

**Geld, Währung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No. 1  
März/mars 1990**

**8. Jahrgang/8e année**

---



## Inhalt/Table des matières

---

Übersicht	5
Sommaire	6
Sommario	7
Abstracts	8
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	9
Situation économique et monétaire	36
<hr/>	
Markus Lusser: Die Geldpolitik der neunziger Jahre – Neue Herausforderung für die Nationalbank	63
<hr/>	
Stefan Hoffmann: Die Durchführung der Geldpolitik in der Schweiz	73
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	79
Chronique monétaire	80

---



## Übersicht

---

### **Wirtschafts- und Währungslage (S. 9–35)**

Im vierten Quartal 1989 hielt die gute Konjunkturlage in den Industrieländern an. Allerdings nahmen die Wachstumsunterschiede zu. In der Bundesrepublik Deutschland verstärkte sich der Konjunkturauftrieb teilweise wegen der starken Einwanderungswelle aus Osteuropa, welche die Binnennachfrage stimulierte. Während auch die japanische Wirtschaft im letzten Vierteljahr des Jahres 1989 kräftig wuchs, schwächte sich das Wachstum in den Vereinigten Staaten deutlich ab. Auch die britische Wirtschaft expandierte nur bescheiden. Dagegen setzte sich der Konjunkturaufschwung in Frankreich und Italien unvermindert fort. Die kräftige Nachfrage, die in einigen Ländern hohen Lohnabschlüsse sowie die zu Beginn des neuen Jahres diskutierten Pläne zur Schaffung einer deutschen Währungsunion liessen im OECD-Raum vermehrt Inflationsängste aufkommen. Um der wachsenden Inflationsgefahr zu begegnen, verschärfen die meisten europäischen Industrieländer sowie Japan ihre Geldpolitik im vierten Quartal, so dass die kurzfristigen Zinssätze weiter stiegen.

Die Wirtschaftswachstum setzte sich in der Schweiz auch im vierten Quartal 1989 unvermindert fort. Die Inland- wie die Auslandnachfrage blieben stark; besonders kräftig expandierten die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen, dagegen schwächte sich das Exportwachstum leicht ab. Die Industrieproduktion nahm nochmals zu, und die Kapazitätsauslastung konnte nochmals ausgedehnt werden. Auch die Beschäftigung stieg weiter, während die Zahl der Arbeitslosen erneut zurückging. Gegen Ende des Jahres beschleunigte sich die Teuerung und erreichte im Dezember 5%. Die Nationalbank straffte die geldpolitischen Zügel im letzten Vierteljahr: Dies widerspiegelte sich im kräftigen Anstieg der kurzfristigen Zinssätze. Für das Jahr 1990 legte die Nationalbank für das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge ein Ziel von 2% fest.

### **Die Geldpolitik der neunziger Jahre – Neue Herausforderung für die Nationalbank (S. 63–72)**

Stellen Neuerungen im Finanzsystem das bisherige Konzept der Nationalbank in Frage, das durch kontrolliertes Geldmengenwachstum ein stabiles Preisniveau zu erreichen sucht? Erfordern die europäischen Bemühungen um einen engeren Zusammenschluss im Wirtschafts- und Währungsbereich einen Regimewechsel der schweizerischen Geldpolitik – zurück zu fixen Wechselkursen? Der vorliegende Beitrag geht zuerst auf diese grundsätzlichen Fragen ein; anschliessend wird die geldpolitische Lage des Jahres 1989 diskutiert. Dabei standen zwei Probleme im Vordergrund, die die Teuerung angeheizt haben: die in den Jahren 1988 und 1989 eingetretene Frankenschwäche sowie die verhängnisvolle Verknüpfung von Mieten und Hypothekenzinsen.

### **Die Durchführung der Geldpolitik in der Schweiz (S. 73–78)**

Der Aufsatz zeigt, wie die Geldpolitik in der Schweiz durchgeführt wird. Es wird erläutert, welche Möglichkeiten die Schweizerische Nationalbank besitzt, die Notenbankgeldmenge zu steuern und welche Instrumente sie dazu einsetzt. Ferner werden die Grundzüge der täglichen Liquiditätsplanung dargestellt und illustriert.

## Sommaire

---

### **Situation économique et monétaire (p. 36–62)**

Au quatrième trimestre de 1989, la conjoncture est restée bonne dans les pays industrialisés. Les écarts entre les taux de croissance ont toutefois augmenté. En République fédérale d'Allemagne, la conjoncture a été stimulée notamment par l'arrivée de nombreux immigrants venant des pays de l'Est, afflux qui a renforcé la demande intérieure. L'économie japonaise a enregistré elle aussi une forte expansion, mais la croissance a faibli sensiblement aux Etats-Unis et a été modeste au Royaume-Uni. En France et en Italie, l'essor de la conjoncture s'est poursuivi. La forte demande, les sensibles augmentations de salaires dans quelques pays et les discussions portant sur la création d'une union monétaire entre la RFA et la RDA ont engendré une recrudescence des dangers inflationnistes. Face à ces dangers accrus, les banques centrales de la plupart des pays industrialisés européens et du Japon ont resserré leur politique monétaire au quatrième trimestre, et les taux d'intérêt à court terme ont augmenté.

En Suisse également, la croissance économique s'est maintenue au quatrième trimestre. La demande, tant intérieure qu'étrangère, est restée forte. L'expansion des investissements a été particulièrement vigoureuse, mais celle des exportations a fléchi légèrement. Dans l'industrie, la production et le taux d'utilisation des capacités ont augmenté une fois encore. L'emploi a continué à progresser, et le nombre des chômeurs a poursuivi son mouvement de repli. Le renchérissement s'est accéléré cependant vers la fin de l'année pour atteindre 5% en décembre. La Banque nationale a resserré davantage les rênes moné-

taires au quatrième trimestre, d'où une sensible hausse des taux d'intérêt à court terme. L'institut d'émission a fixé son objectif monétaire pour 1990 sous forme d'une croissance de 2% de la monnaie centrale dessaisonnalisée.

### **La politique monétaire dans les années nonante – Nouveaux défis pour la Banque nationale (p. 63–72)**

Les innovations financières remettent-elles en question la stratégie de la Banque nationale qui, en contrôlant la croissance de la masse monétaire, cherche à atteindre la stabilité du niveau des prix ? Les efforts en vue de renforcer l'intégration économique et monétaire en Europe contraignent-ils la Suisse à un retour aux changes fixes ? L'article répond à ces questions fondamentales avant d'examiner des problèmes de l'année 1989. Deux facteurs ont attisé le renchérissement: l'affaiblissement du franc pendant les années 1988 et 1989 et le lien, lourd de conséquences, entre les loyers et les taux hypothécaires.

### **La mise en oeuvre de la politique monétaire en Suisse (p. 73–78)**

L'article montre comment la politique monétaire est mise en oeuvre en Suisse. Il présente les possibilités dont dispose la Banque nationale pour assurer la gestion de la monnaie centrale et les instruments auxquels elle recourt. En outre, les grandes lignes de la planification quotidienne des liquidités sont décrites et illustrées.

## Sommario

---

### **Situazione economica e monetaria (p. 9–62)**

Durante il quarto trimestre del 1989, proseguì la buona situazione congiunturale nei Paesi industrializzati. Nella Repubblica federale di Germania, la crescita fu in parte stimolata dalla forte ondata d'immigrazione dai Paesi dell'est, che fu da stimolo alla domanda interna. Mentre anche l'economia giapponese registrò, nell'ultimo trimestre, una forte espansione, la crescita s'indeboli sensibilmente negli Stati Uniti. L'espansione dell'economia britannica fu soltanto modesta. Continuò invece inalterata la ripresa congiunturale in Francia ed in Italia. La forte domanda, gli alti salari concordati in alcuni Paesi ed i piani, discussi all'inizio di quest'anno, per l'istituzione di un'unione monetaria germanica diedero adito, nei Paesi dell'OCSE, a maggiori timori d'inflazione. Per far fronte al crescente pericolo d'inflazione, la maggior parte dei Paesi industrializzati europei ed il Giappone ricorsero, nel quarto trimestre, ad una politica monetaria più restrittiva; aumentarono perciò nuovamente i tassi d'interesse a breve termine.

In Svizzera, la crescita economica proseguì anche nel quarto trimestre del 1989. La domanda interna e quella estera rimasero intense. Particolarmente forte fu l'espansione degli investimenti nell'edilizia e nei beni d'equipaggiamento, mentre s'affievolì leggermente la crescita delle esportazioni. La produzione industriale continuò a crescere e si poté aumentare nuovamente anche il grado di utilizzo della capacità produttiva. Proseguì anche la crescita dell'occupazione e si ridusse ulteriormente il numero dei disoccupati. Verso la fine dell'anno il rincaro accelerò, raggiungendo il

5% nel mese di dicembre. Nel quarto trimestre, la Banca nazionale rese più restrittiva la politica monetaria. Ne risultò un forte rialzo dei tassi d'interesse a breve. Per il 1990, la Banca nazionale fissò al 2% la crescita della base monetaria epurata degli effetti stagionali.

### **Politica monetaria degli anni novanta – nuova sfida per la Banca nazionale (p. 63–72)**

Gli innovamenti intervenuti nel sistema finanziario mettono in dubbio il principio, sinora seguito dalla Banca nazionale, di mirare alla stabilità dei prezzi controllando la crescita della massa monetaria? Gli sforzi dei Paesi europei per una più stretta unione economica e monetaria esigono un cambiamento di regime della politica monetaria svizzera – un ritorno al sistema dei cambi fissi? Il presente articolo tratta dapprima queste domande fondamentali e, in conclusione, della situazione della politica monetaria nel 1989. Al centro dell'attenzione, due problemi che hanno stimolato il rincaro: l'indebolimento del franco, intervenuto negli anni 1988 e 1989 ed il nesso tra le pigioni ed i tassi ipotecari.

### **Attuazione della politica monetaria in Svizzera (p. 73–78)**

Quest'articolo mostra com'è attuata la politica monetaria in Svizzera. Si descrivono le possibilità della Banca nazionale di controllare la base monetaria e gli strumenti impiegati a tal scopo. Sono inoltre illustrate le caratteristiche fondamentali della pianificazione giornaliera della liquidità.

## Abstracts

---

### **Economic and monetary developments (pp. 9–62)**

The economic situation in the industrialised countries continued to be favourable in the fourth quarter of 1989, though growth rates moved farther apart. In West Germany the economic upswing gathered momentum, partly due to the massive tide of immigration from Eastern Europe, which stimulated domestic demand. While the Japanese economy also expanded vigorously in the last three months of 1989, growth in the United States weakened markedly. The British economy, too, grew at a modest pace only. By contrast, France and Italy witnessed an uninterrupted economic boom. Brisk demand, high wage settlements in some countries, and the discussions on the planned German monetary union at the start of the new year triggered increased inflationary fears in the OECD countries. In order to meet the growing threat of inflation, most European industrialised countries, as well as Japan, tightened their monetary policies in the fourth quarter, thereby pushing short-term interest rates up even further.

In Switzerland, too, the economy continued to grow steadily in the fourth quarter of 1989. Both domestic and foreign demand remained strong; capital expenditure on building and equipment showed particularly marked expansion, unlike export growth, which declined slightly. Industrial output and capacity utilisation were stepped up once more. Employment levels also moved up, and jobless figures dropped even lower. Towards the end of the year inflation accelerated, peaking at 5% in December. The Swiss National Bank

tightened the monetary reins in the last quarter of 1989; this move was reflected by the steep rise in short-term interest rates. The Swiss National Bank set a target of 2% for the expansion of the seasonally adjusted monetary base in 1990.

### **Monetary policy in the nineties – a new challenge for the Swiss National Bank (pp. 63–72)**

Do innovations in the financial system pose a threat for the present concept of the Swiss National Bank, which is striving to achieve a stable price level by regulating the expansion of the money supply? Do European endeavours for closer cooperation in the economic and monetary fields call for a change of system in Swiss monetary policy – a return to fixed exchange rates? The contribution first deals with these basic questions and then discusses the monetary situation in 1989. Two factors helped to fuel inflation: the weakness of the Swiss franc which became manifest in 1988 and 1989, and the fateful link between rent and mortgage rates.

### **The implementation of monetary policy in Switzerland (pp. 73–78)**

The paper explains how monetary policy is implemented in Switzerland. It deals in detail with possibilities open to the Swiss National Bank for steering the money supply and the instruments it employs. Moreover, the basic features of daily liquidity planning are described and illustrated.



# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 9. März 1990\*

## A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

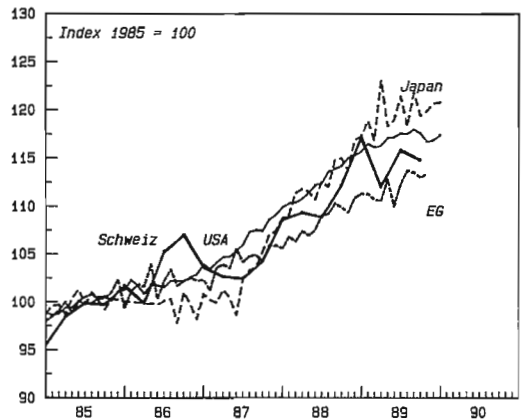
### 1. Überblick

#### Konjunkturentwicklung

Im vierten Quartal 1989 hielt die gute Konjunkturlage in den Industrieländern an, doch vergrösserten sich die Wachstumsunterschiede weiter. Am kräftigsten wuchs die Wirtschaft in der Bundesrepublik Deutschland und in Japan. In der Bundesrepublik Deutschland belebten sich insbesondere die Bauinvestitionen, die durch die Einwanderungswelle aus Osteuropa stimuliert wurden. Die konjunkturellen Impulse gingen auch in Japan von der Binnennachfrage aus. Dagegen verlor die inländische Nachfrage in den Vereinigten Staaten an Dynamik. Das amerikanische Bruttosozialprodukt stieg deshalb im vierten Quartal nur geringfügig. Allerdings wurde die konjunkturelle Verlangsamung durch erhebliche Produktionseinbussen infolge Kälte, Streiks und des Erdbebens in Kalifornien überzeichnet. Während sich das Wirtschaftswachstum auch in Grossbritannien verlangsamte, setzte sich der Konjunkturaufschwung in Frankreich und Italien unverändert fort. Beide Länder profitierten dabei von den kräftig steigenden deutschen Importen. Dies gilt auch für die schweizerische Wirtschaft, die im vierten Quartal 1989 erneut bemerkenswert stark expandierte.

Die Aussenhandelsungleichgewichte der grossen Industrieländer verringerten sich im vierten Quartal. Während die Leistungsbilanzüberschüsse Japans und der Bundesrepublik Deutschland infolge der höheren Einfuhren zurückgingen, sank das Defizit der britischen Leistungsbilanz dank tieferen Importen und vermehrten Exporten.

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

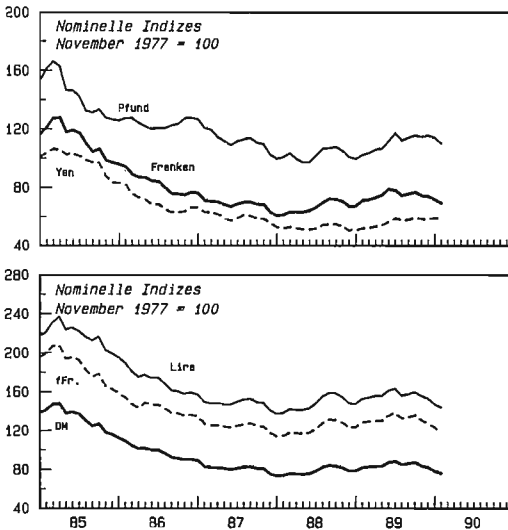
Demgegenüber blieb das amerikanische Handelsbilanzdefizit unverändert.

Das kräftige Wirtschaftswachstum führte in Europa zu einer weiteren Zunahme der Beschäftigung, so dass sich die Arbeitslosigkeit leicht zurückbildete. Zwischen August und November sank die durchschnittliche saisonbereinigte Arbeitslosenquote in der EG von 8,9% auf 8,8%, den tiefsten Stand seit 1982. Ohne den massiven Zustrom von Einwanderern aus Osteuropa, der die Zahl der Arbeitslosen in der Bundesrepublik Deutschland leicht ansteigen liess, wäre die Arbeitslosigkeit deutlicher gefallen. Tiefere Arbeitslosenzahlen wiesen erneut Grossbritannien sowie einige kleinere EG-Länder auf. In Frankreich verharrte dagegen die Zahl der Arbeitslosen auf hohem Niveau, und in Italien stieg sie gegen Jahresende wieder an. Während die Arbeitslosenquote auch in den Vereinigten Staaten zunahm, blieb sie in Japan unverändert tief.

Im Dezember 1989 betrug die durchschnittliche Jahreststeuerung der OECD-Länder 5,9%. Sie lag

\* Der Bericht wurde Mitte Februar abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im November und Dezember 1989 und Januar 1990 bekannt wurden.

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



damit leicht unter dem Wert des Vormonats. In einigen Ländern, vor allem Grossbritannien und Frankreich, nährten hohe Lohnabschlüsse die Inflationsängste. In Japan und in der Bundesrepublik Deutschland waren es vor allem die kräftige Konjunktur sowie die Pläne zur Schaffung einer deutschen Währungsunion, die Inflationsbefürchtungen aufkommen liessen. Die durchschnittliche Jahreststeuerung der OECD-Länder belief sich im Jahre 1989 auf 6,0%, gegenüber 4,8% im Jahre 1988.

### **Wirtschaftspolitik**

Im vierten Quartal 1989 verschärften die meisten europäischen Industrieländer sowie Japan nochmals leicht ihre Geldpolitik, so dass die kurzfristigen Zinssätze weiter stiegen. Im Dezember hoben die französische und die japanische Zentralbank ihre Leitzinsen an, um der steigenden Inflationsgefahr vorzubeugen und einer Abschwächung ihrer Währungen gegenüber der D-Mark bzw. dem amerikanischen Dollar entgegenzuwirken. In den Vereinigten Staaten war dagegen die Geldpolitik etwas weniger restriktiv. Die kurzfristigen Zinssätze bildeten sich in der Folge leicht zurück.

Im ersten Quartal 1990 veröffentlichten die japanische und die amerikanische Regierung ihre Haushaltsentwürfe für das Fiskaljahr 1990 bzw. 1991. Das japanische Budget sieht insgesamt ein kräftiges Wachstum der Staatsausgaben vor. Da mit stark steigenden Steuereinnahmen gerechnet wird, liegt das budgetierte Staatsdefizit jedoch deutlich tiefer als im Fiskaljahr 1989. Gemessen am Bruttosozialprodukt beträgt es rund 1,3%, gegenüber 1,7% im Vorjahr. Der erste Haushaltsentwurf der amerikanischen Regierung für das Fiskaljahr 1991 enthält eine substantielle Kürzung des Budgetdefizites im Rahmen des Gramm-Rudman-Gesetzes. Damit würde sich das amerikanische Staatsdefizit in Prozenten des Bruttosozialproduktes von schätzungsweise 1,9% im Fiskaljahr 1990 auf 1,7% vermindern.

### **Devisenmarkt**

In den vier Monaten von November 1989 bis Februar 1990 stand die Höherbewertung der D-Mark im Mittelpunkt des Geschehens an den Devisenmärkten. Die D-Mark gewann gegenüber den meisten wichtigen Währungen ausserhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) an Wert. Während die Höherbewertung gegenüber dem amerikanischen Dollar 9,0% betrug, belief sie sich gegenüber dem japanischen Yen und dem britischen Pfund auf 12,5% bzw. 3,2%. Gegenüber dem Schweizer Franken blieb sie praktisch stabil (-0,7%). Die Stärke der D-Mark führte innerhalb des EWS im Dezember zu leichten Spannungen. Zur Stützung des Franc hob die französische Zentralbank ihren Interventionssatz am Geldmarkt Mitte Dezember um einen halben Prozentpunkt auf 10% an.

Der amerikanische Dollar verlor gegenüber allen wichtigen Währungen ausser dem japanischen Yen an Wert. Die Tieferbewertung fiel gegenüber der D-Mark am grössten und gegenüber dem britischen Pfund (5,8%) am schwächsten aus. Während der Dollar auch gegenüber dem Schweizer Franken an Wert einbüsste (-9,8%), wurde er im Vergleich zum japanischen Yen um 3,5% höher bewertet.

Im Durchschnitt der vier Monate bis Februar 1990 lag der Dollar gegenüber den EWS-Wäh-

rungen leicht unter dem entsprechenden Vorjahreswert (1,3 bis 1,8%). Gegenüber dem japanischen Yen, dem britischen Pfund und dem Schweizer Franken wertete er sich hingegen auf. Mit 15,3% fiel die Höherbewertung gegenüber dem Yen am grössten aus. Auf handelsgewichteter Basis lag der Kurs des Dollars im vierten Quartal nominal um 3,6% und real um 3,4% höher als vor Jahresfrist. Demgegenüber sanken die handelsgewichteten nominalen und realen Kurse des Yen (-12,9%, -14,4%) und des Schweizer Francs (-3,8%, -4,1%) unter den entsprechenden Vorjahresstand; während die D-Mark nominell höher bewertet wurde (+1,9%) blieb sie real praktisch stabil (-0,1%).

Am 6. Januar 1990 verzichtete Italien mit sofortiger Wirkung auf die erweiterte Bandbreite für die Lira von  $\pm 6\%$  im Wechselkursverbund des EWS. Somit gilt für alle EWS-Länder ausser Spanien, dem wie früher Italien eine Bandbreite von  $\pm 6\%$  zugestanden wird, eine einheitliche Bandbreite von  $\pm 2,25\%$ . Gleichzeitig stimmten die EWS-Länder zu, die bilateralen Leitkurse der Lira um 3,7% abzuwerten.

