinigter Notenbankgeldmenge*

Aus den bisherigen Ausführungen ist ersichtlich, dass Verzerrungen in der Beziehung zwischen Preisniveau und bereinigter Notenbankgeldmenge häufig nicht prognostizierbar sind

und daher zu Zielabweichungen führen können.

Sofern die Nationalbank auf diese vier Arten von Ereignissen in einer Weise reagiert, die für die Öffentlichkeit vorausschaubar ist, führt sie eine regelgebundene Politik. Die Befolgung einer Regel ist somit nicht gleichbedeutend mit der sklavischen Erfüllung von Geldmengenzielen. Die Nationalbank betrachtet ihre Geldmengenziele als *bedingte* Vorgaben, von denen sie gewillt ist abzuweichen, wenn gewisse zum voraus definierte – jedoch schwer prognostizierbare – Ereignisse eintreten, die eine Korrektur des geldpolitischen Kurses erfordern.<sup>18</sup>

Freilich würde selbst eine bedingte Vorgabe zur reinen Farce, falls die Nationalbank ständig von ihren Zwischenzielen abweiche. Wie aus Tabelle 1 ersichtlich ist, verhielt sich die Nationalbank weitgehend zielkonform. Seit 1975 hat sie vierzehnmal ein Jahresziel für das Geldmengenwachstum festgelegt. Sie wich in diesem Zeitraum nur fünfmal wesentlich von ihrer Vorgabe ab, d.h. in den Jahren 1978, 1980, 1981, 1988 und 1989. Die durchschnittliche Zielabweichung betrug lediglich 0.6 Prozentpunkte pro Jahr. Dieser Betrag verringert sich auf 0.1 Prozentpunkt, sofern die in Tabelle 1 ausgewiesenen tatsächlichen Veränderungsdaten der Geldmenge für 1988 und 1989 durch die korrigierten Werte ersetzt werden. Die Nationalbank erfüllte somit ihre Geldmengenziele im Durchschnitt dieser vierzehn Jahre fast perfekt.

Die fünf grösseren Zielabweichungen lassen sich vor allem darauf zurückführen, dass die Nationalbank auf den Wechselkurs und auf unerwartete Verschiebungen der Geldnachfrage Rücksicht nahm. Wie wir oben zeigten, spiegelt die massive Zielüberschreitung von 1978 die Bestrebungen

<sup>18</sup> Die meisten Ökonomen, welche die Zentralbanken zur Befolgung einer Regel verpflichten möchten, schlagen heute kompliziertere Rezepte vor als die von den Monetaristen ursprünglich propagierten rigiden Geldmengenziele. Insbesondere sind sie wie die Nationalbank der Meinung, in einer unsicheren Welt seien nur bedingte Vorgaben sinnvoll. McCallum (1989, Kap.16) propagiert beispielsweise eine Regel, die dem Vorgehen der Nationalbank ähnelt.

der Nationalbank, den Höhenflug des Schweizer Frankens zu bremsen. In den Jahren 1980 und 1981 unterschritt die Nationalbank hingegen ihre Ziele, weil sie auf die damalige Frankenschwäche und die schon erwähnte Verschiebung der Geldnachfrage Rücksicht nahm. Sie regierte allerdings eher unbewusst auf diese Nachfrageverschiebung, da sie deren Ausmass erst später erkannte. Die Zielunterschreitungen von 1988 und 1989, die ausführlich diskutiert wurden, ergaben sich vor allem aus der Verringerung der Giro Guthaben als Folge der Revision der Liquiditätsvorschriften und der Einführung von SIC. Die Nationalbank nahm jedoch in diesen beiden Jahren – sowie im Jahre 1987, in dem die Zielabweichung bescheiden blieb – auch Rücksicht auf den Wechselkurs, die Konjunkturlage und die Liquiditätsversorgung der Banken.

Die Ankündigung einer bedingten Vorgabe zwingt die Nationalbank, über Zielabweichungen vor der Öffentlichkeit Rechenschaft abzulegen. Dies trägt dazu bei, dass die Öffentlichkeit die Politik der Nationalbank versteht und bei wirtschaftlichen Entscheiden die monetären Rahmenbedingungen richtig einschätzt. Geheimniskrämerei untergräbt auf die Länge die Glaubwürdigkeit der Nationalbank. Da die Geldpolitik auf das Vertrauen des Publikums angewiesen ist, kommt die Nationalbank um eine Offenlegung ihrer Politik letztlich nicht herum. Natürlich kann sie das Risiko von Fehlentscheiden nie ganz ausschliessen, weil die richtige Dosierung der Geldpolitik schwierig ist. Dennoch dürfte sie ihre Glaubwürdigkeit eher bewahren, wenn sie der Öffentlichkeit reinen Wein einschenkt, als wenn sie diese Schwierigkeiten verheimlicht.

## 6. Zusammenfassung

Der Zweck dieses Aufsatzes bestand darin, einige grundsätzliche Ueberlegungen zum geldpolitischen Konzept der Nationalbank anzustellen. Der erste Teil war den geldpolitischen Zielen gewidmet. Dabei wurde gezeigt, dass sich die Nationalbank hauptsächlich darum bemüht, ein stabiles Preisniveau zu erreichen und zu erhalten. Alle anderen Aufgaben – wie die Gewährleistung eines ausgeglichenen Wirtschaftswachstums und die Verhinderung von Liquiditätskrisen im

schweizerischen Bankensystem – sind der Stabilisierung des Preisniveaus untergeordnet. Die Nationalbank vermag zwar das Preisniveau im Durchschnitt mehrerer Jahre zu stabilisieren, jedoch nicht alle kurzfristigen Preisbewegungen auszuscheiden. Aus diesem Tatbestand ergibt sich die Maxime, dass die Nationalbank einen mittelfristig orientierten, vorausschauenden Kurs steuern sollte.

Die Erfolgchancen einer vorausschauenden Politik hängen davon ab, ob die Nationalbank über zuverlässige Indikatoren der künftigen Preisentwicklung verfügt. Der zweite Teil des Aufsatzes befasste sich mit der Rolle von geldpolitischen Indikatoren und Zwischenzielen. Ein zuverlässiger geldpolitischer Indikator muss (a) mit dem Preisniveau eng verknüpft sein und (b) diesem vorlaufen. Die bereinigte Notenbankgeldmenge – die Zwischenzielgrösse der Nationalbank – erfüllte diese Bedingung bisher weitgehend. Allerdings versagte dieses Aggregat am Anfang und am Ende der achtziger Jahre vorübergehend als kurzfristiger Indikator, ohne jedoch seine Nützlichkeit als mittelfristige Orientierungshilfe zu verlieren. Die damals gewonnenen Erfahrungen führen zum Schluss, dass die Nationalbank bei kurzfristigen Verzerrungen der Notenbankgeldmenge ihre geldpolitische Entscheidungsfähigkeit bewahren kann, indem sie die inländischen Geldmarktsätze als zusätzliche Indikatoren heranzieht. Dieses Vorgehen verspricht jedoch nur Erfolg, wenn die Nachfrage nach Notenbankgeld grundsätzlich stabil ist. Wie im dritten Teil des Aufsatzes gezeigt wurde, trifft dies im wesentlichen zu.

Der vierte Teil des Aufsatzes war den Eigenschaften anderer geldpolitischer Indikatoren gewidmet. Mit Ausnahme der Geldmenge M1 vermag keine der untersuchten Alternativen den Bedingungen zu genügen, die ein zuverlässiger Indikator erfüllen muss. Selbst die Geldmenge M1 ist der bereinigten Notenbankgeldmenge als Indikator unterlegen. Im fünften Teil des Aufsatzes wurde die Notwendigkeit einer transparenten, regelgebundenen Geldpolitik betont. Allerdings kann die Regel nicht darin bestehen, die Nationalbank an ein rigides Geldmengenziel zu ketten. Nur ein bedingtes Geldmengenziel stellt eine sinnvolle geldpolitische Regel dar.

Aus diesen Gründen dürfte sich das geltende geldpolitische Konzept auch weiterhin bewähren. Die Nationalbank ist überzeugt, dass ihre – auf die Steuerung der Geldmenge ausgerichtete – Politik bald zu einem Rückgang der gegenwärtig allzu hohen Teuerung führen wird.