### **Internationale Verschuldungsprobleme**

Im Februar 1990 schloss Mexiko nach mehrmonatigen Verhandlungen mit seinen Gläubigerbanken ein Abkommen zur Reduktion der Schuldenlast ab. Dieses gilt als Testfall für die neue Schuldenstrategie, die der amerikanische Staatssekretär Brady vor knapp einem Jahr lanciert hatte. Die Banken hatten die Wahl, auf einen Teil ihrer Forderungen zu verzichten, eine Reduktion des Schuldendienstes hinzunehmen oder neue Kredite zu gewähren. Es zeigte sich, dass 41% der Bankinstitute bereit sind, ihre Forderungen mit einem bedeutenden Abschlag in mexikanische Staatsanleihen umzuwandeln, 49% eine Reduktion des Zinsendienstes akzeptierten, während sich 10% für neue Kredite entschieden. Da weniger Banken bereit waren, ihre Forderungen zu reduzieren oder neue Kredite zu gewähren, als ursprünglich angenommen worden war, reichten die vom Internationalen Währungsfonds (IWF), der Weltbank, Japan und Mexiko zur Sicherung des Kapitals bereitgestellten Mittel nicht aus. Um eine genügend hohe Garantie zu gewährleisten,

erwarb Mexiko zusätzliche Zerobonds, die das amerikanische Finanzamt leicht unter dem Marktpreis abgab. Das Umschuldungsabkommen sollte den Zinsendienst Mexikos um jährlich 2 Mrd. Dollar verringern. Der absolute Wert der Schuldenlast bleibt jedoch unverändert, da dem leichten Rückgang der Verpflichtungen gegenüber den Banken höhere Schulden beim IWF und der Weltbank gegenüberstehen.

In den osteuropäischen Ländern kam im vierten Quartal 1989 ein tiefgreifender politischer und wirtschaftlicher Umwälzungsprozess in Gang. Angesichts der schweren Wirtschaftskrise und des wachsenden Unmuts der Bevölkerung wurden umfassende wirtschaftliche Reformen in die Wege geleitet. Um den Anpassungsprozess zu erleichtern, stellten zahlreiche westliche Industrieländer Hilfsmassnahmen in Aussicht.

Das erste osteuropäische Land, dem westliche Hilfe zukam, ist Polen, das mit besonders schwierigen binnen- und aussenwirtschaftlichen Problemen belastet ist. Die gesamte Aussenschuld Polens betrug Ende 1989 42 Mrd. Dollar, der Anteil der Schulden am Güterexport belief sich auf 540%, und die Inflationsrate stieg im Dezember 1989 auf fast 900%. Im Dezember 1989 einigte sich Polen mit dem IWF über ein umfangreiches Sanierungsprogramm und einen Beistandskredit in Höhe von 715 Mio. Dollar. Die Austeritätsmassnahmen, die unter anderem die Streichung von Subventionen an die Industrie und Kreditrestriktionen beinhalten, traten Anfang 1990 in Kraft. Gleichzeitig wurde der Wechselkurs des Zloty teilweise freigegeben. Zur Stabilisierung der polnischen Währung haben mehrere Länder – darunter auch die Schweiz – einen gemeinsamen Stabilisierungsfonds in Höhe von 1 Mrd. Dollar geschaffen. Die Mittel stehen Polen während mindestens eines Jahres zur Verfügung. Der Beitrag der Schweiz, der vom Bund aufgebracht wurde, beträgt 30 Mio. Dollar. Im Dezember gewährten die Industrieländer Polen ausserdem über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich einen Überbrückungskredit in Höhe von 500 Mio. Dollar, mit dem die finanzielle Lücke bis zur Auszahlung der IWF-Kredittranchen geschlossen werden soll. Die Nationalbank leistete eine Substitutionszusage in Höhe von 7,5 Mio. Dollar, die vom Bund garantiert wird.

## 2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

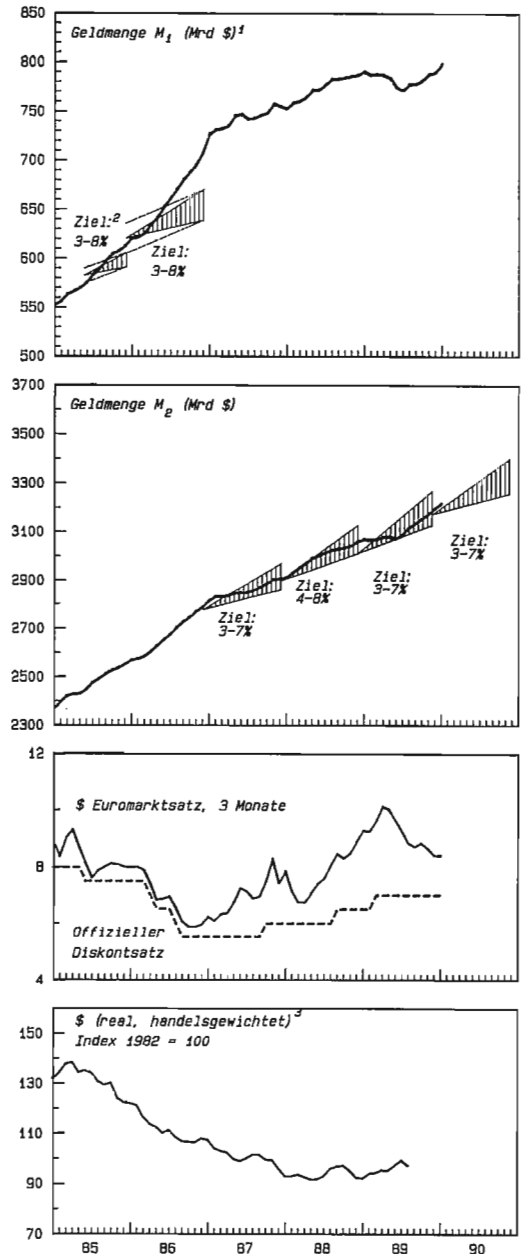
### Vereinigte Staaten

Die amerikanische Wirtschaft wies im vierten Quartal 1989 das tiefste Wachstum seit dem zweiten Quartal 1986 auf. Das reale Bruttosozialprodukt stieg auf Jahresbasis hochgerechnet lediglich um 0,9% (3. Quartal: 3,0%). Die konjunkturelle Schwäche am Jahresende dürfte jedoch durch Sondereffekte überzeichnet worden sein. Im Jahre 1989 stieg das reale Bruttosozialprodukt um 3,0%, gegenüber 4,4% im Vorjahr.

Ein wichtiger Grund für die markante Wachstumsverlangsamung im vierten Quartal war der massive Rückgang der Autoverkäufe, der die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter um 14,2% gegenüber dem Vorquartal verminderte (auf Jahresbasis hochgerechnet). Ein Teil dieses Rückganges ist aber darauf zurückzuführen, dass die Konsumenten im dritten Quartal infolge der hohen Vergünstigungen der Autohersteller Käufe vorgezogen hatten. Insgesamt stagnierte der private Konsum im vierten Quartal, nachdem er im Vorquartal um 5,6% (auf Jahresbasis hochgerechnet) zugenommen hatte. Neben dem privaten Konsum trug aber auch die Investitionstätigkeit zum schwachen Wachstum des Bruttosozialproduktes bei. Die Unternehmensinvestitionen sanken um real 6,4%, nach einem Anstieg von 5,2% im dritten Quartal. Auch dieser Rückgang ist zum Teil auf Sondereffekte, nämlich den Streik beim Flugzeugbauer Boeing und das Erdbeben in Kalifornien zurückzuführen, welche die Produktion von Investitionsgütern verminderten. Die Ausgaben für den Wohnungsbau stagnierten (-0,6%), nachdem sie in den vorangegangenen drei Quartalen deutlich zurückgegangen waren. Die Exporte stiegen mit 8,6% stärker als im Vorquartal (3,9%), während die Importe nur noch um 2,0% zunahmen (Vorquartal: 7,4%).

Die Wachstumsschwäche zeigte sich auch in der Entwicklung der Industrieproduktion, die auf dem Stand des Vorquartals stagnierte. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie fiel von 83,6% auf 83,1%. Die Beschäftigung nahm insgesamt um durchschnittlich 152 000 Personen pro Monat zu

Graphik 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

(3. Quartal: 160 000), bildete sich aber in der verarbeitenden Industrie deutlich zurück. Die Arbeitslosenquote stieg leicht von 5,2% auf 5,3%.

Der sinkende Trend des amerikanischen Handelsbilanzdefizites setzte sich im vierten Quartal nicht weiter fort. Die Handelsbilanz schloss wie im Vorquartal mit einem Defizit von 27,8 Mrd. Dollar. Im Jahre 1989 betrug damit das Handelsbilanzdefizit 108,6 Mrd. Dollar, gegenüber 118,5 Mrd. Dollar im Jahre 1988.

Die Teuerung blieb im vierten Quartal nahezu unverändert. Sie erreichte im Vorjahresvergleich gemessen an den Konsumentenpreisen 4,7% (3. Quartal: 4,6%). Im Jahresmittel betrug sie 4,6% (Vorjahr: 4,1%), was der höchsten Rate seit 1981 entspricht.

Die amerikanische Regierung legte dem Kongress das Budget für das im Oktober beginnende Fiskaljahr 1991 vor. Gegenüber dem Budget für das laufende Jahr wurde das Defizit um rund die Hälfte auf 63,1 Mrd. Dollar reduziert. Dieses günstige Ergebnis beruht auf der Annahme, dass die Konjunktur wieder an Schwung gewinnt und das Wachstum der Staatsausgaben von gegenwärtig 5% auf 3% reduziert werden kann. Bedeutende Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen sind nicht vorgesehen. Ein Tauziehen dürfte sich jedoch um die Militärausgaben entfalten, die verschiedene Gruppen im Kongress angesichts der Ereignisse in Osteuropa deutlich kürzen möchten.

Die amerikanische Zentralbank mässigte im vierten Quartal leicht den Restriktionsgrad ihrer Geldpolitik, so dass die Federal Funds Rate im vierten Quartal weiter sank. Im Durchschnitt des vierten Quartals betrug dieser für die Geldpolitik wichtige Interbankenzins noch 8,6% (3. Quartal: 9,1%). Die Rendite der langfristigen Wertpapiere bildete sich hingegen nur noch geringfügig zurück. Der Zins für langfristige Bundesanleihen betrug im Quartalsdurchschnitt 8,0% (3. Quartal: 8,2%) und stieg im Januar 1990 wieder leicht auf 8,2%. Die monetären Aggregate  $M_2$  und  $M_3$  wuchsen gegenüber dem vierten Quartal 1988 um 4,6% bzw. 3,3%. Während  $M_2$  sich damit in der Mitte des Zielkorridors befand, lag  $M_3$  knapp unter dem Zielkorridor. Das Federal Reserve

Board bestätigte das Geldmengenziel für  $M_2$  für das laufende Jahr (3–7%) und reduzierte die Zielvorgabe für  $M_3$  auf 2,5–6,5%.

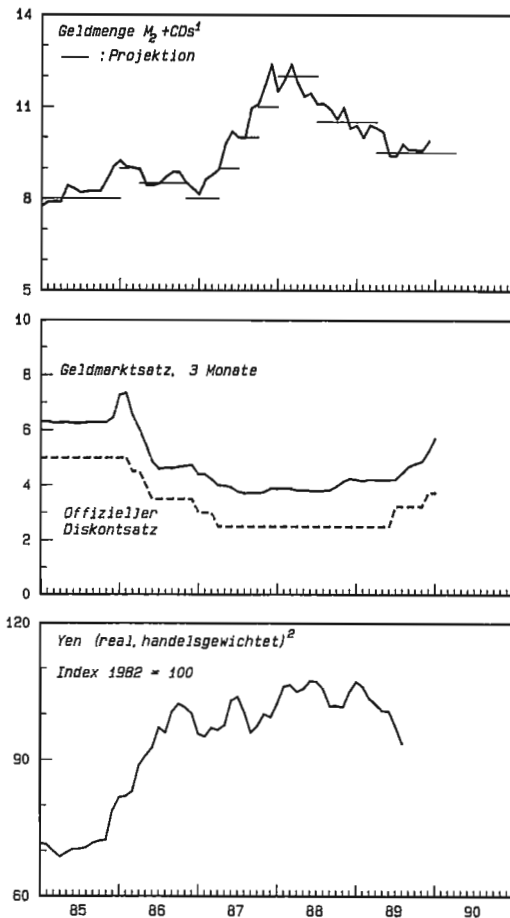
### *Japan*

In Japan wuchs das reale Brutto sozialprodukt, das im zweiten Quartal 1989 leicht zurückgegangen war, im dritten Quartal erneut ausserordentlich stark. Gemäss provisorischen Schätzungen erhöhte es sich im Vergleich zur Vorperiode um 2,9%, was einer Jahreswachstumsrate von 12,2% entspricht (2. Quartal: –3,1%). Der Hauptgrund für diese ausgeprägten Wachstumschwankungen liegt beim privaten Konsum. Infolge der Einführung der Mehrwertsteuer zogen die Konsumenten am Jahresanfang einen grossen Teil ihrer Käufe vor. Im zweiten Quartal, als die Steuer in Kraft gesetzt wurde, sank der private Konsum und kehrte im dritten Quartal wieder auf seinen Wachstumspfad zurück. Daneben trugen auch die Unternehmensinvestitionen und die Exporte zum Wachstum bei, die auf Jahresbasis hochgerechnet gegenüber dem Vorquartal um 30% bzw. 25% stiegen.

In den letzten Monaten des Jahres 1989 setzte sich der Konjunkturaufschwung fort. Obschon die industrielle Produktion nicht mehr so stark zunahm wie im ersten Halbjahr, blieb die Investitionstätigkeit der Unternehmen lebhaft. Gemäss einer Umfrage der EPA, des Amtes für Wirtschaftsplanung, sollen die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen der grossen Unternehmen im laufenden Fiskaljahr um 21% steigen. Die Zahl der Beschäftigten lag im September um knapp 2% über ihrem Vorjahreswert, während die Arbeitslosenquote im vierten Quartal unverändert 2,2% betrug.

Der Rückgang des Handelsbilanzüberschusses, der im Frühling 1989 eingesetzt hatte, beschleunigte sich im vierten Quartal. Der Handelsbilanzüberschuss betrug saisonbereinigt 14,2 Mrd. Dollar, was einer Abnahme um mehr als 40% gegenüber dem vierten Quartal 1988 entspricht. Sowohl Preis- als auch Mengeneffekte waren für diese Entwicklung verantwortlich. Die höheren Erdölpreise verteuerten die Erdölimporte, während die Tieferbewertung des Yen gegenüber

Grafik 4: Japan



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

dem Dollar die Exporteinnahmen senkte. Zudem schwächte sich das Wachstum der mengenmäßigen japanischen Ausfuhren ab, teilweise weil japanische Produktionsstätten ins Ausland verlegt wurden, teilweise aber auch infolge geringerer Ausfuhren nach der Volksrepublik China und der Sowjetunion. Im Jahre 1989 betrug der Handelsbilanzüberschuss insgesamt 77 Mrd. Dollar. Im Vergleich zum Vorjahr entspricht dies einem Rückgang von beinahe 20%. Der Überschuss gegenüber den Vereinigten Staaten blieb jedoch mit 45 Mrd. Dollar nahezu unverändert (1988: 48

Mrd. Dollar). Der Leistungsbilanzüberschuss betrug im vierten Quartal 8,9 Mrd. Dollar, gegenüber 13,6 Mrd. Dollar im Vorquartal. Im Jahre 1989 betrug er 57 Mrd. Dollar gegenüber knapp 80 Mrd. Dollar im Vorjahr.

Die Teuerung blieb im vierten Quartal nahezu unverändert. Die Konsumentenpreise lagen um 2,6% über dem Vorjahresniveau (3. Quartal: 2,7%).

Ende Dezember legte die japanische Regierung den Haushaltsentwurf für das Fiskaljahr 1990 (Beginn 1. April) vor. Das budgetierte Staatsdefizit beträgt 5630 Mrd. Yen bzw. 1,3% des Brutto-sozialproduktes. Es liegt damit um 1500 Mrd. Yen tiefer als im Fiskaljahr 1989. Die laufenden Staatsausgaben (ohne Schuldendienst und Transfer an die Regionalregierungen) sollen um 3,9% steigen. Da mit einem kräftigen Wachstum der Steuereinnahmen gerechnet wird (+13,7%), ist die laufende Rechnung erstmals seit 16 Jahren ausgeglichen.

Die Bank von Japan straffte ihre Geldpolitik im vierten Quartal, da sich die Anzeichen einer sich beschleunigenden Teuerung mehrten. Die Ursachen sind die ausgeprägte Schwäche des Yens, steigende Erdölpreise, Überhitzungserscheinungen auf dem Arbeitsmarkt und das rasche Geldmengenwachstum gegen Jahresende. Die japanische Zentralbank hob aus diesem Grund die von ihr direkt gesteuerten Geldmarktsätze deutlich an. Ende Dezember erhöhte sie zudem den offiziellen Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 4 $\frac{1}{4}$ %. Der «Gensaki», der Satz für Geldmarktpapiere, stieg von 4,88% im September auf 6,04% im Januar. Die Geldmenge  $M_2 + CD$  expandierte im vierten Quartal um 10,1%. Für das erste Quartal 1990 wurde die Projektion bei 9–10% belassen.

### Bundesrepublik Deutschland

Im zweiten Halbjahr 1989 setzte sich das kräftige Wirtschaftswachstum in der Bundesrepublik Deutschland fort. Die Ausfuhren und die Investitionen blieben die Hauptstützen des Aufschwungs. Zudem belebten sich gegen Ende des Jahres der private Konsum und die Bautätigkeit.

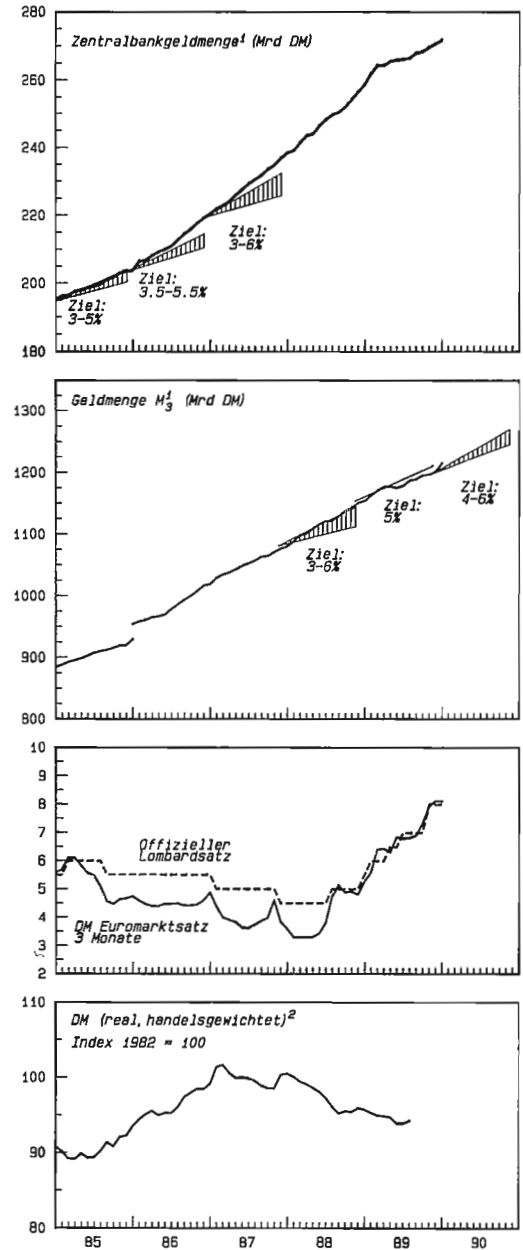
Gemäss vorläufigen Schätzungen betrug das reale Wachstum der bundesdeutschen Wirtschaft im Jahre 1989 4%, was der stärksten Zunahme seit zehn Jahren entspricht.

Im dritten Quartal 1989 überstieg das reale Bruttozonalprodukt das Niveau des Vorjahres um 3,3%, nachdem es im zweiten Quartal um nahezu 5% gewachsen war. Wie bereits in den vorgegangenen Quartalen trugen die Ausfuhren und die Ausrüstungsinvestitionen mit realen Jahreswachstumsraten von 9,0% bzw. 7,2% (2. Quartal: +14% bzw. +15,1%) am stärksten zum Wachstum bei. Die Bauinvestitionen und der private Konsum stiegen dagegen nur bescheiden und übertrafen den entsprechenden Vorjahresstand lediglich um real 2,5% bzw. 1,1%.

Die letzten Monate des Jahres 1989 waren durch eine überaus starke Einwanderungswelle aus Osteuropa, insbesondere aus der DDR, gekennzeichnet. Die Zahl der Aus- und Übersiedler erreichte im Jahre 1989 mit rund 720 000 Personen einen neuen Rekordstand. Dies entspricht einer Bevölkerungszunahme von mehr als einem Prozent. Die Einwanderer aus dem Osten gaben im vierten Quartal insbesondere der Bautätigkeit zusätzliche Impulse, während die zahlreichen Besucher aus der DDR den privaten Konsum stimulierten. Im Bausektor stieg die Produktion in den Monaten Oktober und November 1989 im Vergleich zu den beiden Vormonaten um 7,5%. Das reale Bruttozonalprodukt wuchs im letzten Quartal 1989 um 3,7% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode.

Die lebhafteste Binnennachfrage führte im vierten Quartal zu einem starken Anstieg der Importe. Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode nahmen sie um nominell 11,5% zu, während die Exporte um nominell 4,5% stiegen. Die Handelsbilanz schloss mit einem deutlich tieferen Aktivsaldo von 29 Mrd. D-Mark, gegenüber 36,3 Mrd. D-Mark im Vorquartal. Der Überschuss der Leistungsbilanz sank auf 17,9 Mrd. D-Mark im Vergleich zu 26,9 Mrd. D-Mark im dritten Quartal. Für das ganze Jahr 1989 wies die Handelsbilanz indessen einen Rekordüberschuss in Höhe von 134,7 Mrd. D-Mark aus (1988: 128 Mrd.). Besonders stark nahmen die Ausfuhren nach Frankreich, Italien, Grossbritannien und Spanien zu.

Grafik 5: Bundesrepublik Deutschland



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Der Aktivsaldo der Leistungsbilanz stieg im Jahre 1989 von 85,3 Mrd. D-Mark auf 99,1 Mrd. D-Mark. Diese Zunahme spiegelt sowohl den höheren Überschuss im Aussenhandel als auch die gesteigerten Zinseinnahmen aus den Auslandanlagen.

Die Beschäftigung nahm im vierten Quartal weiter zu. Innert Jahresfrist stieg sie um rund 360 000 Personen. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit, der im Sommer 1988 eingesetzt hatte, kam infolge ungünstiger saisonaler Faktoren sowie des Zustroms von Arbeitskräften aus Osteuropa gegen Jahresende zum Stillstand. Die Arbeitslosenquote lag im Durchschnitt des vierten Quartals unverändert bei 7,8%. Im vierten Quartal 1988 hatte sie noch 8,5% betragen.