#### Literaturverzeichnis

- Barro, Robert J. und David B. Gordon. 1983. "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy." *Journal of Monetary Economics* 12, July, S. 101 -21.
- Büttler, Hans-Jürg, Franz Ettlín und Eveline Ruoss. 1987. "Empirische Schätzung des Wachstums der potentiellen Produktion in der Schweiz." *Geld, Währung und Konjunktur*. Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank 5, März, S. 61 -71
- Ettlín, Franz. 1989. "Der schweizerische Notenumlauf 1962–1988: Resultate einer ökonomischen Untersuchung aufgrund des Fehler-Korrektur-Ansatzes." *Geld, Währung und Konjunktur*. Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank 7, September, S. 257 -68.
- Fischer, Andreas M. 1989. "Interest Rate Differentials, Money Demand and Regime Changes in Switzerland." Manuskript, Schweizerische Nationalbank.
- Galli, Alexander. 1980. "Die Nachfrage nach Bargeld in der Schweiz." Beilage zum *Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank*.
- Heri, Erwin W. 1986. *Die Geldnachfrage. Theorie und empirische Ergebnisse für die Schweiz*. Berlin und Heidelberg.
- Hermann, Werner und Georg Rich. 1988. "Zinssätze und Wechselkurs in der Schweiz – McKinnons unsichtbare Hand." Otmar Issing (Hrsg.), *Wechselkursstabilisierung, EWS und Weltwährungssystem*. Hamburg, S. 163 -87.
- Kaldor, Nicolas. 1982. *The Scourge of Monetarism*. Oxford.
- Koellreuter, Christoph und Peter Kugler. 1985. "Verbindung von zeitreihenanalytischen Methoden mit einem makroökonomischen Strukturmodell." Heidi Schelbert-Syfrig, Philipp Halbherr und Najib Harabi (Hrsg.), *Makromodelle und Wirtschaftspolitik. Ergebnisse für die Schweiz*. Grösch, S. 53 -84.
- Kohli, Ulrich. 1985. "La demande de monnaie en Suisse: Aspects divers." *Geld, Währung und Konjunktur*. Quartalsheft der SNB 3, Juni, S. 150 -64.
- Kydland, Finn W. und E.C. Prescott. 1977. "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." *Journal of Political Economy* 85, Juni, S. 473 -91.
- McCallum, Bennett T. 1989. *Monetary Economics. Theory and Policy*. New York and London.
- McKinnon, Ronald I. 1984. *An International Standard for Monetary Stabilization*. International Institute for Economics, Washington D.C.
- 1986. "The Dollar Exchange Rate and International Monetary Cooperation." R.W. Hafer (Hrsg.), *How open is the U.S. Economy?* Lexington und Toronto, S. 211 -31.
- Rich, Georg. 1987. "Swiss and United States Monetary Policy. Has Monetarism Failed?" Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review* 73, Mai/Juni, S. 3 -16.
- 1990. "Exchange Rate Management under Floating Exchange Rates: A Skeptical Swiss View." *Journal of Banking and Finance* (im Erscheinen begriffen).
- Rötheli, Tobias F. 1988. "Money Demand and Inflation in Switzerland: An Application of the Pascal Lag Technique." Federal Reserve Bank of St.Louis, *Review* 70, Mai/Juni, S. 43 -52.
- Schweizerische Nationalbank. 1986. "Das Geldmengenziel für das Jahr 1987." *Geld, Währung und Konjunktur*. Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank 4, Dezember, S.207 -209.
- 1989. *81. Geschäftsbericht 1988*. Bern
- Swoboda Alexander K. und Hans Genberg. 1985. "Internal and External Factors in the Swiss Business Cycle: 1964 -1981." *Aussenwirtschaft* 40, S. 275 -95.
- Wasserfallen, Walter. 1985. *Makroökonomische Untersuchungen mit rationalen Erwartungen*. Bern und Stuttgart.

# Swiss Exports and the Real Exchange Rate: an Empirical Analysis

Michael T. Belongia and Werner Hermann\*

The Swiss economy is highly dependent on influences from abroad. Exports account for 39 percent (1987) of Swiss GNP and some industries, such as watchmaking and chemicals, export three-fourths of total output. Particularly in 1978–79, the Swiss National Bank had intervened in foreign exchange markets to counter an appreciation of the Swiss franc which was viewed as harmful to exporters.

Irrespective of whether the Swiss National Bank adheres to a strict money stock target or gives the exchange rate some explicit consideration, it is nonetheless important to know how exchange rates affect the Swiss economy. Furthermore, if the policy's emphasis would be directed to the exchange rate, an estimate of how much Swiss exports respond to a change in the Swiss franc's value is essential to make such a policy successful. For example, if a ten percent increase in exports is the desired result of an intervention, it is necessary to know how much of a franc depreciation is required to elicit this export response. Moreover, the existence of the well-known J-curve effect, or the lag between a currency depreciation and a change in trade flows, means that policy makers must consider as well how quickly exports will respond to an exchange rate change.

Despite the importance of these two questions, however, little empirical research in recent years has been directed to the study of Swiss export demand<sup>1</sup>. Earlier studies point to a relatively low price elasticity (or price-inelastic) export demand<sup>2</sup>. In this article we use an error correction model to estimate the responsiveness both of total Swiss exports and Swiss exports to the U.S. to changes in foreign real income and the real

Swiss franc exchange rate. In general, we find the volume of Swiss exports to the U.S. to respond quickly and by a substantial amount to a change in the real value of the Swiss franc. Total export volume, however, is only slightly responsive to changes in the real value of the Swiss franc. In both cases a strong influence of foreign real GNP was found.

## Swiss Exports and the Exchange Rate: An Overview

Chart 1 plots real Swiss exports of goods and the real effective exchange rate of the Swiss franc over time. Exports show a trend growth of 3.9% per year in the period of 1973 to 1987, which reflects their rising share of Swiss gross domestic product (GDP) and the increasing integration of developed economies.

One can detect two major troughs in the export time series, the consequences of declining demand during the recessions of 1974 and 1982, respectively. Although the real exchange rate is much more volatile than exports, its time trend clearly indicates that Swiss exporters have had to cope with an appreciating domestic currency since the move to free-floating. During the sample period the real value of the Swiss franc rose by 33% in terms of the currencies of its major trading partners, reflecting not only the weakening of the US-Dollar since the beginning of the seventies but also a modest appreciation of the real Swiss franc vis-à-vis most European currencies.

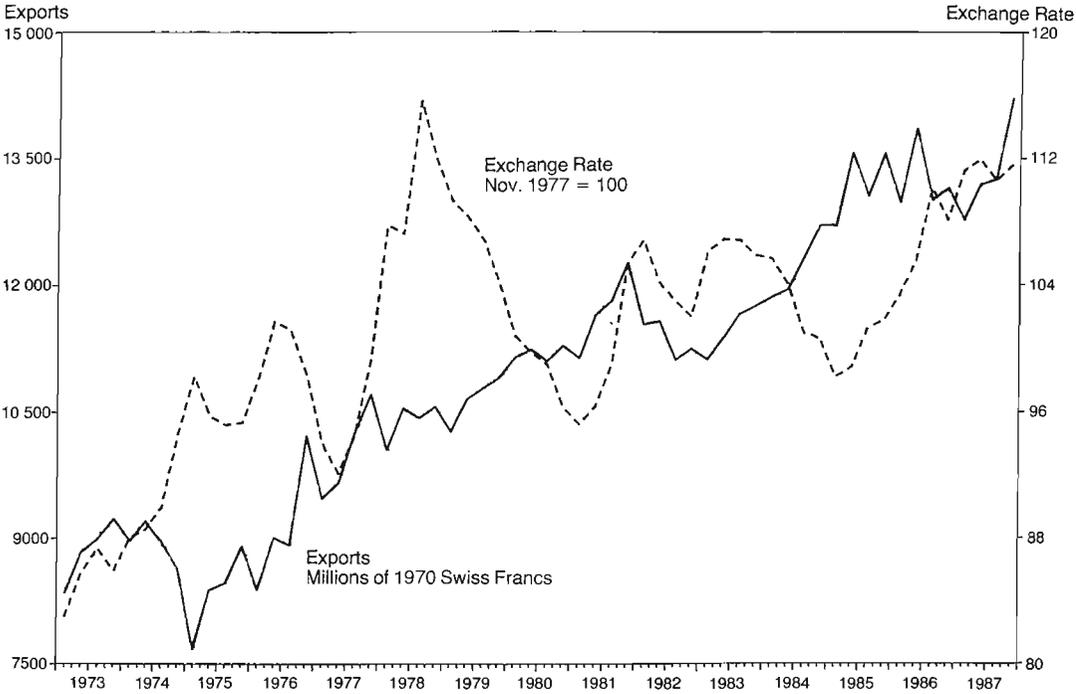
Swiss exporters consider the real exchange rate an important determinant of their competitive

\* The authors are, respectively, Assistant Vice President at the Federal Reserve Bank of St. Louis and economist with the Swiss National Bank. Laura Prives at the Federal Reserve Bank of St. Louis provided research assistance.

<sup>1</sup> One research effort, however, is that of Büttler and Schips (1987), who included export equations in their study of equilibrium exchange rates. These, however, were not published with the remainder of the study.

<sup>2</sup> See Mattei et al. (1976), Berwert and Kleinewerfers (1977), Ditzler et al. (1980) and Zenger (1982).

### Real Swiss Exports and Real Effective Exchange Rate of the Swiss Franc



position. Chart 1 points to a negative relationship between the real effective exchange rate index of the Swiss franc and real Swiss exports. Weak export growth or even declining export volume seems to take place during or after periods of appreciating currency values, whereas relatively strong export growth typically is associated with periods of a depreciating currency. We estimate this relationship more precisely in the next section.