Das Haushaltsdefizit des Bundes fiel im Jahre 1989 auf den tiefsten Stand seit fünfzehn Jahren. Gemäss provisorischen Schätzungen betrug es 19,2 Mrd. D-Mark anstatt der budgetierten 27,8 Mrd. D-Mark. Im Jahre 1988 hatte die Staatsrechnung mit einem Fehlbetrag von 35,3 Mrd. D-Mark geschlossen. Die markante Verbesserung des Staatshaushaltes ist vor allem auf das über Erwarten kräftige Wachstum der Steuereinnahmen zurückzuführen.

Die Teuerungsrate betrug im vierten Quartal 1989 3,0%. Im Jahresdurchschnitt 1989 belief sie sich somit auf 2,8% gegenüber 1,3% im Vorjahr. Dieser Anstieg widerspiegelt im wesentlichen die Erhöhung der indirekten Steuern zu Beginn des Jahres, die D-Mark-Schwäche in der ersten Jahreshälfte sowie den Anstieg der Erdölpreise.

Die Deutsche Bundesbank verschärfte im vierten Quartal ihre restriktive Geldpolitik nochmals leicht. Nachdem sie am 5. Oktober ihre Leitzinssätze um je einen Prozentpunkt erhöht hatte, versorgte sie die Banken nur sehr zurückhaltend mit Liquidität, um das Wachstum der monetären Zielgrösse, der Geldmenge  $M_3$ , auf dem angestrebten Pfad zu halten. Das Zielaggregat lag im Durchschnitt des Quartals um 4,7% über dem Vorjahreswert; diese Geldmengenausweitung entsprach dem für 1989 angekündigten Ziel von «etwa 5%» recht genau. Der Bundesbank gelang es somit nach drei aufeinanderfolgenden Jahren mit Zielüberschreitungen erstmals wieder, die

Vorgabe einzuhalten. Am 14. Dezember 1989 setzte der Zentralbankrat das Geldmengenziel für 1990 fest:  $M_3$  soll vom vierten Quartal 1989 bis zum vierten Quartal 1990 um 4–6% ausgeweitet werden. Mit der Angabe einer Bandbreite will man den bestehenden Unsicherheiten Rechnung tragen, ohne indessen die auf Preisstabilität ausgerichtete Politik aufzugeben. Die Bundesbank geht davon aus, dass sie die Teuerung mit dem angestrebten mittleren Geldmengenwachstum von 5% mittelfristig auf 2% begrenzen kann, weil der trendmässige Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit eine inflationsfreie Ausweitung von  $M_3$  um einen halben Prozentpunkt erlaubt und das Produktionspotential in der BRD jährlich um rund 2 1/2% zunimmt.

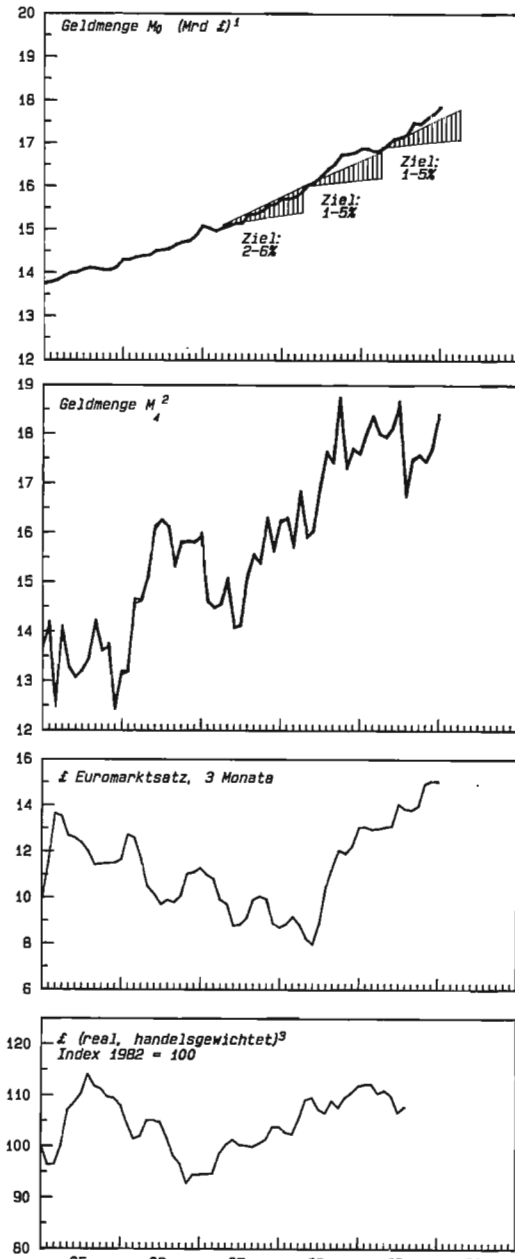
Parallel zur Verschärfung der Geldpolitik erhöhte sich das deutsche Zinsniveau im vierten Quartal weiter. Die Bundesbank hob die Sätze an, zu denen sie den Banken Liquidität aus Offenmarktgeschäften (Wertpapier-Pensionierung) zur Verfügung stellt. Die Geldmarktzinsen stiegen deshalb erneut; der Satz für Dreimonatsgeld zog von 7,36% im September auf 8,05% im Dezember an. Am Kapitalmarkt nahmen die Renditen deutlich zu, als sich in der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Umwälzungen in Osteuropa ein höheres Wirtschaftswachstum abzeichnete. Im Februar 1990 führten die sich überstürzenden Ereignisse auf dem Weg zur deutschen Einheit, insbesondere die Diskussionen um eine baldige Währungsunion der beiden deutschen Staaten, zu einer Verunsicherung der Investoren, die einen weiteren starken Kursrückgang am Obligationenmarkt zur Folge hatte.

### **Grossbritannien**

In Grossbritannien schwächte sich das Wirtschaftswachstum weiter ab. Im dritten Quartal 1989 wuchs das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber dem Vorquartal um 2,1% (auf Jahresbasis hochgerechnet) und lag damit um 1,9% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Sowohl der reale Konsum als auch die realen Anlageinvestitionen stagnierten gegenüber dem Vorquartal und übertrafen das entsprechende Vorjahresniveau um 3,8% bzw. 3,6%. Ein Jahr zuvor hatten die entsprechenden Wachstumsraten noch 6,5%



Grafik 6: Grossbritannien



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

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

<sup>3</sup> Quelle: OECD

bzw. 14,9% betragen. Am deutlichsten zeigten sich die Bremsspuren der restriktiven Geldpolitik im Bausektor. Die privaten Wohnbauinvestitionen lagen im dritten Quartal real um 6,1% tiefer als vor Jahresfrist, während der Auftragseingang im Wohnungsbau um 33% zurückging. Neben den Ausrüstungsinvestitionen (+8,1%) entwickelten sich die realen Exporte von Gütern und Dienstleistungen zur wichtigsten Konjunkturstütze. Im dritten Quartal nahmen sie gegenüber der Vorperiode, auf Jahresbasis hochgerechnet, um 9,2% zu und übertrafen damit den Vorjahresstand um 4,7%.

Gemäss provisorischen Schätzungen lag das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal um 2,1% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Binnennachfrage wuchs gemäss den verfügbaren Indikatoren erneut langsamer. Die realen Detailhandelsumsätze lagen lediglich um 0,8% höher als im vierten Quartal 1988, die Zahl der neubegonnenen Bauten sank im November um 42%, und die realen Gütereinfuhren, die gegenüber dem Vorquartal um 16% (auf Jahresbasis hochgerechnet) zurückgingen, übertrafen den entsprechenden Vorjahreswert lediglich um 3,5%. Mit einem Zuwachs von 16% gegenüber dem dritten Quartal expandierten dagegen die realen Güterausfuhren (ohne Öl) überaus kräftig. Trotz der starken, durch den Kursrückgang des Pfundes begünstigten Nachfrageimpulse aus dem Ausland stieg jedoch die Produktion der verarbeitenden Industrie im vierten Quartal lediglich um 1% gegenüber der Vorperiode (auf Jahresbasis hochgerechnet); sie wuchs damit im Vorjahresvergleich um 3,1%.

Die kräftig steigenden Exporte und die sinkenden Importe führten im vierten Quartal zu einem markanten Rückgang des britischen Handelsbilanzdefizites. Bei einem unverändert auf 300 Mio. Pfund geschätzten Überschuss der Dienstleistungsbilanz sank das Leistungsbilanzdefizit von 6,5 Mrd. Pfund im dritten Quartal auf 4,2 Mrd. Pfund im vierten Quartal. Dies ist der tiefste Wert seit dem dritten Quartal 1988. Insgesamt stieg das Leistungsbilanzdefizit im Jahre 1989 jedoch um 30% auf 20,3 Mrd. Pfund.

Die Arbeitslosenquote sank im vierten Quartal auf durchschnittlich 5,6%. Infolge des teilweise

ausgeprägten Mangels an qualifizierten Arbeitskräften stiegen die Löhne im zweiten Halbjahr rasch an, während sich der Produktivitätszuwachs verlangsamte. Die Lohnstückkosten lagen damit im dritten Quartal um 5,5% höher als vor Jahresfrist, nachdem sie im Jahre 1987 und 1988 nur um 1,4% bzw. 2,9% zugenommen hatten. Diese Kostensteigerungen schürten an den Finanzmärkten die Inflationsängste. Im Durchschnitt des vierten Quartals stabilisierte sich die Inflationsrate zwar bei 7,6% (3. Quartal: 7,7%). Zieht man allerdings den um die Hypothekenzinsen bereinigten Konsumentenpreisindex heran, so erhöhte sie sich von 5,8% auf 6,1%

Der Ende Oktober 1989 neu ernannte Schatzkanzler bekräftigte, dass der Bekämpfung der Inflation weiterhin höchste Priorität zukommen werde. Die Geldpolitik blieb im vierten Quartal restriktiv, und der Basiszinssatz – der Zinssatz, den die Geschäftsbanken erstklassigen Schuldner verrechnen – verharrte bei 15%, dem höchsten Niveau seit acht Jahren. Angesichts der kräftigen Lohnsteigerungen sprach sich die Bank of England gegen eine Lockerung der Geldpolitik aus, obschon die Konjunktur inzwischen merklich an Schwung eingebüsst hat.

Neue Akzente legte der neue Schatzkanzler bei der Wechselkurspolitik. Die Entwicklung des Pfundkurses soll zwar auch künftig als wichtiger Indikator der Geldpolitik dienen. Es soll jedoch kein bestimmtes Wechselkursziel mehr verfolgt werden. Dagegen wird die von seinem Vorgänger vorgenommene Lockerung der Politik des sogenannten «full funding» beibehalten. Dies bedeutet, dass Interventionen an den Devisenmärkten zur Stützung des Pfundkurses sowie die durch die Budgetüberschüsse bewirkten Liquiditätsentzüge weiterhin nicht mehr automatisch durch Käufe langfristiger Staatstitel (gilts) neutralisiert werden müssen.

Im vierten Quartal beschleunigte sich das Wachstum der Geldmenge  $M_4$ , die sämtliche Spareinlagen bei den Banken und Bausparkassen (building societies) enthält, leicht auf 17,6% gegenüber 17,2% im dritten Quartal (Vorjahresvergleich). Auch die monetäre Basis, die als wichtiger Konjunkturindikator gilt, nahm wieder etwas stärker zu. Im vierten Quartal lag sie um 5,6% über dem

entsprechenden Vorjahresstand und übertraf damit den für das Fiskaljahr 1989 festgelegten Zielkorridor von 1 bis 5%.

### **Frankreich**

In Frankreich hielt die gute Konjunkturlage im zweiten Halbjahr 1989 an. Die Zunahme der Beschäftigung und das steigende verfügbare Einkommen sorgten für eine Belebung des privaten Konsums. Auch die Investitionstätigkeit blieb dynamisch. Die Auslandsnachfrage liess dagegen etwas nach, da die Konjunktur in wichtigen Absatzländern, vor allem Grossbritannien, an Schwung verlor. Insgesamt stieg das reale Bruttoinlandprodukt im Jahre 1989 wie im Vorjahr um 3,5%.

Im dritten Quartal 1989 erhöhte sich das reale Bruttoinlandprodukt gemäss provisorischen Schätzungen gegenüber dem zweiten Quartal um 2,0% (auf Jahresbasis hochgerechnet); es lag damit um 2,9% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Der Konsum der privaten Haushalte nahm, auf Jahresbasis hochgerechnet, um 7,2% zu, nachdem er in den drei vorangegangenen Quartalen nur wenig gestiegen war. Im Jahresvergleich betrug der Zuwachs 3%. Dagegen verlangsamte sich die Investitionstätigkeit der Unternehmen. Nach einer Ausweitung von 6,7% bzw. 5,6% (Vorjahresvergleich) im ersten und zweiten Quartal nahmen die Investitionen noch um 3,1% zu. Auch die Zuwachsraten im Aussenhandel schwächten sich etwas ab.

Gemäss den Konjunkturumfragen stieg die Industrieproduktion, die im Sommer praktisch stagniert hatte, im zweiten Halbjahr wieder an. Die Produktionskapazitäten blieben stark beansprucht; in der verarbeitenden Industrie erreichte der Auslastungsgrad im Oktober den hohen Wert von 88,2%. Die Investitionen im Industriesektor nahmen weiter zu, da die Unternehmen gemäss einer Umfrage der Banque de France im Hinblick auf den grossen europäischen Binnenmarkt 1992 ihren Produktionsapparat weiter zu modernisieren trachten. Die Einzelhandelsumsätze indessen gingen nach der kräftigen Zunahme im Sommer leicht zurück.

Die Beschäftigungslage verbesserte sich im dritten Quartal 1989 weiter: Die Zahl der in der Industrie und im Dienstleistungssektor Beschäftigten erhöhte sich innerhalb eines Jahres um 1,6%. Die Arbeitslosenquote, die in den ersten zwei Monaten des Jahres abgenommen hatte, ging allerdings ab März nicht mehr weiter zurück; im vierten Quartal betrug sie durchschnittlich 9,5% gegenüber 9,8% in der entsprechenden Vorjahresperiode.

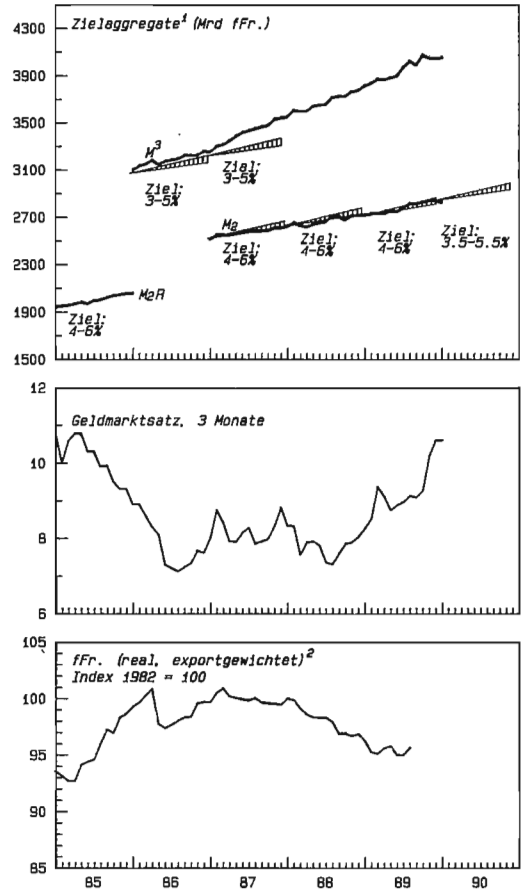
Die gute Konjunkturlage in Frankreich widerspiegelte sich in einer unverändert kräftigen Zunahme der Importe. Im vierten Quartal lagen sie nominell um 12% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Da auch die nominellen Exporte stark zunahmen (12%), blieb das Defizit der Handelsbilanz mit 13,4 Mrd. fFr. gegenüber der Vorperiode nahezu unverändert. Insgesamt betrug der Fehlbetrag der Handelsbilanz im Jahre 1989 45,7 Mrd. fFr. gegenüber 32,8 Mrd. fFr. im Vorjahr.

Die Teuerung, die im ersten Quartal 1989 deutlich gestiegen war, stabilisierte sich in den folgenden Quartalen. Gemessen am Konsumentenpreisindex belief sie sich im vierten Quartal auf 3,6% gegenüber 3,4% im Vorquartal. Überdurchschnittlich stark stiegen vor allem die Preise für Erdölzeugnisse. Die Teuerungsrate betrug im Jahresdurchschnitt 1989 3,5%, gegenüber 2,7% im Vorjahr.

Das Wachstum der Geldmenge  $M_2$  nahm in der zweiten Jahreshälfte 1989 leicht zu. Auf Jahresbasis hochgerechnet, betrug es gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1988) 5%. Das für 1989 festgelegte Geldmengenziel von 4% bis 6% wurde somit eingehalten. Für das Jahr 1990 senkte die Banque de France das Geldmengenziel für  $M_2$  auf 3,5% bis 5,5%. Diese Verminderung wurde im Hinblick auf die für 1990 erwartete leichte Wachstumsverlangsamung beschlossen: Das Bruttoinlandprodukt soll nominell um 5,5% – einen Prozentpunkt weniger als 1989 – und real um 3% zunehmen.

Am 18. Dezember 1989 hob die Banque de France ihre Leitzinsen um einen weiteren halben Prozentpunkt an, um den französischen Franc angesichts der D-Mark-Hausse zu stützen und einem weiteren Anstieg der Inflation vorzubeu-

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

gen. Der Interventionssatz auf dem Geldmarkt (taux d'appel d'offres) stieg von 9,5% auf 10%, und der Abgabensatz für Schatzwechsel mit einer Laufzeit von 5 bis 10 Tagen von 10,25% auf 10,75%. Die Interventionssätze waren letztmals am 5. Oktober 1989 im Rahmen der europaweiten Zinsrunde erhöht worden.

Im Zuge der seit 1985 eingeleiteten Bestrebungen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs wurde die vollständige Abschaffung der Devisenkontrollen um ein halbes Jahr auf den 1. Januar

1990 vorgezogen. Damit fallen die beiden letzten noch geltenden Einschränkungen, nämlich das Verbot für Privatpersonen, Konten im Ausland zu halten und in Frankreich Fremdwährungskonten zu eröffnen, weg.

**Italien**

In Italien schwächten sich die konjunkturellen Auftriebskräfte im dritten Quartal 1989 etwas ab. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg im Vorjahresvergleich um 2,8% (2. Quartal: 3,7%). Sowohl der private Konsum als auch die Anlageinvestitionen nahmen gegenüber dem Vorquartal deutlich langsamer zu als in den Vorperioden. Das schwächere Wachstum der Investitionen ist dabei vor allem auf den Rückgang der Bautätigkeit zurückzuführen.

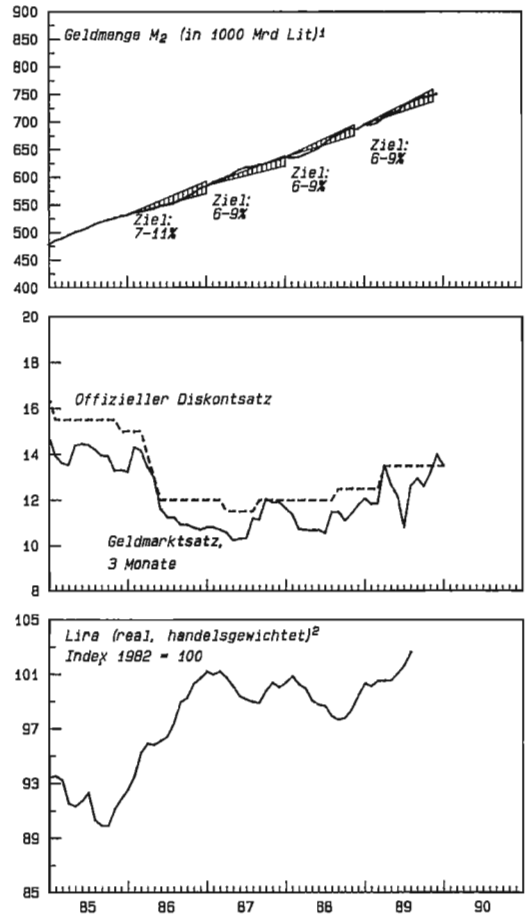
Die Zahl der Arbeitslosen nahm im dritten Quartal etwas zu, nachdem sie in den ersten zwei Quartalen gesunken war. Die Arbeitslosenquote betrug im dritten Quartal 12,2% (2. Quartal: 12,0%). Der Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten blieb im vierten Quartal unverändert auf 82%, und der Index der Industrieproduktion lag im vierten Quartal um 1,9% über seinem Vorjahreswert (3. Quartal: 3,2%).

Die nominellen Importe stiegen im vierten Quartal vor allem wegen der gestiegenen Erdölpreise weiter an. Die italienische Exportindustrie profitierte vom kräftigen Wirtschaftswachstum in den wichtigsten Absatzländern, vor allem in der Bundesrepublik Deutschland. Dank der höheren Exporte sank das Defizit der Handelsbilanz im vierten Quartal auf 1844 Mrd. Lire, verglichen mit 2910 Mrd. Lire im letzten Vierteljahr 1988. Über das ganze Jahr ergab sich ein Handelsbilanzdefizit von 16 865 Mrd. Lire (1988: 13 634 Mrd. Lire).

Die Teuerungsrate ging in Italien gegen das Jahresende leicht zurück. Im Durchschnitt des vierten Quartals übertraf der Konsumentenpreisindex den Vorjahresstand um 6,6% (3. Quartal: 6,8%). Auch die durchschnittliche Teuerung des Jahres 1989 betrug 6,6% (1988: 5%).

Die Geldmenge M<sub>2</sub> lag im vierten Quartal um 9,3% über dem entsprechenden Vorjahreswert.

**Grafik 8: Italien**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; Ziel: %-Veränderung Dezember gegen über Dezember im Vorjahr (Quelle: Banca d'Italia)  
<sup>2</sup> Quelle: OECD

Die Wachstumsrate der Geldmenge befand sich damit leicht über dem Zielkorridor von 6 bis 9%. Die italienischen Währungsbehörden setzten für 1990 das Geldmengenziel für M<sub>2</sub> erneut auf 6 bis 9% fest. Nachdem die Drei- und Sechsmonatsätze (BoT) im November auf 11,6% gestiegen waren, sanken sie im Dezember auf 10,8%. Im vierten Quartal lagen die Kredite an den privaten Sektor um 18,5% über ihrem Vorjahreswert.

Seit Anfang 1990 gilt für die Lira im Europäischen Währungssystem keine Spezialregelung mehr. Wie die anderen Währungen (mit Ausnahme der

Peseta) darf die Lira von ihrem Paritätswert nur noch um 2,25% nach oben und unten abweichen. Bisher hatte die Bandbreite 6% betragen. Gleich-

zeitig wurde die Lira gegenüber den anderen EWS-Währungen um 3,7% abgewertet.

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

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

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

a) provisorisch b) BIP

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

	1986	1987	1988	1989	1989		1989			1990
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	1,9	3,7	4,1	4,6	4,6	4,7	4,5	4,9	4,6	5,2
Japan	0,6	0,1	0,7	2,3	2,7	2,6	2,9	2,3	2,6	
BRD	–0,1	0,2	1,3	2,8	2,8	3,0	3,1	2,9	3,0	2,7
Grossbritannien	3,4	4,2	4,9	7,8	7,7	7,6	7,3	7,7	7,7	7,7
Frankreich	2,7	3,1	2,7	3,5	3,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,4
Italien	6,1	4,6	5,0	6,6	6,8	6,6	6,8	6,4	6,5	6,3
Schweiz	0,8	1,4	1,9	3,2	3,1	4,3	3,6	4,4	5,0	5,1

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

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

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

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

	1986	1987	1988	1989a)	1988		1989a)			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	–140,6	–154,0	–135,3	–	–32,6	–28,7	–30,7	–31,0	–22,7	
Japan	85,8	87,0	79,6	57,0	18,4	20,8	21,5	12,8	13,6	8,9
BRD	39,2	44,8	48,3	52,7	12,1	11,1	15,8	13,3	13,9	9,9
Grossbritannien	0,2	–0,3	–26,1	–23,7	–5,8	–9,8	–7,8	–7,4	–9,5	–6,8
Frankreich	2,9	–4,1	–4,2	–3,3	–1,1	–3,8	1,6	–1,3	–1,3	–2,0
Italien	2,6	–1,5	–5,2	–	–2,6	–1,1	–6,7 <sup>b)</sup>	–3,4 <sup>b)</sup>	–2,0 <sup>b)</sup>	–
Schweiz	6,9	7,6	8,4	5,9	1,2	1,9	2,7	0,9	1,0	1,4

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

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

### 1. Überblick

Das Wirtschaftswachstum hielt in der Schweiz auch im vierten Quartal 1989 unvermindert an. Das Wachstum des Bruttoinlandprodukts betrug wiederum real 3,0%. Die Inland- wie die Auslandnachfrage blieben stark. Die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen nahmen ungeachtet der höheren Finanzierungskosten kräftig zu. Dagegen wuchsen die realen Güter- und Dienstleistungsausfuhrer etwas schwächer. Dies dürfte jedoch weniger auf eine nachlassende Nachfrage als vielmehr auf Kapazitätsengpässe zurückzuführen sein. Die Kapazitäten in der Industrie, die zwar nochmals vergrössert wurden, gelten immer noch als zu klein. Die Beschäftigung nahm weiter zu, doch blieben viele Arbeitsplätze unbesetzt. Die Arbeitslosenquote blieb saisonbereinigt unverändert.

Die Teuerung beschleunigte sich auch gegen Ende des Jahres 1989 und erreichte im Dezember 5%; dazu trugen vor allem die markant gestiegenen Erdölpreise und die höheren Mietzinsen bei. Im Januar und Februar 1990 betrug die Jahresteuersatzrate 5,1% bzw. 4,9%.

Gemäss den Konjunkturumfragen der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF-ETH) hält die Hochkonjunktur in der nächsten Zukunft weiter an. Der Bestellungseingang und Auftragsbestand stiegen in der Industrie erneut, und die Lager wurden als zu tief beurteilt. Auch die Ertragslage entwickelte sich günstig. Die von der Basler Arbeitsgruppe für Konjunkturforschung (BAK) durchgeführte vierteljährliche Überprüfung ihrer Prognosen ergab für das Jahr 1990 – trotz einer höher prognostizierten Inflationsrate und gestiegener Zinsen –, dass die Inlandnachfrage sich nur leicht abschwächen dürfte: Die Konsumausgaben werden zu Lasten der Spartätigkeit weiter zunehmen. Auch die öffentlichen wie die gewerblich-industriellen Bauinvestitionen werden unverändert stark expandieren; einzig der Wohnungsbau dürfte auf die gestiegenen Zinsen reagieren und schwächer wachsen. Die Exportindustrie wird voraussichtlich – laut BAK – wegen der dynamischen Wirtschaftsentwicklung in der Bun-

desrepublik Deutschland zusätzliche Impulse erfahren.

Die Nationalbank verschärfte im vierten Quartal 1989 ihre bereits restriktive Geldpolitik. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge sank, auf Jahresbasis hochgerechnet, um 2,4% gegenüber der Basisperiode. Die Giro Guthaben nahmen weiter ab, und der Notenumlauf wuchs langsamer. Im Jahre 1989 unterschritt die Nationalbank das Geldmengenziel von 2% um rund 4 Prozentpunkte, wobei der Rückgang etwa zur Hälfte auf die restriktivere Geldpolitik der Nationalbank und zur Hälfte auf die niedrigere Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld zurückzuführen ist. Die Nationalbank bekräftigte Ende Jahr ihren Restriktionsgrad, indem sie trotz des kräftigen Wachstums der Wirtschaft für das Jahr 1990 nur ein Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 2% als Ziel festlegte.

Die Nationalbank erhöhte am 14. Dezember 1989 den Zuschlag zwischen dem flexiblen Lombardsatz und den Tagesgeldsätzen von einem auf zwei Prozentpunkte, um den Lombardsatz jederzeit deutlich über dem Niveau der Geldmarktsätze zu halten. Die Zinssätze am Geldmarkt stiegen in der zweiten Hälfte Dezember und im Januar 1990 markant an. Der Tagesgeldsatz erreichte zeitweise 10%, und die dreimonatigen Eurofrankensätze erhöhten sich von durchschnittlich 7,9% im vierten Quartal 1989 auf 9,5% im Februar 1990. Die inverse Zinsstruktur blieb bestehen. Am Kapitalmarkt rentierten die Bundesobligationen rund 2 Prozentpunkte tiefer als die Geldmarktbuchforderungen des Bundes.

Der Schweizer Franken verlor Ende Jahr gegenüber der D-Mark und den anderen EWS-Währungen vorübergehend spürbar an Wert, erholte sich aber im Januar bei zunehmender Zinsdifferenz wieder. Im Februar setzte sich die Höherbewertung des Schweizer Frankens fort. Real und auf exportgewichteter Basis lag der Schweizer Franken im vierten Quartal 1989 um 4,1% tiefer als in der Vorjahresperiode (3. Quartal 1989: -4,7%).

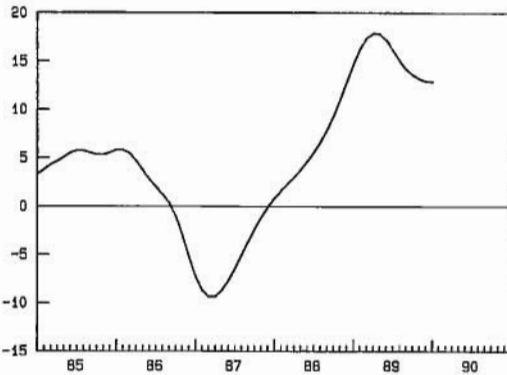
**2. Der realwirtschaftliche Bereich**

**Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion**

Im vierten Quartal 1989 stieg das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber der Vorjahresperiode mit 3,0% wie bereits im Vorquartal (3,3%) kräftig. Alle Nachfragekomponenten trugen zum Wachstum des Bruttoinlandproduktes bei. Der private Konsum wuchs praktisch gleich stark wie im Vorquartal. Am markantesten expandierten die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen; sie nahmen, unbeeindruckt von den höheren Finanzierungskosten, um 6,8 bzw. 6,6% zu. Die Güter- und Dienstleistungsexporte wuchsen dagegen etwas schwächer als im dritten Quartal. Im Jahre 1989 lag das Bruttoinlandprodukt um 3,1% über dem Vorjahreswert; das bereits starke Wachstum des Vorjahres (3,2%) setzte sich somit unverändert fort.

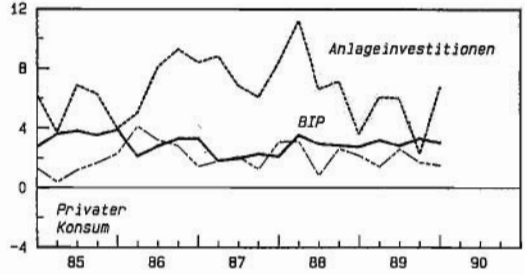
Dass die Hochkonjunktur weiter anhält, widerspiegelt sich auch im Sammelindikator «Geschäftsgang», der von der KOF-ETH erhoben wird. Der Indikator verharrte im vierten Quartal auf hohem Niveau. Die Umfrage zeigt, dass dank der starken Nachfrage die Lager von Fertigprodukten abgebaut werden konnten. Der Bestellungseingang und der Auftragsbestand stiegen, und die Ertragslage konnte erneut verbessert

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



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

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



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode  
Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

werden. Die befragten Unternehmen beurteilen deshalb die nächste Zukunft optimistisch. Gemäss der Umfrage der KOF-ETH wurden die Kapazitäten in der Industrie zwar erweitert, doch werden sie von den Unternehmern immer noch als zu knapp beurteilt. Die Kapazitätsauslastung stieg sowohl in den Industriezweigen, die für den Binnenmarkt produzieren, als auch in der Exportindustrie weiter auf 89% bzw. 92%. Da Arbeitsstellen wegen Arbeitskräftemangel nicht besetzt werden konnten, nahm der Überstundenanteil zu. In der Industrie wurde auch mehr produziert.

**Privater Konsum**

Der private Konsum stieg im vierten Quartal 1989 gegenüber der Vorjahresperiode real um 1,5%, nachdem der Zuwachs im dritten Quartal 1,7% betragen hatte. Im Jahr 1989 wuchsen die Konsumausgaben insgesamt um 1,8%; somit nahmen sie etwas schwächer zu als im Vorjahr (2,2%). In der zweiten Jahreshälfte expandierten vor allem die Dienstleistungsausgaben überdurchschnittlich, während sich die Nachfrage nach Konsumgütern abschwächte.

Im vierten Quartal 1989 dürften die Ausgaben für Waren nur noch bescheiden zugenommen haben. Die Detailhandelsumsätze sanken sogar gegenüber dem Vorjahresquartal real um 1,6%, wobei der Umsatz aller Warengruppen rückläufig war. Es wurden insbesondere weniger Textil- und Bekleidungsartikel verkauft; aber auch der Absatz dauerhafter Konsumgüter ging zurück, da



vor allem die Personenwagenverkäufe – im Gegensatz zum Vorjahr – leicht sanken. Während die Ausgaben für Waren auf hohem Niveau verharrten, dürften die Ausgaben für Dienstleistungen im vierten Quartal unvermindert kräftig gewachsen sein. Insbesondere war die inländische Nachfrage nach Logiernächten ausserordentlich hoch.

In den kommenden Monaten scheint die Konsumbereitschaft etwas nachzulassen. Gemäss dem Konjunkturtest der KOF-ETH erwarten die Detailhandelsunternehmer für die nächste Zukunft zwar hohe Umsätze bei den Nahrungsmitteln, jedoch eine leicht schwächere Nachfrage bei den dauerhaften Konsumgütern. Die vom Bundesamt für Konjunkturfragen durchgeführte Umfrage deutet ebenfalls daraufhin, dass die Konsumenten die Zukunft vorsichtiger einschätzen.

### Investitionen

Die Anlageinvestitionen lagen im vierten Quartal 1989 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode real um 6,7% über dem Vorjahresstand; im dritten Quartal 1989 hatten sie nur um 2,3% zugenommen. Das Wachstum konnte an die überaus hohen Zuwachsraten der ersten Jahreshälfte allerdings nicht anschliessen. Im Jahre 1989 übertrafen die Anlageinvestitionen den Vorjahreswert um 5,2%.

Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen in der zweiten Hälfte des Jahres 1989 gegenüber der Vorjahresperiode real um 2,1% zu. Statistische Probleme führten dazu, dass im dritten Quartal ein markanter Rückgang von 2,4% und im vierten Quartal ein entsprechend starker Anstieg (+6,6%) gemessen wurde. Im Vergleich zum ersten Halbjahr nahmen die Ausrüstungsinvestitionen somit schwächer zu, nachdem sie jahrelang sehr hohe Zuwachsraten aufgewiesen hatten. Der Konjunkturtest der KOF-ETH sowie die Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller zeigen aber, dass die Unternehmen in der nächsten Zukunft weiterhin mit einer robusten Nachfrage rechnen. Der Auftragsbestand der Maschinen- und Apparateindustrie ging zwar wie schon im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode zurück; er lag aber noch leicht über dem Wert des Vorjahres. Dagegen nahm der Bestellungseingang wieder stärker zu, nachdem er sich im dritten Quartal etwas abgeschwächt hatte.

In der Bauindustrie herrscht nach wie vor Hochkonjunktur. Die Bauinvestitionen stiegen im vierten Quartal 1989 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode real mit 6,8% und wuchsen damit noch stärker als im dritten Quartal (4,7%). Auch für die kommenden Monate ist gemäss der Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes gesamthaft mit keiner wesentlichen Abschwächung zu rechnen. Darauf deutet einerseits der insgesamt immer noch hohe Arbeitsvorrat hin, andererseits aber auch die starke Investitionsbereitschaft der Industrie.

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

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

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

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

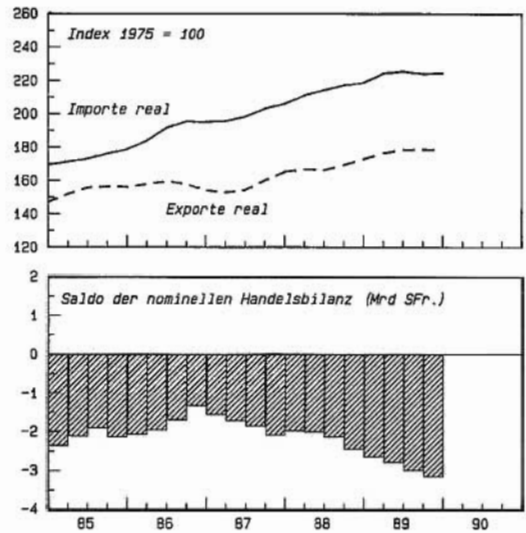
### Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die schweizerischen Güterausfuhren lagen im vierten Quartal 1989 real um 3,2% (3. Quartal 1989: 4,6%) über dem Vorjahreswert. Da die Ausfuhrpreise (gemessen am Mittelwertindex) um 7,5% stiegen, blieb das Wachstum der wertmässigen Güterexporte mit 11,0% (3. Quartal 1989: 10,9%) unverändert hoch.

Die schwächere reale Entwicklung der Exporte ist nicht auf einen Nachfragerückgang zurückzuführen. Sie dürfte vielmehr eine Folge davon sein, dass der rechnerische Mittelwert wegen ausserordentlicher Sortimentsverschiebungen im Bereich der Pharmazeutika – trotz einer Korrektur – immer noch überhöht ist. Aus diesem Grund stiegen die realen Ausfuhren der Konsumgüterindustrie gegenüber dem vierten Quartal 1989 nur um 2,7%, während sie nominell mit 16,9% ausserordentlich stark zunahm. Die Exporte der Investitionsgüterindustrie, insbesondere der Metall- und Maschinenindustrie, wuchsen sowohl wertmässig wie real kräftig (9,2% bzw. 5,0%).

Das Ausfuhrwachstum in die EG-Länder blieb wie im dritten Quartal unverändert stark. Die Exporte nach der Bundesrepublik Deutschland, dem wichtigsten Handelspartner der Schweiz, lagen nominell um 11,8% höher als vor Jahresfrist. Sie wuchsen damit im zweiten Halbjahr stärker als in

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



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

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

der ersten Jahreshälfte. Auch die Ausfuhren in die EFTA-Länder gewannen nach einer längeren Abschwächung wieder an Schwung. Dagegen verlangsamte sich das Wachstum der nominellen Ausfuhren nach den Vereinigten Staaten. Der Absatz in die übrigen aussereuropäischen Länder

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

	1985	1986	1987a)	1988a)b)	1988a)b)		1989a)			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
<b>Reale Ausfuhr</b>	9,1	0,6	1,5	7,0	6,6	5,1	5,2	8,9	4,6	3,2
davon: Rohstoffe u. HalbFabr.	7,9	0,0	1,6				3,2	9,0	3,6	1,3
Investitionsgüter	10,7	3,9	1,6				6,7	6,9	3,3	5,0
Konsumgüter	8,8	-2,7	1,7				5,5	11,3	4,9	2,7
Ausfuhrpreise	1,9	0,8	-1,1				4,9	6,8	5,8	7,5
<b>Reale Einfuhr</b>	5,2	8,2	6,4	5,2	6,1	2,8	7,7	7,5	1,6	4,8
davon: Rohstoffe u. HalbFabr.	7,6	3,7	3,2				9,3	9,1	5,3	3,7
Investitionsgüter	8,7	14,5	10,0				6,2	9,0	-1,0	8,7
Konsumgüter	2,5	9,0	8,1				8,8	6,1	0,8	2,8
Einfuhrpreise	4,7	-9,4	-4,2				7,7	10,9	8,0	7,1

a) provisorische Werte

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

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

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

	1987	1988	1989	1988		1989			
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
		a)	*)	a)	a)	*)	*)	*)	*)
Warenexporte	69,6	76,5	86,8	18,3	20,9	20,4	22,3	20,6	23,5
Spezialhandel (Index I)	67,5	74,1	84,3	17,8	20,3	19,8	21,7	20,0	22,8
Übrige Warenexporte <sup>2</sup>	2,1	2,4	2,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7
Dienstleistungsexporte	20,9	21,2	23,2	6,4	4,2	5,9	5,6	7,1	4,6
Faktoreinkommen aus dem Ausland <sup>3</sup>	28,0	30,9	36,6	7,8	7,9	8,8	9,3	9,3	9,3
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	2,8	3,0	3,2	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Total Einnahmen	121,4	131,5	149,9	33,2	33,8	35,8	38,0	37,8	38,3
Warenimporte	78,1	85,4	98,8	20,9	22,9	23,2	26,0	23,6	26,1
Spezialhandel (Index I)	75,2	82,4	95,2	20,2	22,1	22,3	25,1	22,8	25,1
Übrige Warenimporte <sup>2</sup>	3,0	3,0	3,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0
Dienstleistungsimporte	10,3	11,4	12,6	4,6	2,2	1,7	3,2	5,1	2,4
Faktoreinkommen an das Ausland <sup>3</sup>	16,6	16,9	22,9	4,3	4,5	5,3	5,7	5,8	6,1
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	5,1	5,5	5,9	1,5	1,3	1,4	1,5	1,6	1,5
Total Ausgaben	110,1	119,2	140,2	31,3	31,0	31,6	36,5	36,1	36,0
Saldo der Ertragsbilanz	11,3	12,3	9,7	1,9	2,8	4,3	1,5	1,6	2,3

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

expandierte jedoch kräftig. Dies gilt besonders für die Exporte nach Japan und in die asiatischen Schwellenländer, die im vierten Quartal um 22,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert lagen.

Die Importe nahmen im vierten Quartal 1989 verstärkt zu. Sie lagen nominell um 12,2% und real um 4,8% über dem Vorjahresstand (3. Quartal 1989: 9,7 bzw. 1,6%). Die Einfuhren von Investitionsgütern erhöhten sich nach dem Rückgang im dritten Quartal wieder überdurchschnittlich stark, und auch die Einfuhren von Energieträgern expandierten kräftig, nachdem sie längere Zeit gesunken waren. Demgegenüber wuchsen die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten schwächer.

Die Gütereinfuhren nahmen im Jahresdurchschnitt 1989 um nominell 14,2% und preisbereinigt um 5,2% zu, nachdem die Zuwachsrate im Jahre 1988 um 9,9% bzw. 5,2% betragen hatte. Die Güterausfuhren expandierten im Jahre 1989

nominell um 12,0% und preisbereinigt um 5,1%; sie wuchsen damit wertmässig, aber nicht real, stärker als im Vorjahr (8,6% bzw. 7,0%).

Der Überschuss in der Ertragsbilanz betrug im vierten Quartal 1989 2,3 Mrd. Franken und lag damit um 0,5 Mrd. unter dem Vorjahreswert. Diese Abnahme ist vor allem auf das erneut gestiegene Defizit beim Warenverkehr zurückzuführen. Auch die höheren Lohnzahlungen an die ausländischen Grenzgänger trugen zum Rückgang des Ertragsbilanzsaldos bei. Die Aktivsaldi der Dienstleistungsbilanz und Kapitalertragsbilanz nahmen nur geringfügig zu.

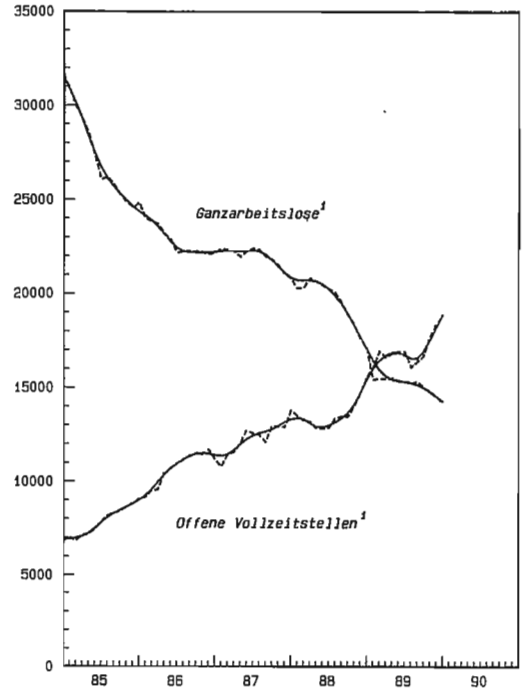
Nach vorläufiger Schätzung wies die Ertragsbilanz im Jahre 1989 einen Überschuss von 9,7 Mrd. Franken aus, gegenüber 12,3 Mrd. im Vorjahr.

### Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im vierten Quartal 1989 gegenüber der Vorjahresperiode wiederum um 1,4% zu (3. Quartal: 1,4%), wobei der Zuwachs sowohl im Industriesektor wie im Dienstleistungssektor 1,4% betrug. Im Jahre 1989 stieg die Zahl der Beschäftigten insgesamt um 1,2%, d. h., es wurden im Durchschnitt mehr als 40 000 Personen zusätzlich beschäftigt. Davon waren der grösste Teil ausländische Arbeitskräfte. Die Beschäftigung der Frauen wuchs etwas rascher als diejenige der Männer, so dass der Anteil der weiblichen Erwerbstätigen an der gesamten Erwerbsbevölkerung stieg.

Die Zahl der Arbeitslosen blieb auch im letzten Quartal des Jahres 1989 saisonbereinigt praktisch unverändert, und die Arbeitslosenquote verharrte bei 0,5% (saisonbereinigt). Die Arbeitslosigkeit scheint eine Schwelle erreicht zu haben, die kaum mehr abgebaut werden kann. Auch die Zahl der Kurzarbeiter erreichte einen sehr tiefen Stand; sie beträgt gegenüber dem Vorjahresquartal nur noch etwa einen Sechstel. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen veränderte sich im vierten Quartal auf saisonbereinigter Basis kaum. Im Dezember ging sie leicht zurück und lag damit wieder tiefer als die Zahl der Arbeitslosen (Ganz- und Teilarbeitslose), nachdem die Arbeitsämter zwischen Mai und November mehr offene Stellen als Arbeitslose verzeichnet hatten.

Grafik 12: Arbeitsmarkt



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

### Preise und Löhne

Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im vierten Quartal 1989 um 4,3% höher als ein Jahr

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1986	1987	1988	1989					1990	
				3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	
Index der Beschäftigten <sup>1</sup>	1,0	1,2	1,3	1,2	1,4	1,4	—	—	—	—
Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>	0,7	0,8	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6
Ganzarbeitslose <sup>2</sup>	22 770	21 918	19 524	15 133	13 476	14 393	13 401	14 387	15 392	16 544
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	2 058	4 142	3 948	603	325	342	287	433	305	281
Offene Vollzeitstellen <sup>3</sup>	10 734	12 348	13 552	17 007	16 897	17 404	17 817	17 718	16 676	17 287

<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

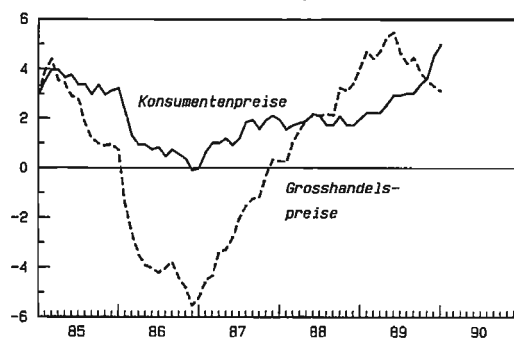
zuvor. Die durchschnittliche Jahresteuering betrug im Jahre 1989 somit 3,2%. Der Preisindex stieg während des ganzen Jahres fortwährend an; in den letzten zwei Monaten beschleunigte sich jedoch der Anstieg, und die Teuerungsrate erreichte im Dezember einen Höchststand von 5%.

Zwei Ursachen trugen wesentlich zu dieser Beschleunigung bei: Einerseits die beiden Zinserhöhungsrunden auf Althypotheken; sie führten im November dazu, dass der halbjährlich erhobene Mietpreisindex gegenüber dem Vorjahresmonat um 7% zunahm. Preistreibend wirkte aber andererseits auch die Entwicklung der Erdölpreise, die u. a. in den Teilindex für Heizung und Beleuchtung eingehen. Dieser Index war trotz seiner relativ schwachen Gewichtung weitgehend für den gegen Ende Jahr eingetretenen Inflationsschub verantwortlich. Im vierten Quartal lag er um 21,6% über dem entsprechenden Vorjahreswert, nachdem er in den ersten neun Monaten des Jahres durchschnittlich nur rund 7% gestiegen war. Die höheren Energiepreise beeinflussten auch den Teilindex für Verkehr (+5,2%). Die Preissteigerungen der Auslandsgüter lag im vierten Quartal 1989 mit 5,7% wie bereits seit Mitte Jahr um einiges höher als diejenige der Inlandgüter (+3,9%). In der gleichen Zeitspanne betrug die Teuerungsrate der Waren 4,0% und die der Dienstleistungen 4,7%.

Im Januar und Februar 1990 setzte sich der Preisanstieg fort. Die Jahresteuering betrug im Januar 5,1% und im Februar 4,9%. Zum Anstieg des Preisindex trugen vor allem die höheren Gesundheitskosten, Nahrungsmittelpreise und Prämien der Autohaftpflichtversicherung bei. Dagegen bildete sich der Teilindex für Heizung und Beleuchtung wegen der Preissenkungen beim Heizöl gegenüber dem Vormonat zurück.

Der Grosshandelspreisindex nahm im vierten Quartal 1989 im Vergleich zur Vorjahresperiode um 3,3% zu; damit setzte sich der Rückgang der Teuerungsrate auf Grosshandelsstufe, der im dritten Quartal 1989 eingesetzt hatte, fort. Im Jahre 1989 betrug die Jahresteuering der Grosshandelspreise durchschnittlich 4,3%. Der schwächere Schweizer Franken führte im vierten Quartal 1989 zusammen mit den höheren Prei-

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



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

Quelle: Bundesamt für Statistik

sen für Energieträger und Hilfsstoffe (+9,1%) zu einer Verteuerung der ausländischen Waren von 5,4%, während die Preissteigerung der inländischen Güter mit 2,6% relativ schwach ausfiel. Im Januar 1990 stieg der Grosshandelspreisindex gegenüber der Vorjahresperiode nur noch um 2,2%, weil sich insbesondere der Preisauftrieb beim Heizöl Anfang 1990 stark verlangsamte.

Die Kommission für Konjunkturfragen rechnet für das Jahr 1990, dass die Nominallöhne um 5,5% über denjenigen des Vorjahres liegen. Unter Berücksichtigung der am Konsumentenpreisindex gemessenen Teuerung ergibt sich somit ein Reallohnzuwachs, der ungefähr der Produktivitätszunahme entspricht.

### 3. Der monetäre Bereich

#### **Geldpolitik und Geldmengenaggregate**

Die schweizerische Geldpolitik blieb im vierten Quartal 1989 restriktiv. Nachdem sich die bereinigte Notenbankgeldmenge im dritten Quartal gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1988) mit einer Jahresrate von 2,2% zurückgebildet hatte, sank sie im vierten Quartal um 2,4%. Im Jahre 1989 nahm die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge um durchschnittlich 1,9% ab. Damit wurde das Geldmengenziel von 2% um rund 4 Prozentpunkte unterschritten. Dieses Ergebnis ist etwa je zur Hälfte auf die institutionell bedingte

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

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2,7</sup>	NBGM <sup>1,3</sup>	Ultimokredite <sup>1</sup>	BNBGM <sup>1,4</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	31 716	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	32 248	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	33 432	724	32 708	2,9
1988	25 819	4,2	5 667	-33,9	31 486	66	31 420	-3,9

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2,7</sup>	NBGM <sup>1,3</sup>	Saisonfaktoren	SBNBGM <sup>1,5</sup>	Veränderung in % <sup>5</sup>
1989	26 438	2,4	3 487	-36,2	29 925	1,001	29 910	-1,9
1989 1. Q.	26 727	4,7	3 867	-48,5	30 594	1,011	30 261	-0,9 <sup>P</sup>
1989 2. Q.	26 309	3,1	3 601	-35,6	29 910	0,997	29 990	-2,1
1989 3. Q.	26 106	1,7	3 305	-36,7	29 411	0,986	29 819	-2,2
1989 4. Q.	26 609	0,1	3 176	-23,9	29 785	1,007	29 570	-2,4
1989 Juli	26 284	2,2	3 329	-42,3	29 673	0,993	29 822	-2,4
1989 Aug.	25 995	1,7	3 234	-36,9	29 229	0,981	29 795	-2,3
1989 Sept.	26 039	1,3	3 352	-30,8	29 391	0,985	29 839	-1,9
1989 Okt.	26 005	0,8	3 208	-25,6	29 213	0,983	29 718	-2,1
1989 Nov.	26 002	0,0	3 059	-23,8	29 067	0,986	29 474	-2,8
1989 Dez.	27 820	-0,4	3 262	-22,3	31 082	1,051	29 574	-2,4
1990 Jan.	26 793	-1,2	3 147	-19,2	29 940	1,012 <sup>P</sup>	29 585 <sup>P</sup>	0,3 <sup>P</sup>
1990 Feb.	25 846	-2,2	3 039	-19,5	28 885	0,998 <sup>P</sup>	29 236 <sup>P</sup>	-4,4 <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

weitere Verminderung der Nachfrage der Banken nach Giroguthaben und die Verschärfung des geldpolitischen Kurses der Nationalbank zurückzuführen. Angesichts der schwächeren Notierung des Schweizer Frankens gegenüber anderen europäischen Währungen, einschliesslich der D-Mark, straffte die Nationalbank im Dezember und zu Jahresbeginn ihre Geldpolitik. Die Geldmarktsätze gingen kräftig an.

Für das Jahr 1990 legte die Nationalbank ein Geldmengenziel von durchschnittlich 2% fest. Die auf Jahresbasis hochgerechnete Wachstumsrate der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber dem Stand im vierten Quartal 1989 betrug im Januar 0,3% und im Februar -4,4%. Der Rückgang im Februar ist vor allem auf eine Abnahme des Notenumlaufs, die grösstenteils eine

zufallsbedingte vorübergehende Schwankung sein dürfte, zurückzuführen. Durch die Hochrechnung auf Jahresbasis wirkt sich eine solche Abweichung zu Beginn des Jahres auf die Wachstumsrate sehr stark aus.

Das Wachstum und die Zusammensetzung der Geldaggregate  $M_1$  und  $M_2$  wurde vor allem vom ausserordentlich starken Anstieg der Geldmarktsätze beeinflusst, der zu massiven Umschichtungen von den Sicht- und Spareinlagen, aber auch von den Kapitalmarktanlagen zu den in  $M_2$  enthaltenen Kundenfestgeldern der Banken führte.

Im letzten Quartal 1988 lagen die Sichteinlagen bei den Banken um 4,7 Mrd. Franken unter dem Vorjahresstand, was einem Rückgang um 8,2% entsprach. Da zudem der Bargeldumlauf sta-

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
1989	-5,5	20,4	6,2
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 4. Q. <sup>2</sup>	-5,7	25,4	6,2
1989 Juni <sup>2</sup>	-6,5	23,8	6,6
1989 Juli <sup>2</sup>	-7,4	22,3	5,4
1989 August <sup>2</sup>	-5,7	23,3	5,7
1989 Sept. <sup>2</sup>	-5,1	24,1	6,0
1989 Okt. <sup>2</sup>	-6,8	25,5	6,1
1989 Nov. <sup>2</sup>	-6,5	26,0	6,2
1989 Dez. <sup>2</sup>	-3,9	24,8	6,3
1990 Jan. <sup>2</sup>	-6,3	23,2	5,1

<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsraten. 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)

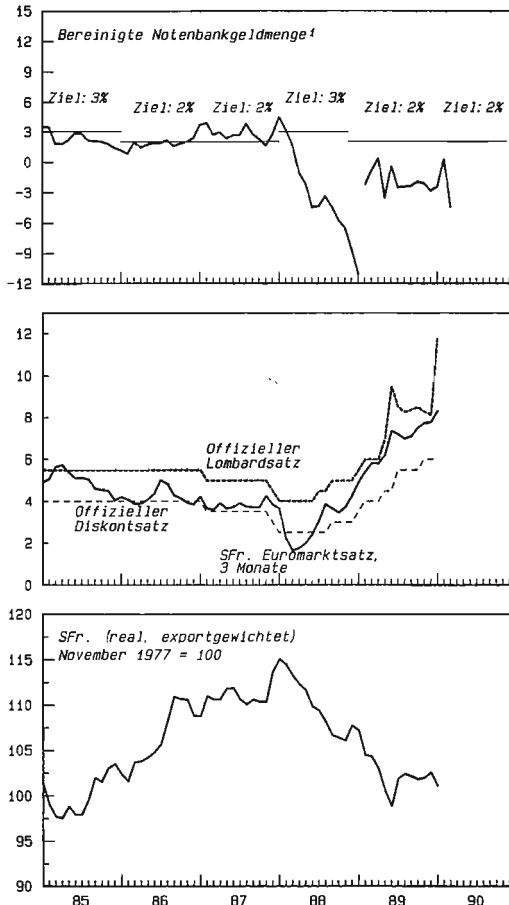
M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + Spareinlagen

gnierte, nahm die Geldmenge M<sub>1</sub> um 5,7% (3. Quartal 1989: -6,1%) ab. Trotz des massiven Rückgangs von M<sub>1</sub> erhöhte sich das Wachstum von M<sub>2</sub> im vierten Quartal 1989 auf 25,4% (3. Quartal 1989: 23,2%), da die Termineinlagen um 43,7 Mrd. Franken bzw. 61,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand lagen (3. Quartal 1989: +56,6%). Dazu trugen auch Umlagerungen von Spareinlagen bei, weil die Erhöhung der Sparzinssätze deutlich hinter dem Anstieg der Verzinsung konkurrierender Anlagen zurückblieb. Die Spareinlagen gingen im selben Zeitraum um 9,7% zurück (3. Quartal: -8,6%). Die Geldmenge M<sub>3</sub> wuchs mit 6,2% aber etwas stärker als im Vorquartal (3. Quartal: 5,7%).

### Geldmarkt

Zu Zinserhöhungen kam es insbesondere im Dezember, so dass am 14. Dezember 1989 die Nationalbank für den flexiblen Lombardsatz den Aufschlag auf den mittleren Tagesgeldsatz der

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

beiden Vortage von einem auf zwei Prozentpunkte erhöhte. Der Tagesgeldsatz, der bis Mitte November gesunken war, stieg im Dezember um rund 2 Prozentpunkte auf 8,9%. Er lag somit im

vierten Quartal bei durchschnittlich 7,4% (3. Quartal 1989: 7,0%). Im Januar 1990 betrug der Satz im Mittel 9,3%.

Am Euromarkt erhöhte sich die Verzinsung dreimonatiger Frankenanlagen von durchschnittlich 7,2% im dritten auf 7,9% im vierten Quartal und auf 9,5% im Februar 1990. Da die Eurodollarsätze leicht sanken, verminderte sich die Zinsdifferenz zwischen Dollar- und Frankenanlagen zusehends und kehrte sich Ende Jahr um. Im Februar 1990 lagen die entsprechenden Frankensätze um rund einen Prozentpunkt über den vergleichbaren Dollarsätzen, nachdem sie im entsprechenden Vorjahresmonat noch um durchschnittlich 3,8 Prozentpunkte darunter gelegen hatten. Die Frankensätze am Euromarkt überstiegen vor Jahresende auch die D-Mark-Sätze; im Februar 1990 betrug die Differenz im Mittel etwa einen Prozentpunkt.

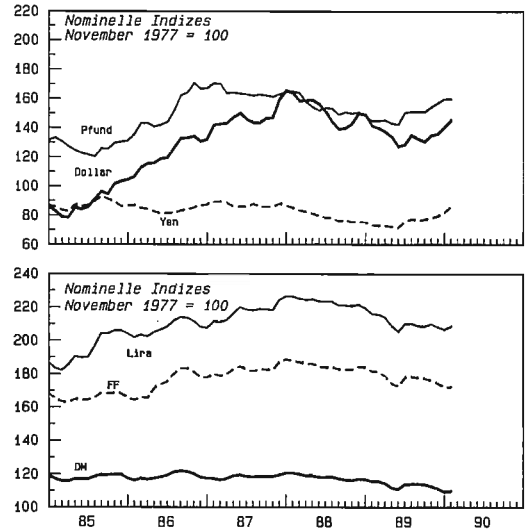
Die durchschnittlichen Zinssätze auf den Kundenfestgeldern bei den Grossbanken stiegen parallel zu den Eurofrankensätzen von 6,7% im dritten auf 7,5% im vierten Quartal und 9,0% im Februar 1990. Die Renditen neu emittierter eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen mit dreimonatiger Laufzeit erhöhten sich im vierten Quartal ebenfalls um rund 0,7 Prozentpunkt auf 7,4%. Die ersten drei Emissionen des laufenden Jahres ergaben eine mittlere Rendite von 8,8%.

### Devisenmarkt

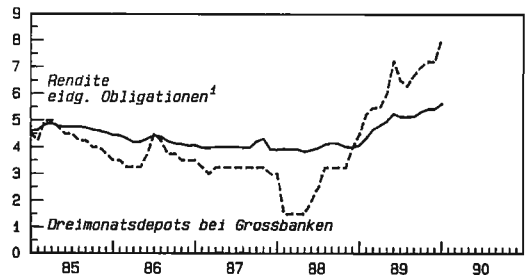
In den vier Monaten von November 1989 bis Februar 1990 entwickelte sich der Schweizer Franken gegenüber den Währungen der wichtigsten Industrieländer einheitlich. Während er sich gegenüber den Währungen des Europäischen Währungssystems leicht aufwertete (0,6–1,3%), gewann der Franken gegenüber dem britischen Pfund (4,2%), dem amerikanischen Dollar (9,8%) und dem japanischen Yen (13,3%) stark an Wert. Nachdem die D-Mark gegenüber dem Franken im Laufe des vierten Quartals 1989 auf über 91 Rappen gestiegen war, erholte sich der Franken infolge des starken Anstiegs der schweizerischen Geldmarktsätze deutlich.

Im Durchschnitt der Monate November 1989 bis

**Graphik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**



**Graphik 16: Zinssatzentwicklung**



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

Februar 1990 lag der Frankenkurs des amerikanischen Dollars bei Fr. 1.55 (Vorjahresperiode: Fr. 1.52), der Kurs der japanischen Währung bei Fr. 1.07 je 100 Yen (Fr. 1.21) und jener der D-Mark bei 89,1 Rappen (84,5 Rappen). Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode verlor der Franken somit gegenüber dem Dollar 2,0% und gegenüber der D-Mark 5,5% an Wert, während er gegenüber dem Yen um 11,5% höher bewertet wurde.

Ende Dezember intervenierte die Schweizerische Nationalbank am Devisenmarkt, um der Schwä-



che des Frankens entgegenzutreten. In den Monaten November 1989 bis Januar 1990 beteiligte sie sich auch an den Interventionen anderer Währungsbehörden. Sie verkaufte in diesem Zeitraum 590 Mio. Dollar.

Auf exportgewichteter Basis und um die Veränderung der Konsumentenpreise bereinigt, ging der Wert des Frankens im vierten Quartal 1989 gegenüber der Vorjahresperiode um 4,1% (3. Quartal: -4,7%) zurück. Der reale Frankenkurs sank dabei gegenüber der Lira (-8,6%) und dem Dollar (-7,8%) deutlich stärker als gegenüber der D-Mark (-4,5%).

### **Kapitalmarkt**

Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen (unter Berücksichtigung der vorzeitigen Kündbarkeit) stieg im Laufe des vierten Quartals 1989 von 5,4 auf 5,75% und erreichte Ende Februar 1990 knapp 6,5%. Sie lag damit um 1,7 Prozentpunkte höher als vor Jahresfrist. Da die Geldmarktsätze im selben Zeitraum doppelt so stark auf etwa 8<sup>1</sup>/<sub>2</sub> bis 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% stiegen, wurde die Zinsstruktur ausgeprägt invers.

Angesichts der kräftig steigenden Geldmarkt- und Kapitalmarktsätze wurde auch die Verzinsung neuer Kassenobligationen nach oben angepasst. Die Grossbanken erhöhten die Kassenobligationensätze im Laufe des letzten Quartals 1989 um etwa <sup>3</sup>/<sub>4</sub> Prozentpunkt auf 6,1%, wobei der Anstieg bei den kurzen Laufzeiten am grössten war. Bis zur Mitte des ersten Quartals 1990 wurden die Sätze weiter auf durchschnittlich 6,8% angehoben, wobei als häufigste Zinssätze 7% für dreijährige, 6<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% für vier- bis fünfjährige und 6<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% für sechs- bis achtjährige Laufzeiten geboten wurde.

Bei den Spar- und Hypothekarsätzen der Banken kam es nach den Satzerhöhungen vieler Banken zu Beginn des vierten Quartals bis Mitte Februar vereinzelt zu weiteren Satzerhöhungen. Für das zweite Quartal 1990 kündigten eine Reihe von Banken eine weitere Anhebung der Hypothekarzinsätze (insbesondere auf Althypotheken) sowie der Sparzinssätze an.

Die Emission von Obligationen und Aktien erreichte im vierten Quartal 1989 insgesamt 13,1 Mrd. Franken (4. Quartal 1988: 10,6 Mrd.). Davon entfielen 4,4 Mrd. Franken auf den Inlandbereich. Nach Abzug der Rückzahlungen von 1,7 Mrd. Franken betrug die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten 2,7 Mrd. Franken (4. Quartal 1988: 0,8 Mrd.).

### **Kapitalexport**

Die von der Nationalbank im vierten Quartal 1989 bewilligten Kapitalexporte betragen 11,1 Mrd. Franken. Sie lagen somit um 24% über dem Wert der entsprechenden Vorjahresperiode, in der der bewilligungspflichtige Kapitalexport einen Tiefstand erreicht hatte. Die Kredite nahmen dabei um 19% und die Anleihen um 25% zu. Die Anteile der Wandel- und Optionsanleihen am bewilligten Anleihensvolumen stiegen innert Jahresfrist von 22 auf 50% bzw. von 3 auf 9%. Der Anteil der gewöhnlichen (Straight-)Anleihen ging somit, trotz einer kurzen Wiederbelebung der Emissionstätigkeit im November, von 75 auf 41% zurück.