#### The Reduced-Form Export Equation

The observed quantity of Swiss exports at a moment in time will be determined by the intersection of the demand for Swiss products by foreigners and the supply of Swiss products for export. To derive an estimable export equation, these two functions were specified as simple relationships in a few variables. The demand for exports was assumed to depend on real foreign income, the price of Swiss goods relative to prices in the

importing countries and the real exchange rate. Other things the same, higher foreign real income, lower Swiss prices and higher foreign currency values would be associated with a higher quantity of Swiss exports. The supply of Swiss exports is assumed to depend on the prices of Swiss goods produced for export relative to other (nontraded) Swiss goods and a measure of Swiss productive capacity utilisation. Positive relationships between export prices and export supply are expected because, as export prices rise, resources would be shifted into the production of goods for export. Export supply is expected to decrease as production costs increase the higher the level of capacity utilisation. Appendix A discusses the model in greater detail

By setting quantity supplied equal quantity demanded the following reduced form expression for Swiss exports was derived.

$$(1) \ln EX_t = a_0 + a_1 \ln FGNP_t + a_2 \ln RER_t + a_3 \ln CAP_t$$

where

- EX = real Swiss exports of goods (total or to U.S. only)  
 FGNP = real foreign GNP (non-U.S. foreign or U.S. only)  
 RER = real Swiss franc exchange rate (trade-weighted index or Sfr/\$ only)  
 CAP = measure of capacity utilization in Switzerland  
 ln = natural logarithm  
 $a_0$ - $a_3$  = coefficients to be estimated

Our empirical analysis used quarterly, seasonally adjusted data over the interval I/1969 – IV/1987. The dependent variable was either real exports to the U.S. only or total Swiss exports; as the export measure was changed, the appropriate measures of foreign GNP and the exchange rate were changed correspondingly to represent the U.S. alone or a trade-weighted index of the 15 most important trading partners. Sources of data used are: *Wirtschaftsspiegel* (overall exports, capacity utilisation), *Monatsbericht der SNB* (RER) and the data bases maintained by the Swiss Federal Customs Office (Exports to the United States) and by the Board of Governors of the Federal Reserve System (FGNP). Real exports to the United States were measured by deflating nominal exports with the overall export deflator.

### Unit Roots and Cointegration

Chart 1 suggests that real Swiss exports and the real effective exchange rate are not stationary time-series but exhibit some form of trend. Because of that, simply allowing for lags in the variables of equation (1) and estimating it in levels might not be correct under asymptotic theory. In particular, nonstationarity could generate results suggesting relationships among variables that were, in fact, not significant when the model is specified properly. This potential problem led us first to test all variables of our model for unit roots.

The results of these unit root tests are reported in table 1. They indicate that all variables are integrated of order one. This means that they follow a stochastic long-term trend but the first differences of the data are stationary. Since simple economic theory suggests they should share a stable

long-term relation, there is a good chance of finding some of them to be cointegrated. That is, they share a stable long-term relationship.

The hypothesis of no cointegration can be tested by estimating equation (1) without allowing for any lags. If there is cointegration, the OLS-regression of (1) will estimate the long-term relationship between them and the residuals will be a stationary  $I(0)$  time series. A test for unit roots of the residuals gives some evidence that this is in fact the case (Table 2).<sup>3</sup> All coefficients show the expected sign and all, except the real exchange rate in the total exports equation, are highly significant. The estimated values of the long term price elasticity of Swiss exports to the United States and overall exports are .51 and .01 respectively. This result supports the common notion that exchange rate changes do not cause strong reactions in exports.

Although not reported, other estimations indicated that Swiss exports also respond strongly to changes in U.S. real income. For the U.S. alone, a one-percent increase in real income will increase Swiss exports to the U.S. by more than 2.3 percent. In fact, a one-percent increase in U.S. real GNP will raise total Swiss exports by 1.3 percent. More than the exchange rate, these results suggest the health of the U.S. economy is a dominant factor in explaining fluctuations in the volume of Swiss exports.<sup>4</sup> The model explains most of the variation of exports in both cases.

### An Error Correction Model

Cointegration implies that the data can be represented by an error correction model. In an error correction model the first difference of the dependent variable is explained by the error term from the cointegrating regression (Table 2) and lagged differences of all variables of the model. Those differences model the short term dynamics. The lag lengths were determined according

<sup>3</sup> The measure of capacity utilization in Switzerland was dropped because the empirical evidence for unit roots is rather weak and it is not very plausible that capacity utilization is an integrated process.

<sup>4</sup> The result shows also that U.S. GNP would be a good proxy for world GNP.

**Table 1: Order of Integration of the Variables Considered. Dickey-Fuller t-statistic for Unit Root Hypothesis  $\rho = 0$** 

$$\Delta X_t = \rho X_{t-1} + \alpha_0 + \sum_{i=1}^4 \alpha_i \Delta X_{t-i} + E_t$$

X	Level data		First Differences	
	$\rho$	$t\rho$	$\rho$	$t\rho$
<b>Bilateral case</b>				
Exports	-.018	-.548	-1.135	-3.786***
GNP	.002	.131	-.592	-3.374**
RER	-.097	-1.992	-.487	-2.282
Capacity	-.162	-2.088	-.817	-3.814***
<b>Multilateral case</b>				
Exports	-.023	-.856	-1.157	-3.892***
GNP	-.005	-1.232	-.414	-3.562**
RER	.005	.321	-.799	-3.178*

Critical values:  
10%: -2.6    5%: -2.93    1%: -3.58

**Table 2: Cointegration Regression and Test of No-Cointegration 1973.01 – 1987.4**

	Exports to USA	Overall Exports
Constant	-17.671 (-32.194)	-.801 (-1.320)
Respective Foreign GNP	2.388 (35.069)	1.151 (8.745)
Respective Real exchange Rate	.510 (11.246)	.013 (.205)
corrected $r^2$	.959	.938
DW	1.080	.600
ADF	-3.412*	-3.388*

Values of parameters are t-values of the coefficients. Critical values are taken from Engle and Yoo (1987) Table 3

\* 10% significance

to the final prediction error criterion of Akaike (1973). The estimations show no influence from the variables that are included in the cointegrating regression, but an influence from the measure of Swiss capacity utilization (see Table 3).

The question of how much and how quickly a move of the real exchange rate affects real exports can be addressed by transforming the error correction model into an equation that relates the real exchange rate to real exports (see appendix B). Figure 2 shows how real exports react to a permanent change in real exchange rates of a given size over time. For example, in the

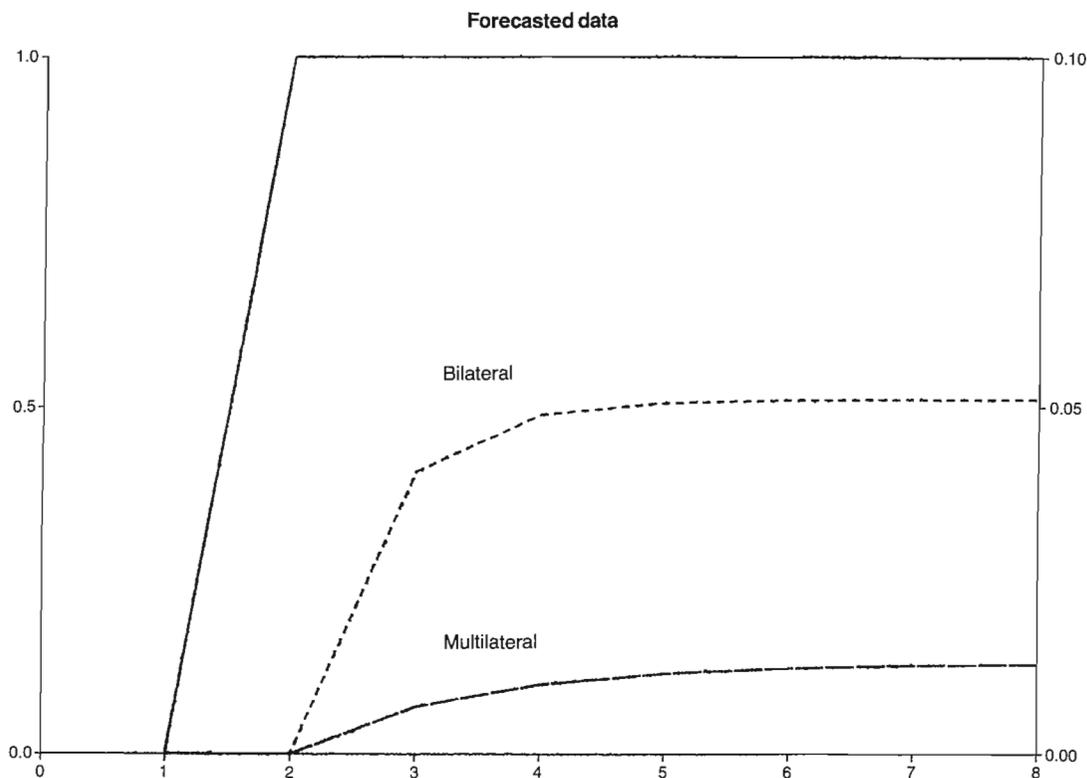
U.S.-Swiss bilateral case, a unit change in the Swiss franc-dollar real exchange rate causes a one-half unit response in export volume by the end of four quarters and that no further effect is realized after four quarters of adjustment. The figure also shows that exports to the United States react much more strongly and quickly to the exchange rate change than overall exports. In both cases, however, most of the reaction takes place within one year of the change.