Die gesamten von der Schweizerischen Nationalbank im Jahre 1989 bewilligten Kapitalexporte betragen 42,4 Mrd. Franken. Sie lagen damit um 17% unter dem Vorjahresvolumen (1988: +8%). Während die Kredite nur geringfügig zurückgingen (-2%), nahmen die Anleihen um 21% von 40 Mrd. Franken auf 31,7 Mrd. Franken ab. Zudem wurden zwischen den verschiedenen Anleihens-kategorien bedeutende Veränderungen festgestellt. Die inverse Zinsstruktur sowie der Aufwärtstrend der Zinssätze bewirkten, dass die Emissionen herkömmlicher Anleihen gegenüber dem Vorjahr massiv, d. h. um 64%, zurückgingen. Dank der günstigen Bedingungen auf dem Aktienmarkt verdoppelte sich dagegen der Anteil der eigenkapitalbezogenen Anleihen am Emissionstotal auf 70%. Besonders die Wandelanleihen, bei denen die lebhaftige Entwicklung bereits 1988 eingesetzt hatte, vermochten dem Markt noch Impulse zu vermitteln. Mit einem Anstieg um 62% ergab sich in dieser Kategorie ein neues Rekordvolumen von 18 Mrd. Franken. Auch das Volumen der Optionsanleihen stieg 1989 mit 58% sehr kräftig; im Vorjahr hatte es allerdings um

**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	12 260,6	1 007,6	47 302,8
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
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
1989 4. Q.	8 745,0	2 139,6	174,1	11 058,7

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

48% abgenommen. Die Privatplatzierungen nahmen 1989 zu Lasten der zur öffentlichen Zeichnung aufgelegten Anleihen stark zu. Sie erreichten mit 23,6 Mrd. Franken einen neuen Höchststand, womit ihr Anteil am Emissionstotal auf 74% stieg. Dieser Anteil hatte in den Jahren von 1985 bis 1988 durchschnittlich etwas über 50% betragen.

Bei der Ländergruppenstruktur des bewilligungspflichtigen Kapitalexports verstärkte sich im Jahre 1989 die Dominanz Japans weiter. Die Hälfte des exportierten Kapitals war denn auch für japanische Anleihenschuldner bestimmt (1988: 31%), wobei diese Entwicklung weitgehend auf den aussergewöhnlichen Aufschwung der Wandelanleihen zurückzuführen ist, die zu 96% von japanischen Anleihenschuldnern begeben wurden. Die Quote der westeuropäischen Länder sank von 46% im Jahre 1988 auf 28% im Jahre 1989, während diejenigen Nordamerikas von 11% auf 7% abnahm. Der Anteil Osteuropas am schweizerischen Kapitalexport erhöhte sich von 3% im Jahre 1988 auf beinahe 8% im Jahre 1989. Auch die internationalen Entwicklungsorganisationen hatten 1989 mit knapp 5% eine höhere Quote als im Vorjahr (3%).

### **Bankbilanzen und Kredite**

Infolge Übernahme einer Sparkasse durch eine Grossbank verringerte sich die Stichprobenbasis der 70 monatlich meldenden Institute auf nunmehr 69<sup>1</sup>.

Die Bilanzsumme der 69 Banken lag Ende 1989 um 6,8% über dem Stand des Vorjahres; im vier-

ten Quartal stieg sie nur sehr schwach und nahm im Dezember gar um 8 Mrd. Franken auf 750 Mrd. ab.

Am Jahresende lagen die Finanzanlagen um 26,7% tiefer als ein Jahr zuvor. Ihr Anteil an der Bilanzsumme fiel auf ein Rekordtief von 11% (1988: 16%). Der Abbau konzentrierte sich auf das (Netto-)Interbankgeschäft (-84%), dessen Anteil an der Bilanzsumme nur noch knapp 1% erreichte. Ähnlich tiefe Werte konnten zum letzten Mal in der Hochzinsphase von 1980/1981 beobachtet werden. Alle anderen Unterpositionen (liquide Mittel, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) lagen über ihren entsprechenden Vorjahreswerten.

Der Rückgang der Finanzanlagen widerspiegelte die starke Ausweitung der Kredite, die nur teilweise mit Publikumsgeldern finanziert werden konnte. Ende Jahr lagen die Kredite insgesamt um 15,7% höher als vor Jahresfrist. Die Hypotheken stiegen in derselben Zeit um 12,6%. Auch die Jahresveränderungsrate der Baukredite blieb Ende November (die Dezemberwerte liegen noch nicht vor) mit 13,6% (Limiten) und 12,5% (Benützung) hoch. Die Benützungquote der Baukredite betrug über das ganze Jahr rund 42%.

Bei den Passiven zeigte sich im vierten Quartal ein ähnliches Bild wie während des ganzen Jahres. Der Jahreszuwachs an Publikumsgeldern blieb auch am Ende des Jahres mit 7% hinter der

<sup>1</sup> Bereits im dritten Quartal hatte sich die Erhebungsbasis infolge einer Fusion zweier Regionalbanken von 71 auf 70 verringert.

Nettokreditvergabe zurück. Augenfälligstes Merkmal blieb die zinsbedingte Umlagerung von den Kreditoren auf Sicht (-5,7%) und den Spar- und Depositenheften (-9,3%) zu den Kreditoren auf Zeit (+27,3%). Die inländischen, auf Schweizer Franken lautenden Kreditoren auf Zeit wiesen sogar einen um 57,4% höheren Bestand auf.

Der Abfluss der Spargelder fiel im vierten Quartal mit 413 Mio. geringer aus als im Vorquartal, was allerdings weitgehend auf die saisonbedingte Zunahme von 2 Mrd. im Dezember zurückzuführen ist. Die Bestände der Kassenobligationen und Obligationen erhöhten sich im Jahre 1989 um 7,4%.

Im Treuhandgeschäft – dem verrechnungssteuerfreien Festgeldgeschäft – wiesen die 69 Banken Ende 1989 um 34% höhere Bestände auf als ein Jahr zuvor. Die Aufteilung der Gelder auf Inland- und Auslandgeschäft bzw. auf Schweizer Franken und Fremdwährungen liess keine nennwerten Änderungen erkennen. So werden beinahe sämtliche Treuhandaktiven im Ausland erworben, von wo auch rund 70% der Passiven stammen. Die auf Schweizer Franken lautenden Treuhandgelder machten Ende Jahr gut einen Fünftel des Gesamtbestandes aus.

## Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 9 mars 1990<sup>1</sup>

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

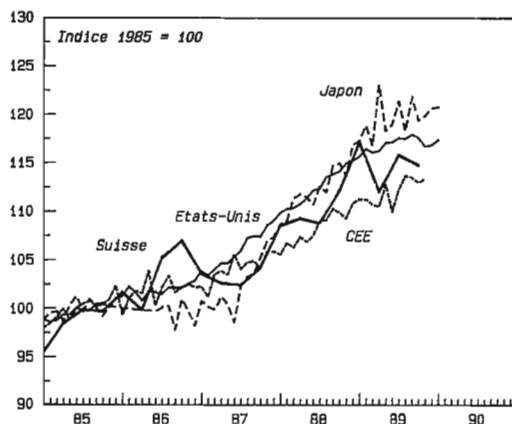
#### 1. Aperçu

##### *Evolution de la conjoncture*

Au quatrième trimestre de 1989, la conjoncture est restée bonne dans les pays industrialisés, mais les écarts entre les rythmes de croissance se sont creusés. La République fédérale d'Allemagne et le Japon ont enregistré les taux d'expansion les plus élevés. En Allemagne fédérale, la conjoncture a été stimulée notamment par le secteur de la construction, secteur qui a ressenti les effets de la vague d'immigrés en provenance des pays de l'Est. La demande intérieure a joué un rôle moteur au Japon également. Par contre, elle a perdu de son dynamisme aux Etats-Unis, ce qui explique en partie la faible croissance de l'économie américaine au quatrième trimestre; le ralentissement a été toutefois accentué par de grosses pertes de production dues au froid, à des grèves et au tremblement de terre en Californie. La conjoncture a faibli au Royaume-Uni également, mais est restée forte en France et en Italie. Ces deux pays ont bénéficié de la hausse vigoureuse des importations ouest-allemandes. L'économie suisse, dont la croissance a été de nouveau remarquable au quatrième trimestre, a elle aussi bénéficié de la forte demande allemande.

Les déséquilibres extérieurs des grands pays industrialisés ont diminué au quatrième trimestre. Les excédents des balances courantes de l'Allemagne fédérale et du Japon ont reculé à la suite d'importations accrues, et le déficit britannique s'est réduit grâce à un repli des importations et à une progression des exportations. Le solde pas-

**Graphique 1: Production industrielle**



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

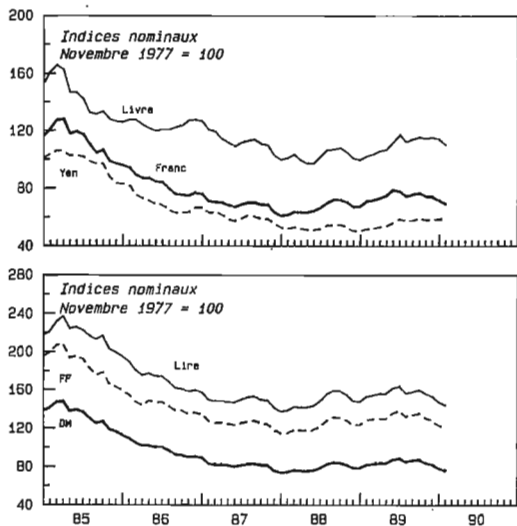
sif de la balance commerciale américaine est resté cependant inchangé.

En Europe, la vigueur de la croissance économique a permis une nouvelle augmentation de l'emploi et une légère résorption du chômage. Après correction des variations saisonnières, le taux de chômage a fléchi, en moyenne des pays de la CE, de 8,9% en août à 8,8% en novembre; un tel niveau n'avait plus été observé depuis 1982. Le chômage aurait diminué davantage sans l'arrivée massive de réfugiés est-européens qui ont accru le nombre des demandeurs d'emploi en République fédérale d'Allemagne. Le nombre des chômeurs a reculé au Royaume-Uni et dans quelques petits pays de la Communauté européenne, mais il est resté à un niveau élevé en France et a augmenté, vers la fin de l'année, en Italie. Le taux de chômage a marqué une hausse aux Etats-Unis, alors qu'il s'est maintenu à son bas niveau au Japon.

En décembre, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait en moyenne à 5,9% dans les pays de

<sup>1</sup> Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de novembre 1989 et de janvier 1990.

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



l'OCDE. Il était donc légèrement inférieur au niveau observé le mois précédent. Mais les craintes d'une accélération de l'inflation ont augmenté à la suite des fortes hausses de salaires au Royaume-Uni, en France et dans d'autres pays. Au Japon et en République fédérale d'Allemagne, elles ont été attisées par la vigueur de la conjoncture et par le projet de création d'une union monétaire entre les deux Allemagne. Dans la zone de l'OCDE, le taux moyen d'inflation a passé de 4,8% en 1988 à 6% en 1989.

### **Politique économique**

Au quatrième trimestre, la plupart des pays industrialisés européens et le Japon ont resserré davantage les rênes monétaires, ce qui a entraîné une nouvelle hausse des taux d'intérêt à court terme. En décembre, les banques centrales française et japonaise ont relevé leurs taux directeurs pour juguler le danger inflationniste croissant et lutter contre l'affaiblissement de leur monnaie face au mark allemand ou au dollar. Aux Etats-Unis toutefois, la politique monétaire a été légèrement assouplie et les rémunérations à court terme ont fléchi.

Au premier trimestre de 1990, les gouvernements japonais et américain ont publié leurs projets de budget pour le prochain exercice. Le budget japonais pour l'exercice 1990 prévoit une vigoureuse croissance des dépenses publiques et une augmentation plus forte encore des recettes; le déficit public devrait ainsi être inférieur à celui de l'exercice en cours. Il représentera 1,3% du produit national brut, contre 1,7% actuellement. Dans son premier projet de budget pour l'exercice fiscal 1991, le gouvernement américain est parvenu à une importante réduction du déficit public, pour se conformer à la loi Gramm-Rudman. Si ce projet est respecté, le déficit de l'Etat fédéral passera d'environ 1,9% du produit national brut pour l'exercice 1990 à 1,7%.

### **Marchés des changes**

Durant les mois de novembre 1989 à février 1990, le raffermissement du mark allemand a été le fait saillant sur les marchés des changes. Le mark s'est apprécié par rapport à la plupart des monnaies importantes qui ne participent pas au Système monétaire européen (SME). Sa hausse a atteint 9% face au dollar des Etats-Unis, 12,5% face au yen japonais et 3,2% face à la livre sterling. Vis-à-vis du franc suisse, le mark n'a quasiment pas varié (- 0,7%). La fermeté du mark allemand a provoqué, en décembre, quelques légères tensions au sein du SME. Pour soutenir sa monnaie, la Banque de France a porté, à la mi-décembre, de 9,5% à 10% le taux de ses interventions sur appel d'offres.

Le dollar a faibli vis-à-vis de toutes les monnaies importantes, à l'exception du yen japonais. Sa dépréciation la plus forte a été enregistrée face au mark allemand, et la plus faible (5,8%), face à la livre sterling. La monnaie américaine a perdu 9,8% par rapport au franc suisse, mais gagné 3,5% vis-à-vis du yen japonais.

En moyenne des mois de novembre 1989 à février 1990, le dollar était, par rapport aux monnaies du SME, inférieur entre 1,3% et 1,8% aux niveaux observés un an auparavant. En revanche, il s'est revalorisé vis-à-vis du yen japonais, de la livre sterling et du franc suisse. Sa hausse face au yen a atteint 15,3%.

Au quatrième trimestre, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, dépassait de 3,6%, en termes nominaux, et de 3,4%, en termes réels, ses niveaux de la même période de 1988. En données pondérées toujours, le cours du yen a fléchi de 12,9% en termes nominaux (14,4% en termes réels) et celui du franc suisse de 3,8% (4,1%), mais le cours du mark a augmenté de 1,9% (-0,1%). Le 6 janvier 1990, l'Italie a renoncé à la marge de fluctuation de  $\pm 6\%$ , dont la lire disposait au sein du SME. Par conséquent, la marge de fluctuation est de  $\pm 2,25\%$  pour toutes les monnaies participant au mécanisme de stabilisation des changes, à l'exception de la peseta espagnole qui conserve la marge de  $\pm 6\%$ . Le même jour, tous les pays du SME ont approuvé une dévaluation de 3,7% des cours-pivots de la lire.

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

En février 1990, après plusieurs mois de négociations, le Mexique a conclu avec ses banques créancières un accord portant sur un ensemble de mesures destinées à alléger le fardeau de sa dette. Cet accord est considéré comme un test pour la stratégie de lutte contre l'endettement que M. Nicholas Brady, secrétaire au Trésor des Etats-Unis, a lancée il y a un an. Les banques avaient le choix entre renoncer à une partie de leurs créances, accepter une diminution du service de la dette ou octroyer de nouveaux prêts. 41% d'entre elles ont accepté de convertir leurs créances, avec une sensible décote, en obligations de l'Etat mexicain, 49% ont préféré une réduction des intérêts et 10% ont choisi d'accorder de nouveaux prêts. Les banques disposées à réduire leurs créances ou à octroyer de nouveaux crédits ayant été moins nombreuses que prévu, les fonds mis à disposition par le Fonds monétaire international (FMI), la Banque mondiale, le Japon et le Mexique pour garantir le capital n'ont pas atteint un volume suffisant. Le Mexique a par conséquent acquis, à un prix légèrement inférieur à celui du marché, des obligations supplémentaires, à coupon zéro, du Trésor américain. Cet accord de rééchelonnement devrait diminuer de 2 milliards de dollars par an les intérêts à payer par le Mexique. Le poids total de la dette mexicaine est resté toutefois inchangé, le léger recul des

engagements envers les banques ayant été compensée par l'augmentation de l'endettement envers le FMI et la Banque mondiale.

Au quatrième trimestre, un processus de profonds bouleversements politiques et économiques s'est mis en marche dans les pays de l'Europe de l'Est. Etant donné la sévérité de la crise économique et le mécontentement croissant de la population, de vastes réformes économiques ont été lancées. Pour faciliter ce processus d'adaptation, de nombreux pays industrialisés occidentaux ont promis des aides.

La Pologne a été le premier pays d'Europe de l'Est à bénéficier de l'aide occidentale; elle doit faire face à des problèmes économiques, intérieurs et extérieurs, particulièrement difficiles. A la fin de 1989, la dette extérieure de la Pologne atteignait 42 milliards de dollars, soit 540% des exportations de marchandises du pays, et le taux annuel d'inflation s'élevait à près de 900%. En décembre, la Pologne a conclu un accord avec le FMI, accord qui porte sur un vaste programme d'assainissement économique et sur un crédit stand-by de 715 millions de dollars. Des mesures d'austérité – suppression de subventions à l'industrie et encadrement du crédit notamment – sont entrées en vigueur au début de 1990. Le cours du zloty a été aussi partiellement libéré à ce moment-là. Pour consolider la monnaie polonaise, plusieurs pays – dont la Suisse – ont créé un fonds commun de stabilisation d'un milliard de dollars. Il sera à la disposition de la Pologne pendant un an au moins. La contribution de la Suisse, que la Confédération a prise en charge, est de 30 millions de dollars. En décembre, les pays industrialisés ont également accordé à la Pologne, par le truchement de la Banque des Règlements Internationaux, un crédit relais de 500 millions de dollars. Ce crédit est destiné à couvrir des besoins financiers jusqu'au versement des tranches de crédit du FMI. La Banque nationale suisse a fourni une promesse de substitution de 7,5 millions de dollars; pour sa participation, elle a reçu une garantie de la Confédération.

## 2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

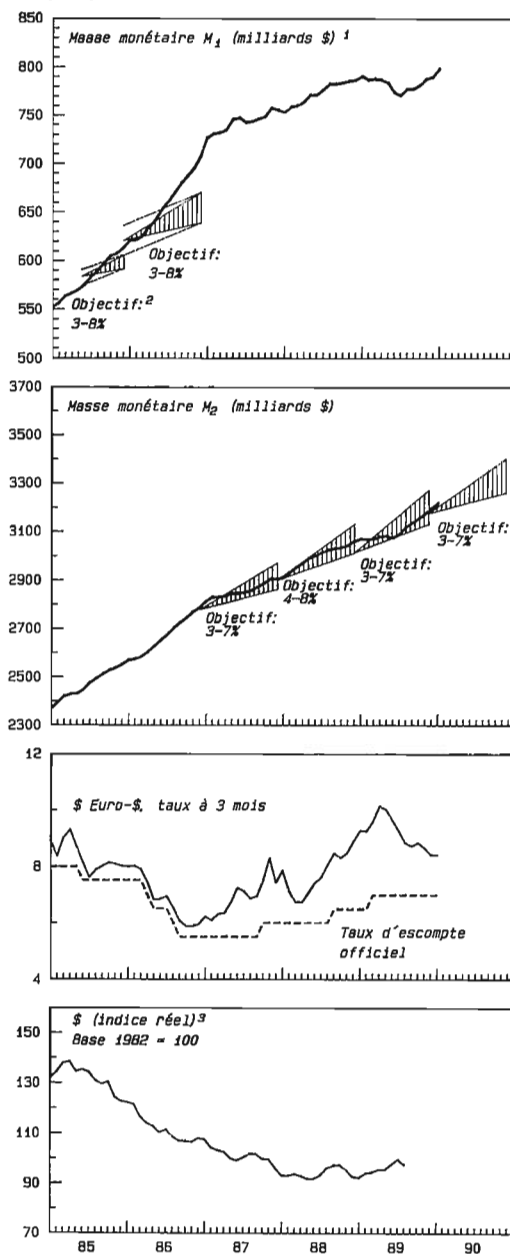
### Etats-Unis

Au quatrième trimestre de 1989, l'économie américaine a enregistré sa plus faible croissance depuis le deuxième trimestre de 1986. Le produit national brut réel n'a progressé que de 0,9% en taux annualisé, contre 3% au troisième trimestre. Des facteurs exceptionnels ont vraisemblablement accentué l'affaiblissement de la conjoncture durant les derniers mois de l'année. En 1989, le produit national brut réel a augmenté de 3%, contre 4,4% l'année précédente.

Le ralentissement de la croissance, au quatrième trimestre, s'explique principalement par la baisse massive des ventes de voitures; aussi les dépenses consacrées aux biens de consommation durables ont-elles fléchi de 14,2%, en taux annualisé, du troisième au quatrième trimestre. Cette baisse est due en partie au fait que nombre de consommateurs ont préféré avancer leurs achats au troisième trimestre pour profiter des rabais importants accordés par les constructeurs d'automobiles. Après avoir progressé de 5,6%, en taux annualisé, entre les mois de juillet et de septembre, la consommation privée a stagné durant le dernier trimestre de 1989. Outre la consommation privée, les investissements ont aussi contribué au ralentissement de l'expansion du produit national brut. Les investissements des entreprises ont diminué de 6,4% en termes réels, alors qu'ils avaient progressé de 5,2% au troisième trimestre. Ce recul a également résulté en partie de facteurs exceptionnels. En effet, la grève chez le constructeur d'avions Boeing et le tremblement de terre en Californie ont entraîné une baisse de la production de biens d'investissement. Les dépenses consacrées à la construction de logements ont stagné (-0,6%), après avoir fléchi nettement de janvier à fin septembre. Alors que la croissance des exportations a passé de 3,9% au troisième trimestre à 8,6% au quatrième, celle des importations a fléchi de 7,4% à 2%.

La faiblesse de la croissance s'est également reflétée dans l'évolution de la production industrielle, puisque cette dernière a stagné au niveau des trois mois précédents. Le taux d'utilisation

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)

des capacités de production a diminué de 83,6% à 83,1% dans l'industrie. L'emploi a augmenté, en moyenne mensuelle, de 152 000 personnes, contre 160 000 au troisième trimestre; dans l'industrie manufacturière, il a par contre diminué nettement. Quant au taux de chômage, il a progressé légèrement, passant de 5,2% à 5,3%.

Le déficit de la balance commerciale américaine a cessé de s'alourdir au quatrième trimestre. Il s'est maintenu au niveau du trimestre précédent, soit à 27,8 milliards de dollars. En 1989, le solde passif de la balance commerciale a donc atteint 108,6 milliards de dollars, contre 118,5 milliards de dollars en 1988.

Le renchérissement n'a guère varié au quatrième trimestre. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, il dépassait de 4,7% le niveau enregistré un an auparavant, contre 4,6% au troisième trimestre. En moyenne, le taux d'inflation a été de 4,6% en 1989, contre 4,1% en 1988; un tel niveau n'avait jamais été atteint depuis 1981.

Le gouvernement américain a soumis au Congrès son projet de budget pour l'exercice 1991, qui commencera en octobre prochain. Le déficit a été ramené à 63,1 milliards de dollars, de telle sorte qu'il représente environ la moitié de celui de l'année budgétaire en cours. Une diminution de cette ampleur ne pourra être obtenue sans un nouvel essor de la conjoncture et sans un recul de 5%, actuellement, à 3% de la croissance des dépenses publiques. Aucune coupe sombre dans les dépenses ni aucune hausse importante d'impôts n'ont été prévues. Les dépenses militaires devraient toutefois donner lieu à des controverses; au Congrès, plusieurs groupes voudraient bien les réduire fortement, en raison des événements qui sont survenus en Europe de l'Est.

Au quatrième trimestre, le Système de Réserve Fédérale a assoupli légèrement le degré de rigueur de sa politique monétaire; le taux des fonds fédéraux a donc poursuivi son repli. Durant les trois derniers mois de 1989, ce taux interbancaire – un indicateur important pour la conduite de la politique monétaire – s'est inscrit en moyenne à 8,6%, contre 9,1% au trimestre précédent. Par contre, le rendement des titres à long

terme n'a presque plus diminué. Après avoir atteint 8,2% au troisième trimestre, le rendement des emprunts fédéraux à long terme a reculé à 8% en moyenne entre les mois d'octobre et de décembre 1989; en janvier 1990, il s'élevait de nouveau à 8,2%. Par rapport au quatrième trimestre de 1988, les agrégats  $M_2$  et  $M_3$  ont augmenté respectivement de 4,6% et de 3,3%.  $M_2$  a évolué ainsi au centre du corridor choisi comme objectif, et  $M_3$ , à peine au-dessous de la fourchette adoptée pour cet agrégat. En 1990, le Système de Réserve Fédérale envisage de maintenir entre 3 et 7% la croissance de  $M_2$  et de réduire de 1% la fourchette de  $M_3$  pour la fixer entre 2,5 et 6,5%.

### *Japon*

Au Japon, le produit national brut réel a progressé dans une mesure particulièrement vigoureuse durant le troisième trimestre de 1989; au deuxième, il avait diminué légèrement. Selon des estimations provisoires, il a augmenté de 2,9% du deuxième au troisième trimestre, ce qui correspond à un rythme de croissance de 12,2% en taux annualisé (deuxième trimestre: – 3,1%). Ces fluctuations prononcées sont dues essentiellement à l'évolution de la consommation privée. Les consommateurs avaient préféré effectuer une grande partie de leurs achats au début de l'année, étant donné l'introduction prochaine de la TVA. Au deuxième trimestre, la consommation privée a reculé du fait de l'entrée en vigueur de cet impôt; par la suite, elle s'est redressée pour augmenter de nouveau au troisième trimestre. Les investissements des entreprises et les exportations, qui ont progressé, en taux annualisé, de 30% et de 25% du deuxième au troisième trimestre, ont aussi contribué à cette expansion.

L'essor conjoncturel a continué durant les derniers mois de l'année 1989. Bien que la croissance de la production industrielle n'ait pas été aussi vigoureuse qu'au premier semestre, les investissements des entreprises sont restés soutenus. D'après une enquête de l'EPA, l'office de planification économique, les grandes entreprises devraient accroître de 21% leurs investissements en biens d'équipement et en constructions durant



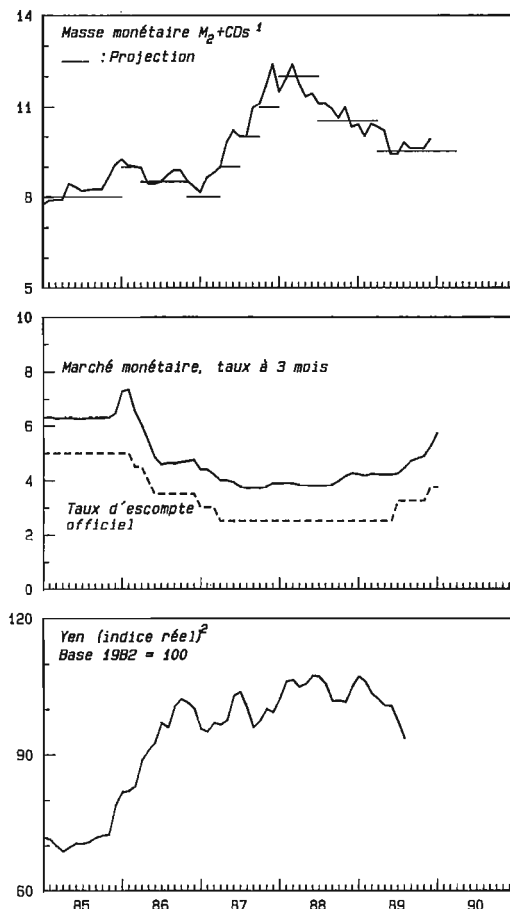
l'exercice budgétaire en cours. En septembre, le nombre des personnes occupées dépassait de près de 2% celui du mois correspondant de l'année précédente; le taux de chômage est resté inchangé à 2,2% au dernier trimestre de 1989.

Amorcée au printemps de 1989, la diminution de l'excédent de la balance commerciale s'est accélérée au quatrième trimestre. En données corrigées des variations saisonnières, cet excédent a totalisé 14,2 milliards de dollars, montant qui est inférieur de plus de 40% au chiffre du quatrième trimestre de 1988. Cette évolution est due à un effet de prix et de quantité. La hausse des prix pétroliers a renchéri les importations d'or noir, alors que la dépréciation du yen face au dollar réduisait les recettes tirées des exportations. En outre, la croissance du volume des exportations a faibli en raison, d'une part, du transfert à l'étranger de certaines usines et, d'autre part, de la baisse des livraisons à la République populaire de Chine et à l'Union soviétique. En 1989, la balance commerciale a dégagé un solde actif de 77 milliards de dollars, soit un montant de près de 20% inférieur à celui de 1988. L'excédent des échanges commerciaux avec les Etats-Unis ne s'est toutefois guère modifié, puisqu'il a atteint 45 milliards de dollars, contre 48 milliards en 1988. Quant au solde actif de la balance courante, il a passé de 13,6 milliards de dollars au troisième trimestre à 8,9 milliards de dollars au quatrième. En 1989, il a totalisé 57 milliards de dollars, contre près de 80 milliards en 1988.

Le renchérissement n'a guère varié au quatrième trimestre. En l'espace d'une année, les prix à la consommation ont augmenté de 2,6%, contre 2,7% au troisième trimestre.

A fin décembre, le gouvernement japonais a présenté son projet de budget pour l'exercice 1990, qui commencera le 1er avril. Le déficit public qui est visé s'élève à 5 630 milliards de yens, ou à 1,3% du produit national brut. Il est donc de 1 500 milliards de yens inférieur à celui de l'exercice en cours. Les dépenses publiques courantes (sans le service de la dette ni les transferts aux gouvernements des provinces) devraient progresser de 3,9%. Comme une croissance vigoureuse (13,7%) des rentrées fiscales est escomptée, le compte financier courant sera vrai-

**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)

semblablement équilibré pour la première fois depuis seize ans.

Au quatrième trimestre, la Banque du Japon a resserré les rênes de sa politique monétaire en raison des dangers inflationnistes. Les signes d'une accélération de l'inflation se sont en effet multipliés du fait de la faiblesse marquée du yen, de la hausse des prix pétroliers, de tensions sur le marché du travail et de la vive croissance de la monnaie centrale vers la fin de l'année. Aussi l'institut d'émission japonais a-t-il relevé les taux

à court terme qu'il contrôle directement. A fin décembre, il a en outre porté de 3 3/4% à 4 1/4% le taux officiel de l'escompte. Le taux des dépôts à trois mois ("Gensaki") a passé de 4,88% en septembre à 6,04% en janvier. Au quatrième trimestre, la masse monétaire  $M_2 + CD$  a progressé de 10,1%. La projection est maintenue entre 9 et 10% pour les trois premiers mois de 1990.

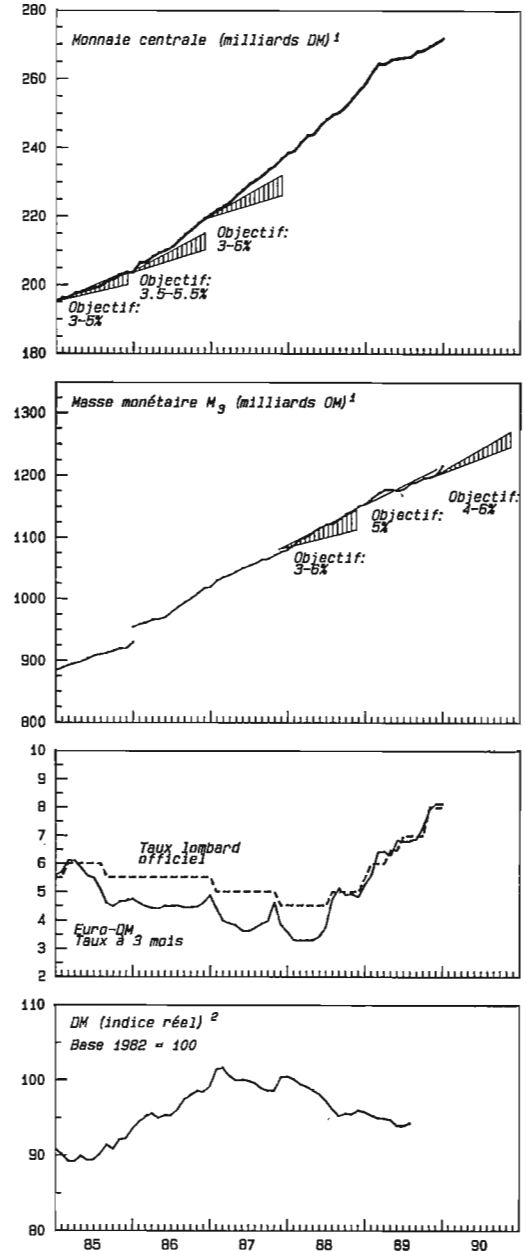
### République fédérale d'Allemagne

Le vigoureux essor de l'économie allemande a continué au second semestre de 1989. Les exportations et les investissements en sont restés les principaux soutiens. En outre, la consommation privée et la construction ont progressé à un rythme plus rapide durant les derniers mois de l'année. En 1989, la croissance de l'économie allemande a atteint 4% en termes réels et selon des estimations provisoires; un taux aussi élevé n'avait plus été observé depuis dix ans.

Au troisième trimestre de 1989, le produit national brut réel dépassait de 3,3% son niveau de la période correspondante de 1988; sa croissance avait été de près de 5% au deuxième trimestre. Comme aux trimestres précédents, les exportations et les investissements en biens d'équipement ont contribué dans la plus forte mesure à l'expansion, car leurs taux annuels de croissance se sont élevés, en termes réels, à 9% (deuxième trimestre: 14%) et à 7,2% (15,1%). Quant aux investissements en constructions et à la consommation privée, ils ont augmenté, en termes réels, de 2,5% et de 1,1% en l'espace d'une année.

Les derniers mois de 1989 ont été caractérisés par une vague exceptionnellement forte d'immigration d'Europe de l'Est, notamment de la RDA. Le nombre des réfugiés a atteint un record en 1989, puisqu'il s'est élevé à 720 000 personnes, en chiffre rond. Il correspond à une augmentation de plus d'un pour-cent de la population totale. Cet afflux a donné de nouvelles impulsions à la construction en particulier. Dans ce secteur, la production a haussé, en octobre et en novembre 1989, de 7,5% par rapport aux deux mois précédents. De son côté, la consommation privée a été stimulée par les nombreux visiteurs en provenance de la RDA. Au dernier trimestre de 1989, le

Graphique 5: République fédérale d'Allemagne



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

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

produit national brut réel a progressé de 3,7% en l'espace d'une année.

La vigueur de la demande intérieure a entraîné une forte hausse des importations au quatrième trimestre de 1989. Par rapport aux trois derniers mois de 1988 et en termes nominaux, celles-ci ont augmenté de 11,5%, et les exportations, de 4,5%. Aussi l'excédent de la balance commerciale a-t-il reculé fortement, passant de 36,3 milliards de marks au troisième trimestre à 29 milliards au quatrième. Le solde actif de la balance courante a diminué de 26,9 milliards à 17,9 milliards durant le même laps de temps. En 1989, la balance commerciale a dégagé toutefois un excédent record de 134,7 milliards de marks (1988: 128 milliards), les exportations à destination de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni et de l'Espagne ayant progressé à un rythme particulièrement rapide. De 1988 à 1989, le solde actif de la balance courante a augmenté de 85,3 milliards de marks à 99,1 milliards, en raison de l'excédent accru du commerce extérieur et de la hausse des revenus tirés des placements à l'étranger.

L'emploi a encore progressé au quatrième trimestre. En effet, le nombre des personnes occupées a augmenté de 360 000 en l'espace d'une année. Le recul du chômage, qui s'était amorcé en été 1988, s'est interrompu vers la fin de l'année, du fait de facteurs saisonniers défavorables et de l'afflux de main-d'oeuvre provenant de l'Europe de l'Est. Au quatrième trimestre, le taux de chômage est resté inchangé à 7,8% en moyenne; un an auparavant, il était encore de 8,5%.

En 1989, le déficit public est tombé à son niveau le plus bas depuis quinze ans. Selon des estimations provisoires, il n'a totalisé que 19,2 milliards de marks, soit un montant inférieur de 8,6 milliards à ce qui figurait au budget. En 1988, les comptes de l'Etat fédéral avaient dégagé un solde passif de 35,3 milliards de marks. La nette amélioration des finances publiques s'explique surtout par la croissance notablement plus forte que prévu des recettes fiscales.

Le taux de renchérissement a atteint 3% au dernier trimestre de 1989. Il s'est donc élevé à 2,8% en moyenne annuelle, contre 1,3% en 1988. Cette accélération est due essentiellement au re-

lèvement du début de 1989 des impôts indirects, à la faiblesse du mark durant le premier semestre et au renchérissement du pétrole.

Au quatrième trimestre, la Banque fédérale d'Allemagne a encore resserré un peu les rênes de sa politique monétaire. Après avoir relevé, le 5 octobre, d'un point chacun ses taux directeurs, elle s'est montrée très réservée dans l'approvisionnement des banques en liquidités. L'institut d'émission allemand a agi ainsi pour maintenir la masse monétaire  $M_3$  sur le sentier de croissance visé. Cet agrégat dépassait de 4,7% en moyenne son niveau du quatrième trimestre de 1988: son expansion correspond assez exactement à l'objectif monétaire de "quelque 5%" fixé pour 1989. La Banque fédérale est donc parvenue à ses fins, après avoir dû enregistrer des dépassements d'objectif ces trois dernières années. Le 14 décembre 1989, le Conseil de la Banque fédérale a fixé le nouvel objectif monétaire. Pour la période allant du quatrième trimestre de 1989 au trimestre correspondant de 1990, il envisage une croissance de 4 à 6% de la masse monétaire  $M_3$ . En adoptant cette fourchette, les autorités monétaires entendent tenir compte des incertitudes actuelles sans renoncer à la politique de stabilité des prix. Elles estiment que l'objectif médian de 5% devrait ramener l'inflation à 2% à moyen terme; pour corroborer leur hypothèse, elles se fondent sur le fait que la tendance à la baisse de la vitesse de circulation de la monnaie permet d'accroître  $M_3$  d'un demi-point sans attiser l'inflation et que les capacités de production augmentent d'environ 2 1/2% chaque année en République fédérale.

Parallèlement au resserrement de la politique monétaire, le niveau des taux d'intérêt allemands a continué de s'élever au quatrième trimestre. La Banque fédérale a relevé les taux auxquels elle conclut ses opérations d'open market (prise en pension de papiers-valeurs) et, partant, approvisionne les banques en liquidités. Les rémunérations se sont donc accrues sur le marché monétaire, le taux des dépôts à trois mois passant de 7,36% en septembre à 8,05% en décembre. Sur le marché des capitaux, les rendements ont augmenté nettement, car les bouleversements en Europe de l'Est ont fait naître l'espoir d'une accélération de la croissance économique en Républi-

que fédérale. En février 1990, une certaine inquiétude a gagné les investisseurs en raison de la rapidité avec laquelle se sont succédé maints événements liés à l'unification allemande, notamment les discussions au sujet d'une prochaine union monétaire entre la RFA et la RDA. Il en a résulté un nouveau tassement sensible des cours sur le marché des obligations.

### **Royaume-Uni**

La croissance économique a encore faibli au Royaume-Uni. Au troisième trimestre de 1989, le produit intérieur brut a augmenté de 2,1%, en taux annualisé, par rapport au trimestre précédent et de 1,9% par rapport à la période correspondante de 1988. La consommation privée et les investissements ont stagné en termes réels entre le deuxième et le troisième trimestre; par rapport au troisième trimestre de 1988, la première a augmenté de 3,8%, et les seconds, de 3,6%. Un an auparavant, la croissance de la consommation avait atteint 6,5%, et celle des investissements, 14,9%. La construction a subi de plein fouet les effets du resserrement de la politique monétaire. Du troisième trimestre de 1988 à la même période de 1989, les investissements privés ont fléchi de 6,1%, en termes réels, dans la construction de logements, et les entrées de commandes de ce secteur, de 33%. Les investissements en biens d'équipement (8,1%) et les exportations réelles de biens et de services ont été les principaux moteurs de la conjoncture. Au troisième trimestre, les ventes à l'étranger dépassaient de 9,2%, en taux annualisé, celles du trimestre précédent et de 4,7%, celles de la période correspondante de 1988.

Selon des estimations provisoires, le produit intérieur brut réel a progressé, au quatrième trimestre, de 2,1% par rapport à la période correspondante de 1988. Les indicateurs disponibles montrent que la demande intérieure a de nouveau augmenté à un rythme plus lent. Le chiffre d'affaires du commerce de détail n'a progressé, en termes réels, que de 0,8% en l'espace d'un an, le nombre des mises en chantier a fléchi de 42% en novembre, et les importations réelles de marchandises, qui ont reculé de 16%, en taux annualisé, par rapport au troisième trimestre, dépassaient

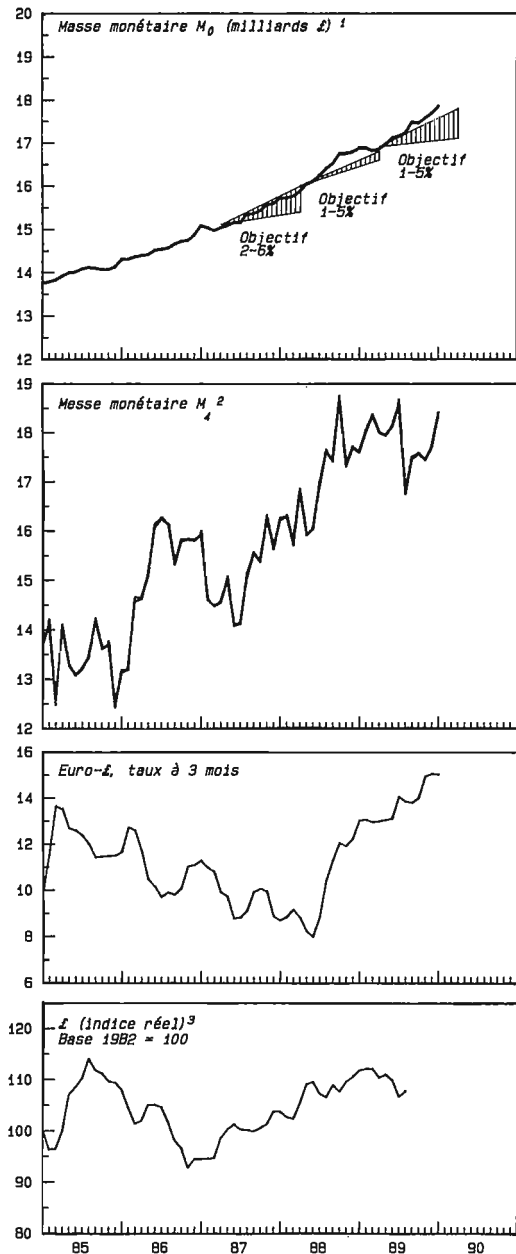
de 3,5% seulement celles des trois derniers mois de 1988. En revanche, les exportations de marchandises (sans le pétrole) se sont accrues dans une mesure particulièrement vigoureuse, puisque leur croissance a atteint 16% par rapport au troisième trimestre. En dépit des fortes impulsions émanant de l'étranger à la suite de la baisse de la livre, la production de l'industrie manufacturière ne s'est élevée que de 1% en taux annualisé du troisième au quatrième trimestre; par conséquent, la croissance annuelle de celle-ci s'est inscrite à 3,1%.

La vive progression des exportations et la baisse des importations ont entraîné, au quatrième trimestre, une réduction prononcée du déficit de la balance commerciale britannique. Comme l'excédent de la balance des services est resté inchangé à 300 millions de livres selon des estimations, le déficit de la balance des transactions courantes a passé de 6,5 milliards de livres à 4,2 milliards du troisième au quatrième trimestre. Un niveau aussi bas n'avait plus été observé depuis le troisième trimestre de 1988. En 1989, le solde passif de la balance courante a toutefois augmenté de 30% pour atteindre 20,3 milliards de livres.

Au quatrième trimestre, le taux de chômage a reculé à 5,6% en moyenne. Le manque, parfois aigu, de personnel qualifié a entraîné une forte hausse des salaires au second semestre, alors que la croissance de la productivité faiblissait. Au troisième trimestre de 1989, les coûts unitaires du travail ont donc progressé de 5,5% par rapport à la période correspondante de 1988; leur croissance s'était établie à 1,4% en 1987 et à 2,9% en 1988. Cette augmentation des coûts a renforcé les craintes des marchés financiers quant à une accélération de l'inflation. Or le taux d'inflation n'a presque pas varié au quatrième trimestre; en moyenne, il s'inscrivait à 7,6%, contre 7,7% au trimestre précédent. Mesurée à l'indice des prix à la consommation (abstraction faite des taux hypothécaires), elle a toutefois passé de 5,8% à 6,1%.

Le nouveau Chancelier de l'Echiquier, qui est entré en fonction à fin octobre 1989, a souligné que la lutte contre l'inflation demeure prioritaire. La politique monétaire est donc restée restrictive au

Graphique 6: Royaume-Uni



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

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

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

quatrième trimestre. Le taux de base – taux qui est appliqué par les banques commerciales aux débiteurs de premier ordre – s'est encore inscrit à son niveau le plus élevé depuis huit ans, soit à 15%. La forte progression des salaires a amené la Banque d'Angleterre à ne pas relâcher les rênes de sa politique monétaire, malgré le net ralentissement de la conjoncture.