### Out of Sample Performance

Although the results reported in table 2 are in agreement with the predictions of economic the-

**Table 3: Error Correction Model 1975.01 – 1987.04**

	Exports to USA	Overall Exports
Constant	.009 (1.338)	.007 (2.018)
Residual	-.797 (-6.570)	-.522 (-5.005)
DLCAP (-1)	-.441 (-1.059)	.422 (1.832)
DLCAP (-2)	1.681 (4.222)	.641 (2.784)
corrected $r^2$	.503	.349
DW	1.646	2.011



ory and exhibit good statistical characteristics, they do not provide insight about the model's use as an ex ante policy tool. That is, the results do offer some evidence on the initial policy questions asked: How much of a depreciation in the franc's real value is necessary to achieve a given percentage increase in export volume and, if effected, how much time would elapse between the depreciation and its full impact on exports? The results, however, do not reveal whether predictions of future export response to exchange rate changes are reliable for policy analysis. To make this judgment, analysis of the model's out of sample performance is required.

This analysis was performed by re-estimating equation (1) with data terminating at IV/1985. Using these new coefficients and actual values for the explanatory variables over I/1986-IV/1987, simulated ex ante paths for total exports and exports to the U.S. were constructed. Then, by comparing the actual paths of exports over these

eight quarters with the simulated paths, it was possible to evaluate the reliability of the model for use in forecasting and policy planning.

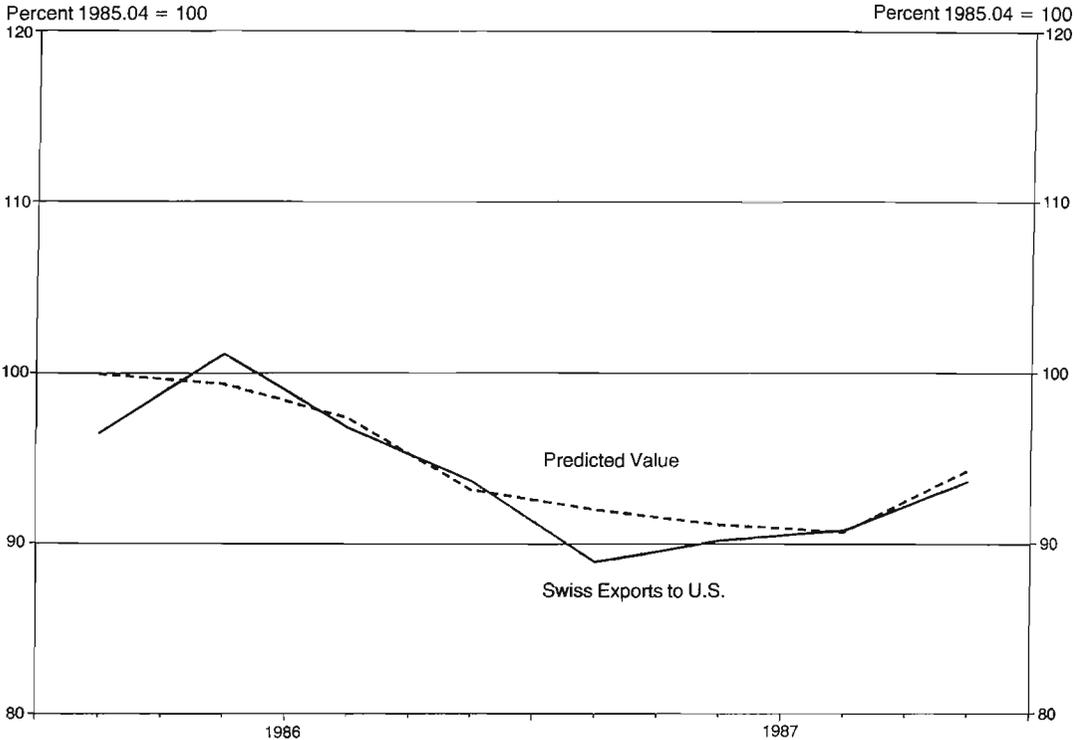
The results of this exercise are shown in table 4 and chart 3. The table presents error statistics (actual minus predicted values) for the two model simulations while the chart plots the actual and projected series.

In both cases the error of the forecast does not seem to increase as the forecasting horizon in-

**Table 4: Summary error statistics for out-of-sample Swiss export projections, 1/1985 - IV/1986 in percent**

Model	Mean Error	Root mean Squared Error (RMSE)
Export to U.S.	.87	1.93
Total Swiss Exports	5.17	5.99

### Actual and Predicted Swiss Exports to U.S.



creases. Table 4 also reveals that the predictions of the exports to the United States are considerably better than those of overall exports. The average, or mean, error is close to zero in the former case, indicating that the errors do not tend in one direction and that, on average, over-estimates of exports in one period are offset by under-estimates in another. The forecasts for overall exports, however, seem to be biased upward. The root mean square error, which measures the dispersion of the simulation error irrespective of its direction, is larger than the mean error in both cases. Again the bilateral model performs better relative to this criterion as its RMSE is about one third the value generated by the model for total exports.

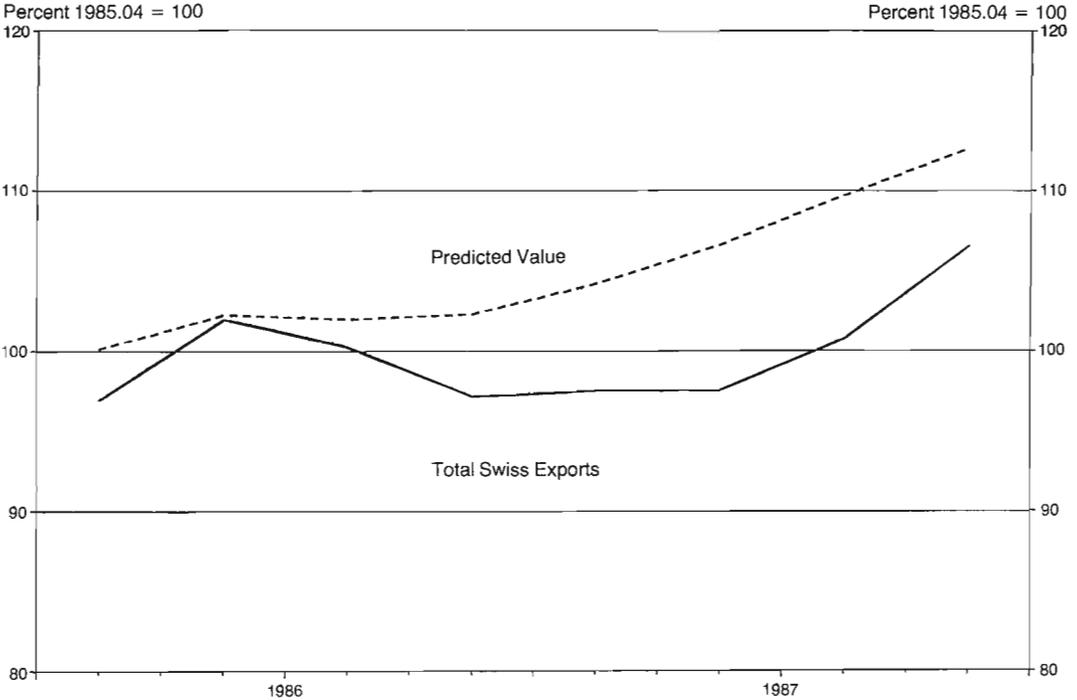
The test of the model with this simulation suggests that the real exchange rate, even if it could be chosen by discretion, would hardly be an appropriate instrument to control overall Swiss exports with any precision. The reasoning is this. If

export volume were very sensitive to exchange rate fluctuations, we would expect the time path of exports in chart 3 to be more volatile and the model error statistics to be smaller. Instead, the relatively smooth paths of actual and predicted export volume supports the notion that Swiss exporters and foreign importers dampened short term variability of real exports by adjusting their profit margins in the 85–87 period. This pricing behavior would weaken the exchange rate effect on exports and account partly for the weak performance of the model in explaining recent data.

### Conclusions

A simple error-correction model of real Swiss exports explains a substantial portion of the variation in total Swiss exports and exports to the U.S. The in-sample estimation indicated a strong export response to changes in the franc's real value in the bilateral case but a weak response of over-

## Actual and Predicted Total Swiss Exports



all exports. In both cases a strong influence of foreign real GNP was found. Out-of-sample simulations, however, suggest that, even if the real exchange rate could be chosen by discretion, it would be an inappropriate instrument to control Swiss exports.

### References

- Batten, Dallas S. and Thornton, Daniel L. "How Robust Are The Policy Conclusions of the St. Louis Equation? Some Further Results", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (June/July 1984), pp26-32.
- Berwert, Peter and Kleinewerfers, Henner: *Empirische Untersuchungen über die schweizerische Wettbewerbsfähigkeit und Aussenhandelsstruktur 1967 bis 1977*, Bern, 1977.
- Büttler, Hansjürg and Schips, Bernd: *Equilibrium Exchange rates in a Multi-Country Model: An Econometric Study*, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1987.
- Ditzler, Christoph; Koellreuter, Christoph and Kugler, Peter: *Einige empirische Ergebnisse bezüglich des Einflusses des Wechselkurses auf die schweizerische verarbeitende Industrie*, in *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 1980.
- Engle, Robert F. and Yoo, Byung Sam: "Forecasting and Testing Co-Integrated Systems", *Journal of Econometrics*, 1987, pp. 143-159.

Goldstein, Morris and Moshin S. Khan. "The Supply and Demand for Exports: A Simultaneous Approach" *Review of Economics and Statistics* (May 1978), pp. 275-86.

Mattel, A., Rossi, A., Schiltknecht, K., Zweifel P.: *Konjunktur 1950-1970. Eine ökonomische Analyse schweizerischer Wirtschaft*, Arbeitspapier 76/3 of the Institut für Wirtschaftsforschung at the Swiss federal Institute of Technology 1976.

Swiss National Bank: *Monatsbericht*, several issues  
*Der Wirtschaftsspiegel*, several issues

Zenger, Christoph: *Volkswirtschaftliche Wirkungen von Wechselkursänderungen*, Bern 1982.

### Appendix A

The reduced-form equation estimated in the text is based on earlier work by Goldstein and Khan (1978). For reference purposes, their derivations, with minor changes, are repeated below.

The demand for Swiss exports takes the form

$$(2) \ln Q^d = a_0 + a_1 \ln (PX/PF) + a_2 \ln Y + a_3 \ln E$$

$Q^d$  = the quantity of exports demanded

PX = the price of Swiss exports  
 PF = the price of export goods in foreign countries  
 Y = foreign real income  
 E = the exchange rate (Price of foreign currency)

$a_0$  through  $a_3$  are coefficients to be estimated

Because the model is written in logarithms, the  $a$  coefficients can be read as elasticities. The relative price elasticity,  $a_1$ , is expected to be negative: as Swiss export prices rise relative to prices in the potential importing countries, the quantity of exports will fall. The income ( $a_2$ ) and exchange rate ( $a_3$ ) elasticities are expected to be positive: as foreign incomes or the values of foreign currencies rise, the volume of Swiss exports should rise and vice versa.

The supply of Swiss exports is represented by:

$$(3) \ln Q^s = B_0 + B_1 \ln(PX/P) + B_2 \ln CAP$$

where:

$Q_s$  = quantity of Swiss exports supplied  
 P = Swiss domestic price index  
 CAP = a measure of Swiss capacity utilization.

$B_1$  and  $B_2$  are coefficients to be estimated.

In this expression,  $B_1$  is expected to be positive and  $B_2$  to be negative. More goods will be offered for export as the price of goods sold for export rises relative to the price of goods sold domestically and as Swiss firms face an increase in idle capacity. It should be noted at this point that many export studies avoid the issue of specifying an export supply function by assuming that it is infinitely elastic. As Goldsein and Khan noted, this may be a reasonable assumption for world trade but not for the case of a single country that faces capacity constraints. Thus, the extra steps involved to specify a supply function and derive a reduced form are taken with this issue in mind.

Equation (3) can be solved for PX and then, with this result, a reduced form with quantity as the dependent variable is obtainable. We have, from (3):

$$(4) \ln PX = b_0 + b_1 \ln Q_s + b_2 \ln CAP + b_3 \ln P$$

where:

$$b_0 = -B_0/B_1 \\
b_1 = 1/B_1 \\
b_2 = -B_2/B_1 \\
b_3 = 1$$

Inserting equation (4) into (2) and solving yields:

$$(5) \ln Q = (a_0 + a_1 b_0)/K - (a_1/K) \ln PF + (a_2/K) \ln Y + (a_1 b_2/K) \ln CAP + (a_1 b_3/K) \ln P + (a_3/K) \ln E$$

$$\text{where } K = 1 - a_1 b_1$$

Assuming  $a_1 = -a_3$  the quantity of Swiss exports can be represented as a function of foreign income, the real exchange rate and Swiss productive capacity utilization:

$$(6) \ln Q = (a_0 - a_1 b_0)/K + (a_2/K) \ln Y + (a_1/K) \ln(P/(PF E)) + (a_1 b_2/K) \ln CAP.$$

## Appendix B

If the variables determining real exports in our model are exogenous. Then

$$(7) (1-B) EX = \beta + \rho B (EX - \alpha_0 - \alpha_1 RER - \alpha_2 FGNP)$$

$$+ (1-B) \sum_{i=0}^l B^i CAP,$$

(where B is the lag-operator; EX, RER, FGNP and CAP are logs of real exports, real exchange rate, foreign GNP and capacity utilization respectively and greek letters denote coefficients,) is the only relationship that exists between the variables. Assume the exogenous variables either are controlled by some agent or are non-autocorrelated random variables. Since we are interested in the reaction of real exports on variation in the real exchange rate, we set all coefficients except  $\rho$  and  $\alpha_1$  to zero. Then (7) simplifies to

$$(8) (1-B) EX = \rho (B \cdot EX - \alpha_1 B \cdot RER).$$

Solving (8) for EX leads to the simulation equation (9):

$$(9) EX = -\rho\alpha_1 \sum_{i=0}^{\infty} (1+\rho)^i B^{i+1} RER.$$

The values for the coefficients  $\rho$  and  $\alpha_1$  are given in Tables 2 and 3.

## Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland 1988

Thomas Schlup\*

### Die Entwicklung des Direktinvestitionskapitals und der Personalbestände der Betriebsstätten im Ausland.

Der Buchwert des schweizerischen Direktinvestitionskapitals erhöhte sich 1988 um 13 Mrd auf 70,9 Mrd Franken. Zum Kapitalbestand zählen das Beteiligungskapital und der Bestand der an die Betriebsstätten gewährten Kredite abzüglich der von den Betriebsstätten entgegengenommenen Kredite. Ende 1988 belief sich der Bestand des Beteiligungskapitals im Ausland auf 57,7 Mrd Franken (1987: 47,9). Die ausstehenden Kredite stiegen von 14,3 Mrd 1987 auf 16,8 Mrd, während die Verpflichtungen gegenüber den Betriebsstätten von 4,3 Mrd auf 3,6 Mrd Franken abnahmen. Die ausstehenden Kredite an die Betriebsstätten im Ausland erhöhten sich somit nach Abzug der Verpflichtungen von 10 Mrd im Vorjahr auf 13,2 Franken Mrd im Jahre 1988.

Die Bestandeszunahme ist zum grössten Teil auf die Kapitalexperte zur Finanzierung der Direktinvestitionen im Ausland zurückzuführen. Statistische Änderungen – insbesondere die Fusion eines schweizerischen Unternehmens mit einem ausländischen – führten dazu, dass die Bestandesangaben für die Jahre 1987 und 1988 nur teilweise miteinander vergleichbar sind.

Die Kapitalbestände nahmen in allen ausgewiesenen Regionen (vgl. Tabelle 1) stark zu. Wichtigstes Direktinvestitionsland blieben auch 1988 die Vereinigten Staaten, gefolgt von der BRD, Frankreich, den Niederlanden, Italien, dem Vereinigten Königreich, Spanien, Kanada, Brasilien und Schweden, auf die zusammen 73% der Kapitalbestände entfielen.

Der Personalbestand der Betriebsstätten im Ausland stieg von 726'566 auf 891'390 Personen. Die Hälfte dieses Zuwachses ist auf die erwähnten statistische Änderungen zurückzuführen, wäh-

rend die restliche Erhöhung auf Akquisitionen und Beschäftigungszunahmen in bestehenden Betriebsstätten beruht. Im Industriesektor, auf den 64,3% des Kapitalbestandes entfällt, waren rund 733'000 (82,2%) Personen beschäftigt, im Dienstleistungssektor rund 159'000 (17,8%) Personen.

### Die Investitionen im Jahre 1988

Die im Jahre 1988 auf Direktinvestitionen entfallenden Kapitalexperte beliefen sich auf 12,7 Mrd gegenüber 1,9 Franken Mrd im Vorjahr. Die schweizerischen Unternehmen steigerten ihre Kapitalexperte in alle Regionen der Welt (vgl. Tabelle 3).

Besonders markant stiegen die Kapitalexperte in die Europäische Gemeinschaft (EG), wo im Jahre 1988 8,7 Mrd Franken oder 2,1 Mrd mehr als in den letzten drei Jahren zusammen investiert wurden. Dabei standen die Kapitalausfuhren in das Vereinigte Königreich an erster Stelle, gefolgt von Italien und Frankreich, während die Bundesrepublik Deutschland erst an vierter Stelle der Empfängerländer innerhalb der EG stand. Zwischen 1985 und 1988 investierten die schweizerischen Unternehmen 15,3 Mrd in Betriebsstätten innerhalb der EG, wovon 13,8 Mrd in die vier grossen Mitgliedsländer flossen.

Die Kapitalexperte in die übrigen europäischen Länder erhöhten sich ebenfalls, erreichten aber trotzdem mit 0,4 Mrd Franken nur einen Bruchteil der Kapitalexperte in die EG. Dabei handelte es sich wie in der Vergangenheit überwiegend um Direktinvestitionen in die EFTA, während die Kapitalexperte in die übrigen westeuropäischen Länder sehr bescheiden und jene in die osteuropäischen Länder wie bisher unbedeutend blieben.

Nach Nordamerika flossen im Jahr 1988 neue Mittel von 1,2 Mrd Franken, nachdem im Vorjahr

\* Ressort Statistik der Schweizerischen Nationalbank

Kapital im Umfang von 0,4 Mrd Franken zurückgezogen wurde. Die neuen Gelder stammten ausschliesslich von Dienstleistungsunternehmen, wobei die Kapitalexporte der Versicherungsgesellschaften in die USA und nach Kanada im Vordergrund standen. Die Industrieunternehmen zogen einerseits durch den Abbau von kurzfristigen Krediten an ihre Tochtergesellschaften und durch Verkauf von Beteiligungen in den USA finanzielle Mittel von 0,1 Mrd Franken aus Nordamerika ab.

Die übrigen überseeischen Industrieländer (Japan, Südafrika, Australien, Neuseeland) erhielten 1988 für 247 Mio Direktinvestitionskapital aus der Schweiz gegenüber 74 Mio im Vorjahr. Dem Kapitalrückfluss aus Japan (Rückzahlung von kurzfristigen Krediten) standen deutlich höhere Kapitalexporte nach Australien gegenüber, während die Kapitalexporte nach Südafrika und Neuseeland gegenüber dem Vorjahr praktisch unverändert blieben.

Die Kapitalexporte in die heterogene Gruppe der Entwicklungsländer betragen im Jahr 1988 2,2 Mrd Franken gegenüber einem Rückfluss von 0,3 Mrd Franken im Vorjahr. Dieser massive Anstieg der Kapitalexporte in die Entwicklungsländer war allerdings sehr ungleich verteilt. Nach Kontinenten aufgeschlüsselt flossen 1988 8 Mio Franken nach Afrika (1987: -69 Mio), 204 Mio Franken nach Asien (1987: 44 Mio) und 1'945 Mio Franken nach Lateinamerika (1987: -241 Mio), wovon 1'755 Mio Franken auf den karibischen Raum und Panama entfielen. In die Gruppe der stark verschuldeten Länder (Baker-Länder<sup>1</sup>) flossen für 166 Mio Franken neue Finanzmittel für Direktinvestitionen (1987: -215 Mio).

<sup>1</sup> Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Ecuador, Kolumbien, Mexiko, Peru, Uruguay, Venezuela, Elfenbeinküste, Marokko, Nigeria, Philippinen, Jugoslawien

**Tabelle 1: Schweizerische Direktinvestitionen: Buchwert der Kapitalbestände am Jahresende in Mio. Franken**

Region/Wirtschaftssektor		1986	1987r	1988	1988 Veränderung in %
Europäische Gemeinschaft	Total	26,308	28,390	33,255	17,1%
	Industrie	17,283	17,650	20,207	14,5%
	Dienste	9,025	10,740	13,049	21,5%
Übriges Europa <sup>1</sup>	Total	1,974	2,124	4,762	124,2%
	Industrie	1,727	1,838	4,371	137,8%
	Dienste	248	286	392	37,0%
Nordamerika <sup>2</sup>	Total	16,152	15,152	17,651	16,5%
	Industrie	10,561	11,062	10,836	-2,0%
	Dienste	5,591	4,090	6,815	66,6%
Übrige überseeische Industrieländer <sup>3</sup>	Total	3,402	3,489	4,026	15,4%
	Industrie	2,963	2,959	3,189	7,8%
	Dienste	438	530	837	58,0%
Opec-Länder	Total	585	474	569	20,1%
	Industrie	593	482	480	-0,4%
	Dienste	(8)	(8)	89	—
Übrige Entwicklungsländer	Total	7,283	8,227	10,646	29,4%
	Industrie	5,648	5,244	6,547	24,8%
	Dienste	1,635	2,983	4,099	37,4%
Alle Regionen	Total	55,704	57,857	70,909	22,6%
	Industrie	38,775	39,236	45,629	16,3%
	Dienste	16,929	18,621	25,280	35,8%

r: revidiert <sup>1</sup> inklusive Staatshandelsländer <sup>2</sup> USA, Kanada <sup>3</sup> Südafrika, Australien, Neuseeland, Japan

**Tabelle 2: Schweizerische Direktinvestitionen: Prozentuale Verteilung der Kapitalbestände**

Region/Wirtschaftssektor		1986	1987r	1988
Europäische Gemeinschaft	Total	47,2	49,1	46,9
	Industrie	31,0	30,5	28,5
	Dienste	16,2	18,6	18,4
Übriges Europa <sup>1</sup>	Total	3,5	3,7	6,7
	Industrie	3,1	3,2	6,2
	Dienste	0,4	0,5	0,6
Nordamerika <sup>2</sup>	Total	29,0	26,2	24,9
	Industrie	19,0	19,1	15,3
	Dienste	10,0	7,1	9,6
Übrige überseeische Industrieländer <sup>3</sup>	Total	6,1	6,0	5,7
	Industrie	5,3	5,1	4,5
	Dienste	0,8	0,9	1,2
Opec-Länder	Total	1,1	0,8	0,8
	Industrie	1,1	0,8	0,7
	Dienste	0,0	0,0	0,1
Übrige Entwicklungsländer	Total	13,1	14,2	15,0
	Industrie	10,1	9,1	9,2
	Dienste	2,9	5,2	5,8
Alle Regionen	Total	100,0	100,0	100,0
	Industrie	69,6	67,8	64,3
	Dienste	30,4	32,2	35,7

**Tabelle 3: Schweizerische Direktinvestitionen: Kapitalbewegungen in Mio. Franken**

Region/Wirtschaftssektor		1985	1986	1987r	1988
Europäische Gemeinschaft	Total	3,214	1,028	2,365	8,717
	Industrie	2,866	555	855	7,264
	Dienste	348	473	1,510	1,453
Übriges Europa <sup>1</sup>	Total	91	20	146	374
	Industrie	88	16	147	316
	Dienste	2	4	(1)	58
Nordamerika <sup>2</sup>	Total	6,596	240	(425)	1,227
	Industrie	6,416	232	1,055	(135)
	Dienste	180	8	(1,480)	1,362
Übrige überseeische Industrieländer <sup>3</sup>	Total	486	551	74	247
	Industrie	480	448	9	82
	Dienste	7	103	65	165
Opec-Länder	Total	12	(113)	(75)	81
	Industrie	(7)	(32)	(66)	(21)
	Dienste	18	(81)	(9)	102
Übrige Entwicklungsländer	Total	838	901	(188)	2,077
	Industrie	835	688	(207)	1,610
	Dienste	3	213	19	467
Alle Regionen	Total	11,236	2,627	1,897	12,723
	Industrie	10,678	1,907	1,793	9,116
	Dienste	558	720	104	3,607

r: revidiert <sup>1</sup> inklusive Staatshandelsländer <sup>2</sup> USA, Kanada <sup>3</sup> Südafrika, Australien, Neuseeland, Japan

**Tabelle 4: Schweizerische Direktinvestitionen: Personalbestände am Jahresende**

Region/Wirtschaftssektor		1986	1987r	1988	Veränderung in %
Europäische Gemeinschaft	Total	371 192	371 626	417 858	12,4%
	Industrie	287 004	289 255	332 757	15,0%
	Dienste	84 188	82 371	85 101	3,3%
Übriges Europa <sup>1</sup>	Total	60 771	59 939	114 270	90,6%
	Industrie	54 148	52 700	105 234	99,7%
	Dienste	6 623	7 239	9 036	24,8%
Nordamerika <sup>2</sup>	Total	108 611	119 703	144 091	20,4%
	Industrie	84 069	95 548	112 031	17,3%
	Dienste	24 542	24 155	32 060	32,7%
Übrige überseeische Industrieländer <sup>3</sup>	Total	43 079	42 891	44 493	3,7%
	Industrie	36 367	35 972	36 020	0,1%
	Dienste	6 712	6 919	8 473	22,5%
Opec-Länder	Total	10 477	9 826	12 575	28,0%
	Industrie	8 088	8 023	10 558	31,6%
	Dienste	2 389	1 803	2 017	11,9%
Übrige Entwicklungsländer	Total	131 373	122 581	158 103	29,0%
	Industrie	109 255	98 067	135 935	38,6%
	Dienste	22 118	24 514	22 168	-9,6%
Alle Regionen	Total	725 503	726 566	891 390	22,7%
	Industrie	578 931	579 565	732 535	26,4%
	Dienste	146 572	147 001	158 855	8,1%

**Tabelle 5: Prozentuale Verteilung der Personalbestände**

Region/Wirtschaftssektor		1986	1987r	1988
Europäische Gemeinschaft	Total	51,2	51,1	46,9
	Industrie	39,6	39,8	37,3
	Dienste	11,6	11,3	9,5
Übriges Europa <sup>1</sup>	Total	8,4	8,2	12,8
	Industrie	7,5	7,3	11,8
	Dienste	0,9	1,0	1,0
Nordamerika <sup>2</sup>	Total	15,0	16,5	16,2
	Industrie	11,6	13,2	12,6
	Dienste	3,4	3,3	3,6
Übrige überseeische Industrieländer <sup>3</sup>	Total	5,9	5,9	5,0
	Industrie	5,0	5,0	4,0
	Dienste	0,9	1,0	1,0
Opec-Länder	Total	1,4	1,4	1,4
	Industrie	1,1	1,1	1,2
	Dienste	0,3	0,2	0,2
Übrige Entwicklungsländer	Total	18,1	16,9	17,7
	Industrie	15,1	13,5	15,2
	Dienste	3,0	3,4	2,5
Alle Regionen	Total	100,0	100,0	100,0
	Industrie	79,8	79,8	82,2
	Dienste	20,2	20,2	17,8

r: revidiert <sup>1</sup> inklusive Staatshandelsländer <sup>2</sup> USA, Kanada <sup>3</sup> Südafrika, Australien, Neuseeland, Japan

## Les investissements directs suisses à l'étranger en 1988

Thomas Schlup\*

### Evolution des capitaux d'investissement direct et de l'effectif du personnel dans les entreprises d'investissement direct à l'étranger

En 1988, la valeur comptable des investissements directs suisses à l'étranger a augmenté de 13 milliards pour atteindre 70,9 milliards de francs. Ce montant est formé des participations aux fonds propres ainsi que des crédits accordés aux entreprises d'investissement direct, après déduction des crédits reçus de celles-ci. Les participations aux fonds propres s'élevaient à 57,7 milliards de francs à la fin de 1988, contre 47,9 milliards un an auparavant. Les crédits ont eux aussi augmenté, passant de 14,3 milliards à 16,8 milliards de francs, alors que les engagements financiers envers les entreprises d'investissement direct à l'étranger ont diminué de 4,3 milliards à 3,6 milliards. Ainsi, les crédits nets aux entreprises d'investissement direct à l'étranger s'inscrivaient à 13,2 milliards de francs à fin 1988, contre 10 milliards à fin 1987.

L'augmentation du volume s'explique principalement par des exportations de capitaux destinées au financement d'investissements directs à l'étranger. Des modifications apportées à la statistique – en particulier à cause de la fusion d'une entreprise multinationale – font que les données à fin 1988 ne sont pas entièrement comparables à celles de fin 1987.

Les capitaux d'investissement direct ont progressé sensiblement dans tous les groupes de pays (voir tableau 1). A fin 1988 également, les Etats-Unis étaient les principaux bénéficiaires des investissements directs suisses. Dans l'ordre décroissant suivaient la République fédérale d'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Italie, le Royaume-Uni, l'Espagne, le Canada, le Brésil et la Suède. Ces dix pays accueillaient 73% de l'ensemble des investissements directs suisses à l'étranger.

Dans les entreprises d'investissement direct à l'étranger, l'effectif du personnel s'est accru de 726 566 à 891 390. Cette progression est due pour moitié aux modifications apportées à la statistique (voir ci-dessus). L'autre moitié s'explique par des acquisitions et par une augmentation des emplois dans des entreprises déjà existantes. Le secteur secondaire – 64,3% des capitaux étaient investis dans ce secteur – occupait environ 733 000 personnes (82,2%), et le secteur des services, 159 000 (17,8%).

### Les investissements effectués en 1988

Les exportations de capitaux en vue d'investissements directs ont atteint 12,7 milliards de francs en 1988, contre 1,9 milliard l'année précédente. Les entreprises suisses ont exporté davantage de capitaux vers tous les groupes de pays (voir tableau 3).

Les exportations de capitaux vers les pays de la Communauté économique européenne (CEE) se sont fortement accrues puisqu'elles ont atteint 8,7 milliards de francs en 1988. Ce montant dépasse de 2,1 milliards de francs les flux investis pendant les trois années précédentes dans les mêmes pays. En 1988, le Royaume-Uni, l'Italie et la France ont été, parmi les Etats membres de la CEE, les plus importants bénéficiaires des flux d'investissements directs. La République fédérale d'Allemagne n'est venue qu'au quatrième rang. De 1985 à 1988, les entreprises suisses ont investi 15,3 milliards de francs pour leurs implantations au sein de la CEE. Sur ce montant, 13,8 milliards de francs sont allés vers les quatre principaux pays.

Les flux vers les autres pays européens ont eux aussi augmenté, mais ils se sont chiffrés à 0,4 milliard de francs seulement; face aux capitaux investis dans la CEE, ce montant est peu élevé. Comme les années précédentes, les Etats membres de l'AELE en ont absorbé l'essentiel, les in-

\* Direction de la statistique de la Banque nationale suisse

vestissements dans les autres pays d'Europe occidentale ayant été modestes, et ceux qui ont pris le chemin des pays de l'Est, insignifiants.

En Amérique du Nord, les entreprises suisses ont investi 1,2 milliard de francs, alors qu'elles avaient procédé à des désinvestissements pour 0,4 milliard l'année précédente. Ces fonds provenaient exclusivement d'entreprises du secteur des services, en particulier de compagnies d'assurance. En effet, les entreprises du secteur secondaire ont rapatrié 0,1 milliard de francs, à la suite de la diminution de crédits accordés à court terme à leurs filiales et de la vente de participations aux Etats-Unis.

Les autres pays industrialisés d'outre-mer (Japon, Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande) ont bénéficié d'un flux de capitaux de 247 millions de francs, contre 74 millions en 1987. Les entreprises suisses ont désinvesti au Japon (diminution des crédits à court terme), mais in-

vesti nettement plus qu'en 1987 en Australie. Les flux vers l'Afrique du Sud et la Nouvelle-Zélande n'ont guère varié d'une année à l'autre.

Les exportations de capitaux vers les pays en développement – un groupe hétérogène – ont atteint 2,2 milliards de francs, alors qu'un reflux de 0,3 milliard avait été enregistré en 1987. La progression a donc été forte, mais sa répartition au sein du groupe a été inégale. La ventilation du flux par continents montre que 8 millions de francs (1987: – 69 millions) ont été investis en Afrique, 204 millions (44 millions) en Asie, et 1 945 millions (–241 millions) en Amérique latine. Sur ce dernier montant, 1 755 millions de francs ont pris le chemin de la zone des Caraïbes et du Panama. Le groupe des pays fortement endettés (pays du plan Baker<sup>1</sup>) a reçu un flux de 166 millions de francs (1987: –215 millions).

<sup>1</sup> Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Equateur, Colombie, Mexique, Pérou, Uruguay, Venezuela, Côte d'Ivoire, Maroc, Nigéria, Philippines et Yougoslavie

**Tableau 1**  
**Valeur comptable des investissements directs suisses, en millions de francs à la fin de l'année**

Groupe de pays/Secteur économique		1986	1987 <sup>r</sup>	1988	1988 Variation en %	
Communauté économique européenne	Total	26,308	28,390	33,255	17,1%	
	Industrie	17,283	17,650	20,207	14,5%	
	Services	9,025	10,740	13,049	21,5%	
Autres pays européens <sup>1</sup>	Total	1,974	2,124	4,762	124,2%	
	Industrie	1,727	1,838	4,371	137,8%	
	Services	248	286	392	37,0%	
Amérique du Nord <sup>2</sup>	Total	16,152	15,152	17,651	16,5%	
	Industrie	10,561	11,062	10,836	–2,0%	
	Services	5,591	4,090	6,815	66,6%	
Autres pays industrialisés d'outre-mer <sup>3</sup>	Total	3,402	3,489	4,026	15,4%	
	Industrie	2,963	2,959	3,189	7,8%	
	Services	438	530	837	58,0%	
Pays de l'OPEP	Total	585	474	569	20,1%	
	Industrie	593	482	480	–0,4%	
	Services	(8)	(8)	89	—	
Autres pays en développement	Total	7,283	8,227	10,646	29,4%	
	Industrie	5,648	5,244	6,547	24,8%	
	Services	1,635	2,983	4,099	37,4%	
		Total	55,704	57,857	70,909	22,6%
		Industrie	38,775	39,236	45,629	16,3%
		Services	16,929	18,621	25,280	35,8%

r: chiffre révisé

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

<sup>2</sup> Etats-Unis et Canada

<sup>3</sup> Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande et Japon

**Tableau 2: Répartition en pour-cent des investissements directs suisses**

Groupe de pays/Secteur économique		1986	1987r	1988	
Communauté économique européenne	Total	47,2	49,1	46,9	
	Industrie	31,0	30,5	28,5	
	Services	16,2	18,6	18,4	
Autres pays européens <sup>1</sup>	Total	3,5	3,7	6,7	
	Industrie	3,1	3,2	6,2	
	Services	0,4	0,5	0,6	
Amérique du Nord <sup>2</sup>	Total	29,0	26,2	24,9	
	Industrie	19,0	19,1	15,3	
	Services	10,0	7,1	9,6	
Autres pays industrialisés d'outre-mer <sup>3</sup>	Total	6,1	6,0	5,7	
	Industrie	5,3	5,1	4,5	
	Services	0,8	0,9	1,2	
Pays de l'OPEP	Total	1,1	0,8	0,8	
	Industrie	1,1	0,8	0,7	
	Services	0,0	0,0	0,1	
Autres pays en développement	Total	13,1	14,2	15,0	
	Industrie	10,1	9,1	9,2	
	Services	2,9	5,2	5,8	
		Total	100,0	100,0	100,0
		Industrie	69,6	67,8	64,3
		Services	30,4	32,2	35,7

**Tableau 3: Investissements directs suisses, flux de capitaux en millions de francs**

Groupe de pays/Secteur économique		1985	1986	1987r	1988	
Communauté économique européenne	Total	3,214	1,028	2,365	8,717	
	Industrie	2,866	555	855	7,264	
	Services	348	473	1,510	1,453	
Autres pays européens <sup>1</sup>	Total	91	20	146	374	
	Industrie	88	16	147	316	
	Services	2	4	(1)	58	
Amérique du Nord <sup>2</sup>	Total	6,596	240	(425)	1,227	
	Industrie	6,416	232	1,055	(135)	
	Services	180	8	(1,480)	1,362	
Autres pays industrialisés d'outre-mer <sup>3</sup>	Total	486	551	74	247	
	Industrie	480	448	9	82	
	Services	7	103	65	165	
Pays de l'OPEP	Total	12	(113)	(75)	81	
	Industrie	(7)	(32)	(66)	(21)	
	Services	18	(81)	(9)	102	
Autres pays en développement	Total	838	901	(188)	2,077	
	Industrie	835	688	(207)	1,610	
	Services	3	213	19	467	
		Total	11,236	2,627	1,897	12,723
		Industrie	10,678	1,907	1,793	9,116
		Services	558	720	104	3,607

r: chiffre révisé

<sup>1</sup> y compris les pays à commerce d'Etat<sup>2</sup> Etats-Unis et Canada<sup>3</sup> Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande et Japon

**Tableau 4: Investissements directs suisses: effectif du personnel en fin d'année**

Groupe de pays/Secteur économique		1986	1987r	1988	Variation en %	
Communauté économique européenne	Total	371 192	371 626	417 858	12,4%	
	Industrie	287 004	289 255	332 757	15,0%	
	Services	84 188	82 371	85 101	3,3%	
Autres pays européens <sup>1</sup>	Total	60 771	59 939	114 270	90,6%	
	Industrie	54 148	52 700	105 234	99,7%	
	Services	6 623	7 239	9 036	24,8%	
Amérique du Nord <sup>2</sup>	Total	108 611	119 703	144 091	20,4%	
	Industrie	84 069	95 548	112 031	17,3%	
	Services	24 542	24 155	32 060	32,7%	
Autres pays industrialisés d'outre-mer <sup>3</sup>	Total	43 079	42 891	44 493	3,7%	
	Industrie	36 367	35 972	36 020	0,1%	
	Services	6 712	6 919	8 473	22,5%	
Pays de l'OPEP	Total	10 477	9 826	12 575	28,0%	
	Industrie	8 088	8 023	10 558	31,6%	
	Services	2 389	1 803	2 017	11,9%	
Autres pays en développement	Total	131 373	122 581	158 103	29,0%	
	Industrie	109 255	98 067	135 935	38,6%	
	Services	22 118	24 514	22 168	-9,6%	
		Total	725 503	726 566	891 390	22,7%
		Industrie	578 931	579 565	732 535	26,4%
		Services	146 572	147 001	158 855	8,1%

**Tableau 5: Répartition en pour-cent de l'effectif du personnel**

Groupe de pays/Secteur économique		1986	1987r	1988	
Communauté économique européenne	Total	51,2	51,1	46,9	
	Industrie	39,6	39,8	37,3	
	Services	11,6	11,3	9,5	
Autres pays européens <sup>1</sup>	Total	8,4	8,2	12,8	
	Industrie	7,5	7,3	11,8	
	Services	0,9	1,0	1,0	
Amérique du Nord <sup>2</sup>	Total	15,0	16,5	16,2	
	Industrie	11,6	13,2	12,6	
	Services	3,4	3,3	3,6	
Autres pays industrialisés d'outre-mer <sup>3</sup>	Total	5,9	5,9	5,0	
	Industrie	5,0	5,0	4,0	
	Services	0,9	1,0	1,0	
Pays de l'OPEP	Total	1,4	1,4	1,4	
	Industrie	1,1	1,1	1,2	
	Services	0,3	0,2	0,2	
Autres pays en développement	Total	18,1	16,9	17,7	
	Industrie	15,1	13,5	15,2	
	Services	3,0	3,4	2,5	
		Total	100,0	100,0	100,0
		Industrie	79,8	79,8	82,2
		Services	20,2	20,2	17,8

r: chiffre révisé

<sup>1</sup> y compris les pays à commerce d'Etat<sup>2</sup> Etats-Unis et Canada<sup>3</sup> Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande et Japon

## Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

---

### Erhöhung des Diskontsatzes

Die Schweizerische Nationalbank erhöhte nach Rücksprache mit dem Bankausschuss und in Abstimmung mit Massnahmen anderer Notenbanken am 6. Oktober 1989 den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 6%.

### Überbrückungskredit an Mexiko

Mitte September 1989 gewährten die Währungsbehörden der Vereinigten Staaten gemeinsam mit den Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe sowie Spaniens einen Überbrückungskredit von 1,7 Mia Dollar an Mexiko. Der Kredit dient zur Deckung des unmittelbaren Liquiditätsbedarfs, bis die zwischen Mexiko und dem IMF sowie der Weltbank Ende Mai bzw. Mitte Juni 1989 vereinbarten Kreditfazilitäten verfügbar werden. Die Schweizerische Nationalbank leistete eine Substitutionszusage über 20,2 Mio Dollar an jenen Teil des Überbrückungskredits, der über die BIZ koordiniert wurde. Die Beteiligung der Nationalbank wird vom Bund garantiert. Die Rückzahlung des Überbrückungskredits erfolgt spätestens Ende Februar 1990.

### Relèvement du taux de l'escompte

Après avoir consulté le Comité de banque, la Banque nationale suisse a porté son taux de l'escompte de 5 1/2% à 6% à compter du 6 octobre 1989. Cette décision a été prise en corrélation avec des mesures adoptées par d'autres banques centrales.

### Crédit relais en faveur du Mexique

Avec les banques centrales des pays du Groupe des Dix et de l'Espagne, les autorités monétaires des Etats-Unis ont accordé, à la mi-septembre, un crédit relais de 1,7 milliard de francs au Mexique. Ce crédit est destiné à couvrir des besoins immédiats de liquidités, jusqu'au moment où le Mexique pourra disposer des apports de fonds prévus dans les accords qu'il a conclus avec le FMI, à la fin du mois de mai dernier, et avec la Banque mondiale, à la mi-juin 1989. La Banque nationale suisse a fourni une promesse de substitution de 20,2 millions de dollars pour la part du crédit qui a été mise sur pied par la BRI. La participation de la Banque nationale est garantie par la Confédération. Le crédit relais devra être remboursé au plus tard à fin février 1990.

## Inhaltsverzeichnis 7. Jahrgang, 1989 Table des matières, 7e année, 1989

### Konjunkturberichte/Rapports conjuncturels

	Heft Bulletin	Seite page
Wirtschafts- und Währungslage . . . . .	1	9
	2	85
	3	193
	4	293
Situation économique et monétaire . . . . .	1	32
	2	108
	3	217
	4	318

### Artikel und Referate/Articles et exposés

Andrist, Felix: Entwicklung der Arbeitsproduktivitäten der Schweiz 1975–1988 . . . . .	2	155
Belongia, Michael T. und Hermann, Werner: Swiss Exports and the Real Exchange Rate: An Empirical Analysis . . . . .	4	361
Bigler, Max: s. Ettlín, Franz		
Einführung des flexiblen Lombardsatzes/Introduction d'un système de taux lombard flottant . . . . .	2	175
Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1988/La balance suisse des paiements en 1988 . . . . .	3	269
Ettlín, Franz: Der schweizerische Notenumlauf 1962–1988: Resultate einer ökonomischen Untersuchung aufgrund des Fehler-Korrektur-Ansatzes. . . . .	3	257
Ettlín, Franz und Bigler, Max: Die mutmasslichen Auswirkungen einer Verzinsung gewisser Postcheckeinlagen . . . . .	1	57
Fluri, Robert und Spörndli, Erich: Rationalität und Inflationserwartungen: Tests basierend auf qualitativen Umfragedaten . . . . .	2	164
Die Geldpolitik im Jahre 1989 und 1990 . . . . .	4	285
Gross, Dominique M.: Une analyse économétrique des sorties de billets de la Banque nationale suisse. . . . .	1	67
Hermann, Werner: s. Belongia, Michael T. . . . .	4	361
Lusser, Markus: Die Geldpolitik in einem kleinen Land – Bemerkungen aus schweizerischer Sicht . . . . .	3	243
Lusser, Markus: Generalversammlungsreferat vom 28. April 1989/Exposé à l'Assemblée générale du 28 avril 1989. . . . .	2	139
Monetary policy in 1989 and 1990 . . . . .	4	291
La politica monetaria nel 1989 e nel 1990. . . . .	4	289
La politique monétaire en 1989 et 1990. . . . .	4	287
Rich, Georg: Geldmengenziele und schweizerische Geldpolitik: Eine Standortbestimmung . . . . .	4	345

Schaller, François: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 28 avril 1989/Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 28. April 1989 . . . . .	2	133
Schlap, Thomas: Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1988/Les investissements directs suisses à l'étranger en 1988 . . . . .	4	370
Spörndli, Erich: s. Fluri, Robert		
Zwahlen, Jean: La place financière suisse: son inéluctable vocation mondiale . . . . .	3	251
<b>Geld- und währungspolitische Chronik/Chronique monétaire. . . . .</b>	1	75
	2	183
	3	275
	4	378