Le nouveau Chancelier a apporté certaines modifications à la politique des cours de change. L'évolution du cours de la livre restera néanmoins un important indicateur de la politique monétaire. Par contre, un objectif de change bien déterminé ne sera plus visé. Quant à la politique du "full funding", introduite par le prédécesseur de l'actuel Chancelier, elle sera poursuivie. La Banque d'Angleterre continuera donc de ne pas neutraliser automatiquement, par des achats de titres d'emprunts d'Etat à long terme ("gilts"), les interventions sur les marchés des changes en vue de soutenir la livre ou les resserrements de liquidités découlant des excédents budgétaires.

Au quatrième trimestre, la masse monétaire  $M_4$ , qui englobe tous les fonds d'épargne déposés dans les banques et les "building societies", dépassait de 17,6% son niveau de la période correspondante de 1988; au trimestre précédent, sa croissance était de 17,2%. La base monétaire ( $M_0$ ), qui sert d'important indicateur conjoncturel, a également enregistré une légère accélération de sa croissance. Cette dernière a atteint 5,6% au quatrième trimestre; ainsi, elle s'est inscrite au-dessus de la fourchette choisie comme objectif (1 à 5%) pour l'exercice budgétaire 1989.

## France

En France, la bonne conjoncture a persisté au second semestre de 1989. La hausse de l'emploi et des revenus à disposition des ménages a stimulé la consommation privée. La propension à investir a aussi été dynamique. Par contre, la demande étrangère a faibli du fait du ralentissement de la conjoncture chez certains partenaires commerciaux importants de la France, notamment en Grande-Bretagne. En 1989, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,5%, comme en 1988.

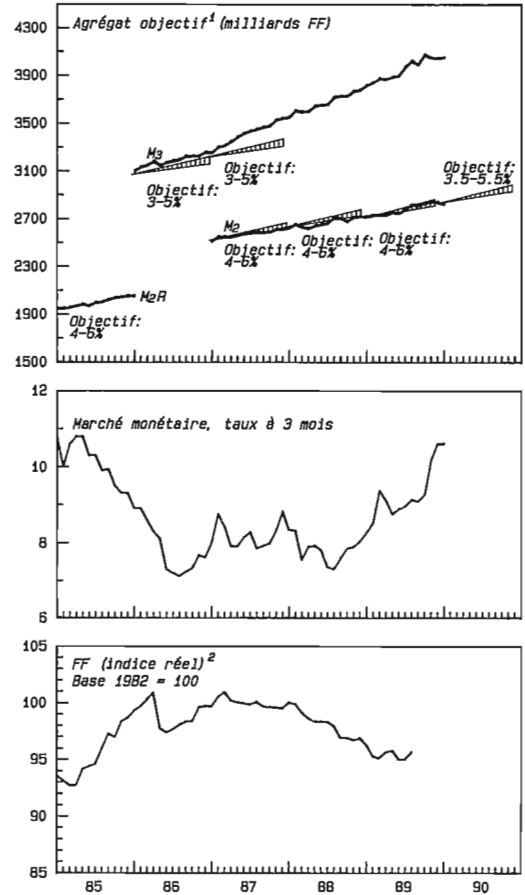
Au troisième trimestre de 1989, le produit intérieur brut réel a progressé de 2% – en taux annualisé et selon des estimations provisoires – par rapport au trimestre précédent et de 2,9% par rapport à la période correspondante de 1988. La consommation des ménages a augmenté de 7,2%, en taux annualisé, et de 3% par rapport au troisième trimestre de 1988. Au cours des neuf mois précédents, elle avait enregistré une faible croissance. Les entreprises ont par contre réduit un peu le rythme de leurs investissements. L'expansion annuelle des investissements s'est établie à 3,1% au troisième trimestre, après avoir atteint 6,7% au premier et 5,6% au deuxième. Les taux de croissance relatifs aux données du commerce extérieur ont également subi un léger ralentissement.

Les enquêtes conjoncturelles montrent que la production industrielle a de nouveau augmenté au second semestre; durant l'été, celle-ci avait quasiment stagné. Les capacités de production ont toujours été mises à forte contribution. En octobre, leur taux d'utilisation a atteint 88,2% dans l'industrie manufacturière. Les investissements industriels ont encore progressé, car, selon une enquête de la Banque de France, les entreprises entendent continuer à moderniser leur appareil de production en vue du grand marché européen de 1992. Après avoir haussé nettement durant l'été, le chiffre d'affaires du commerce de détail a diminué un peu par la suite.

L'emploi s'est encore amélioré au troisième trimestre de 1989. Le nombre des personnes occupées dans l'industrie et dans le secteur tertiaire a progressé de 1,6% en l'espace d'une année. Le recul du taux de chômage, qui avait été observé au cours des deux premiers mois de l'année, s'est interrompu en mars. Au quatrième trimestre, ce taux atteignait 9,5% en moyenne, contre 9,8% un an auparavant.

La bonne conjoncture s'est traduite par une croissance toujours vigoureuse des importations. Au quatrième trimestre, ces dernières dépassaient de 12%, en valeur, le niveau observé un an auparavant. Comme les exportations nominales ont progressé dans la même mesure (12%), le déficit de la balance commerciale est resté quasiment inchangé à 13,4 milliards de francs français

Graphique 7: France



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

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

par rapport au troisième trimestre. En 1989, le solde passif de la balance commerciale a totalisé 45,7 milliards de francs français, contre 32,8 milliards en 1988.

Le renchérissement, qui s'était nettement accéléré durant les trois premiers mois de 1989, s'est stabilisé au cours des trimestres suivants. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, il atteignait 3,6% au dernier trimestre de 1989, contre 3,4% au précédent. En particulier, les prix des produits pétroliers ont enregistré de fortes haus-

ses. Le taux d'inflation a été de 3,5% en moyenne annuelle; en 1988, il s'était établi à 2,7%.

L'expansion de la masse monétaire  $M_2$  s'est accélérée légèrement au second semestre de 1989. Par rapport au quatrième trimestre de 1988, sa période de référence, elle s'est inscrite à 5% en taux annualisé. L'objectif de croissance, fixé entre 4 et 6% pour 1989, a donc été atteint. Pour 1990, la Banque de France l'a ramené entre 3,5 et 5,5%. Cette réduction a été envisagée en raison de l'attente d'un léger ralentissement de la croissance économique. Le produit intérieur brut devrait augmenter de 5,5% en termes nominaux – soit d'un point de moins qu'en 1989 – et de 3% en termes réels.

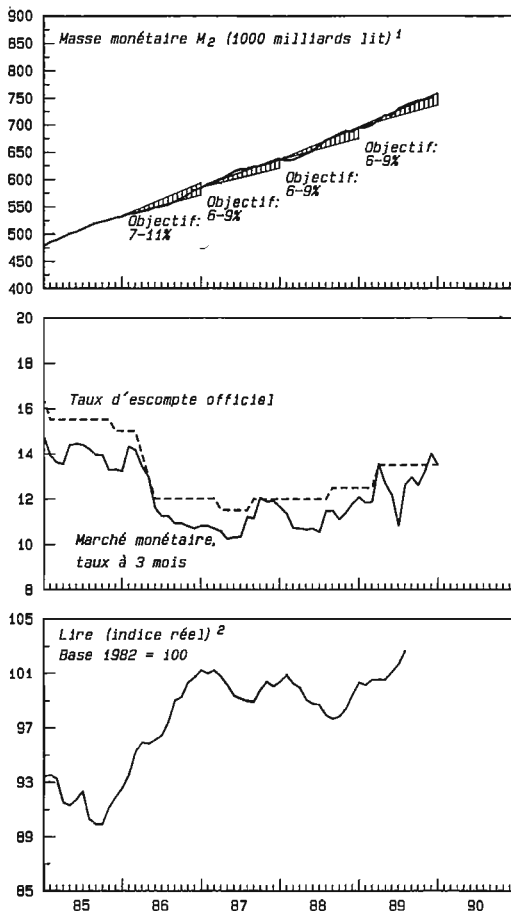
Le 18 décembre 1989, la Banque de France a relevé une nouvelle fois ses taux directeurs d'un demi-point, afin de soutenir le franc français, du fait de la hausse du mark allemand, et d'enrayer une accélération de l'inflation. Le taux d'intervention sur appel d'offres a été porté de 9,5% à 10%, et celui des pensions de 5 à 10 jours, de 10,25% à 10,75%. Le dernier relèvement des taux d'intervention avait eu lieu le 5 octobre 1989 à l'occasion d'une opération concertée de la plupart des banques centrales européennes.

Dans le cadre des mesures prises depuis 1985 en vue de libéraliser les mouvements de capitaux, le gouvernement français a avancé de six mois, soit à compter du 1er janvier 1990, la suppression complète du contrôle des changes. Ainsi, les deux dernières entraves qui étaient encore en vigueur, à savoir l'interdiction faite aux particuliers de détenir des comptes à l'étranger et d'ouvrir des dépôts en monnaies étrangères en France, sont devenues caduques.

## Italie

En Italie, la conjoncture a perdu un peu de son élan au troisième trimestre de 1989. L'expansion annuelle du produit intérieur brut réel a atteint 2,8%, contre 3,7% au trimestre précédent. Par rapport à cette dernière période, la consommation privée et les investissements ont enregistré une nette diminution de leurs rythmes d'expansion.

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)

sion. Pour les investissements, ce ralentissement s'explique principalement par le recul de l'activité dans la construction.

Le nombre des chômeurs a de nouveau augmenté un peu au troisième trimestre, alors qu'il avait baissé au cours du premier semestre. De juillet à septembre, le taux de chômage s'est élevé à 12,2%, contre 12% durant les trois mois précédents. Le taux d'utilisation des capacités de production est resté inchangé à 82% au quatrième trimestre. Quant à l'indice de la production

industrielle, il dépassait, au quatrième trimestre, de 1,9% le niveau observé un an auparavant (troisième trimestre: 3,2%).

Au quatrième trimestre, les importations ont encore progressé en valeur, du fait principalement du renchérissement des produits pétroliers. L'industrie d'exportation a bénéficié de l'essor économique vigoureux de ses principaux partenaires commerciaux, notamment de la République fédérale d'Allemagne. Grâce à la hausse des exportations, le déficit de la balance commerciale a reculé à 1'844 milliards de lires au quatrième trimestre de 1989, contre 2'910 milliards un an auparavant. En 1989, la balance commerciale a dégagé un solde passif de 16'865 milliards de lires (1988: 13'634 milliards).

Le renchérissement a faibli vers la fin de l'année. Au quatrième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 6,6% en moyenne le niveau observé un an auparavant, contre 6,8% au troisième. En 1989, le taux d'inflation s'est également inscrit à 6,6% en moyenne, contre 5% en 1988.

L'expansion annuelle de la masse monétaire  $M_2$  a atteint 9,3% au quatrième trimestre. Elle était donc légèrement supérieure à la fourchette de 6 à 9% choisie comme objectif. Pour 1990, les autorités monétaires italiennes ont maintenu l'objectif de croissance de  $M_2$  entre 6 et 9%. Les taux des dépôts à trois et à six mois (BoT) ont augmenté à 11,6% en novembre pour se replier à 10,8% en décembre. Quant aux crédits au secteur privé, ils ont augmenté de 18,5% du quatrième trimestre de 1988 à la période correspondante de 1989.

Depuis le début de 1990, la lire ne bénéficie plus d'un statut particulier au sein du Système monétaire européen. Comme les autres monnaies – à l'exception de la peseta espagnole –, la lire a une marge de fluctuation de  $\pm 2,25\%$ . Auparavant, elle disposait d'une marge de  $\pm 6\%$ . Simultanément, la lire a été dévaluée de 3,7% par rapport aux autres monnaies du SME.



## Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires    b) PIB

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

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

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

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

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

### 1.4 Balance des transactions courantes

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

	1986	1987	1988	1989a)	1988		1989a)			
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Etats-Unis	–140,6	–154,0	–135,3	–	–32,6	–28,7	–30,7	–31,0	–22,7	
Japon	85,8	87,0	79,6	57,0	18,4	20,8	21,5	12,8	13,6	8,9
Rep. féd. d'Allemagne	39,2	44,8	48,3	52,7	12,1	11,1	15,8	13,3	13,9	9,9
Royaume-Uni	0,2	–0,3	–26,1	–23,7	–5,8	–9,8	–7,8	–7,4	–9,5	–6,8
France	2,9	–4,1	–4,2	–3,3	–1,1	–3,8	1,6	–1,3	–1,3	–2,0
Italie	2,6	–1,5	–5,2	–	–2,6	–1,1	–6,7 <sup>b)</sup>	–3,4 <sup>b)</sup>	–2,0 <sup>b)</sup>	–
Suisse	6,9	7,6	8,4	5,9	1,2	1,9	2,7	0,9	1,0	1,4

a) Chiffres provisoires    b) Variations saisonnières non déduites

## B. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Aperçu

Au quatrième trimestre de 1989, l'économie suisse a continué à croître à un rythme élevé. En termes réels, le produit intérieur brut a augmenté de nouveau de 3%. La demande, tant intérieure qu'étrangère, est restée forte. Les investissements – constructions et biens d'équipement – ont progressé vigoureusement, en dépit de la hausse des taux d'intérêt. Par contre, la croissance des exportations de marchandises et de services a faibli légèrement en termes réels. Ce ralentissement peut être attribué aux capacités de production insuffisantes plutôt qu'à un relâchement de la demande. Les capacités de production, qui ont pourtant été accrues, sont toujours jugées trop faibles. L'emploi a continué sa progression, mais le nombre des places vacantes s'est maintenu à un niveau élevé. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage est resté inchangé.

Le renchérissement s'est accéléré vers la fin de l'année pour atteindre 5% en décembre. Ce mouvement est dû principalement à la forte augmentation des prix pétroliers et à la hausse des loyers. Le taux annuel de renchérissement a passé à 5,1% en janvier et à 4,9% en février.

L'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ indique que la haute conjoncture se maintiendra ces prochains mois. Les entrées de commandes et les carnets de commandes ont encore augmenté dans l'industrie et les stocks sont jugés trop faibles. Les bénéfices des entreprises ont eux aussi évolué favorablement. Après la révision trimestrielle de ses prévisions, le Groupe bâlois de recherches conjoncturelles (BAK) estime que la demande intérieure ne devrait pas faiblir beaucoup en 1990, bien que les pronostics en matière d'inflation et de taux d'intérêt aient été corrigés à la hausse; les dépenses de consommation augmenteront encore, au détriment de l'épargne. Dans le domaine des investissements, les constructions, tant publiques qu'industrielles et artisanales, continueront leur forte progression; seule la construction de logements devrait ressentir les

effets de la hausse des taux d'intérêt. Pour le Groupe bâlois de recherches conjoncturelles, l'industrie d'exportation bénéficiera probablement d'impulsions supplémentaires du fait de la vigueur de l'évolution économique en République fédérale d'Allemagne.

Au quatrième trimestre, la Banque nationale a donné un tour de vis supplémentaire à sa politique monétaire. En taux annualisé, la monnaie centrale dessaisonnalisée était inférieure de 2,4% à son niveau de la période de référence. Les avoirs en comptes de virements ont continué leur mouvement de repli, et la croissance des billets en circulation a faibli. En 1989, la Banque nationale n'a ainsi pas atteint son objectif monétaire de 2%. L'écart par rapport à l'objectif est de près de quatre points. Il s'explique pour moitié par la politique plus restrictive de la Banque nationale; l'autre moitié est due à la demande plus faible de monnaie centrale de la part des banques. A la fin de l'année, la Banque nationale a confirmé le caractère restrictif de sa politique puisque, en dépit de la croissance toujours vigoureuse de l'économie, elle a fixé son objectif monétaire pour 1990 sous forme d'une progression de 2% seulement de la monnaie centrale dessaisonnalisée.

Le 14 décembre, la Banque nationale a porté d'un à deux points l'écart entre le taux lombard flottant et la moyenne des taux de l'argent au jour le jour, afin de maintenir, en permanence, le taux lombard bien au-dessus du niveau des rémunérations servies sur le marché monétaire. Dans la seconde quinzaine de décembre et en janvier, les taux à court terme ont sensiblement augmenté. La rémunération de l'argent au jour le jour a atteint par moments 10% et, sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a passé en moyenne de 7,9% au quatrième trimestre à 9,5% en février. La structure des taux est restée inverse. Sur le marché des capitaux, le rendement des emprunts fédéraux était inférieur de deux points environ à celui des créances comptables à court terme sur la Confédération.

Après avoir faibli vers la fin de l'année face au mark allemand et aux autres monnaies du SME, le franc suisse s'est redressé en janvier, l'écart entre les taux d'intérêt ayant augmenté. En février, il a continué son mouvement de hausse. En

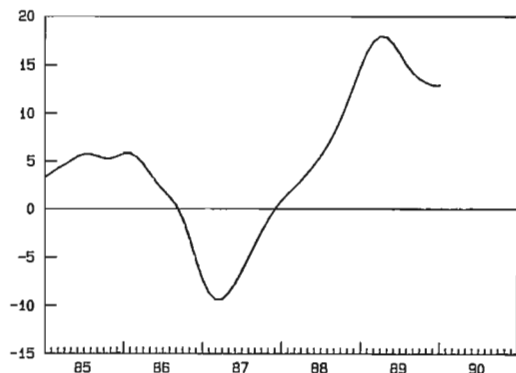
données pondérées par le commerce extérieur, le cours réel du franc suisse était, au quatrième trimestre, inférieur de 4,1% au niveau observé un an auparavant (-4,7% au troisième trimestre).

## 2. Evolution de l'économie

### *Produit intérieur brut et production industrielle*

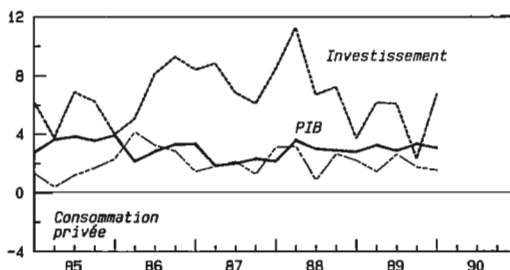
Au quatrième trimestre, le produit intérieur brut réel dépassait de 3% son niveau de la période correspondante de 1988 (3,3% au troisième trimestre). Toutes les composantes de la demande ont contribué à cette expansion. La consommation privée a augmenté vigoureusement, comme le trimestre précédent. La palme de la croissance est revenue cependant aux investissements qui, malgré les coûts élevés de financement, ont progressé de 6,8% dans le domaine de la construction et de 6,6% dans celui des biens d'équipement. Les exportations de biens et de services ont par contre augmenté à un rythme un peu moins fort qu'au troisième trimestre. En 1989, le produit intérieur brut réel s'est accru de 3,1%, poursuivant ainsi sa vive expansion de 1988 (3,2%).

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



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

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



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

L'indicateur sur la "marche des affaires dans l'industrie", qui est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, montre aussi que la haute conjoncture se maintient. Au quatrième trimestre, il est resté à un niveau élevé. Selon l'enquête du Centre, la forte demande a conduit à une diminution des stocks de produits finis. Les entrées de commandes ont augmenté, tout comme les commandes en portefeuille, et les bénéfices des entreprises se sont encore améliorés. En conséquence, les entreprises interrogées envisagent avec optimisme le proche avenir. L'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ indique aussi que les capacités de production ont été accrues dans l'industrie et que les entreprises les estiment toujours insuffisantes. Le taux d'utilisation des capacités a encore progressé pour atteindre 89% dans les branches axées sur le marché intérieur et 92% dans l'industrie d'exportation. Etant donné que de nombreuses places sont restées vacantes du fait de la pénurie de main-d'œuvre, la part des heures supplémentaires a augmenté. L'industrie a également produit davantage.

### *Consommation privée*

Au quatrième trimestre, la consommation privée a progressé de 1,5%, en termes réels, par rapport à son niveau de la période correspondante de 1988 (troisième trimestre: 1,7%). Pour l'ensemble de l'année, elle a augmenté de 1,8%, contre 2,2% en 1988. Au second semestre, les dépenses afférentes aux services se sont accrues nettement plus que la moyenne, alors que la demande de biens de consommation a faibli.

La consommation de biens n'a enregistré vraisemblablement plus qu'une modeste hausse au quatrième trimestre. Par rapport aux trois mois correspondants de 1988, le chiffre d'affaires du commerce de détail a même fléchi de 1,6% en termes réels; un repli a été observé pour tous les groupes de marchandises. Les ventes ont diminué tout particulièrement dans le domaine de l'habillement et des textiles. Le chiffre d'affaires dans le secteur des biens durables a marqué lui aussi un repli, à cause notamment des ventes de voitures qui, au contraire de l'année précédente, se sont inscrites en légère baisse. Si les dépenses ont stagné – à un niveau élevé il est vrai – dans le domaine des biens, elles ont continué à progresser vigoureusement dans celui des services. En particulier, le nombre des nuitées de la clientèle suisse a augmenté sensiblement au quatrième trimestre.

La propension à consommer faiblira probablement au cours des prochains mois. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les détaillants s'attendent à des chiffres d'affaires toujours élevés dans le domaine de l'alimentation, mais à un tassement de la demande de biens de consommation durables. L'enquête de l'Office fédéral des questions conjoncturelles indique elle aussi que les consommateurs jugent l'avenir avec plus de circonspection.

### Investissements

Après une progression de 2,3% seulement au troisième trimestre, les Investissements se sont accrus de 6,7%, en termes réels, par rapport au quatrième trimestre de 1988. Leur expansion n'a cependant pas atteint des taux aussi élevés que ceux du premier semestre. En 1989, les investissements dépassaient de 5,2% le volume de l'année précédente.

Au second semestre, les investissements en biens d'équipement ont augmenté de 2,1%, en termes réels, par rapport à la même période de 1988. En raison de difficultés statistiques, on leur a attribué un recul de 2,4% au troisième trimestre et une hausse de 6,6% au quatrième. Après une croissance très élevée pendant des années, les investissements en biens d'équipement ont donc enregistré un ralentissement de leur progression du premier au second semestre de 1989. L'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ et celle de la Société suisse des constructeurs de machines montrent toutefois que les entreprises tablent sur une demande qui restera soutenue dans un proche avenir. Par rapport à la période précédente, les carnets de commandes de l'industrie des machines et appareils ont diminué au quatrième trimestre, comme au troisième; ils étaient cependant toujours supérieurs au niveau observé un an auparavant. En outre, les en-

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

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

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

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

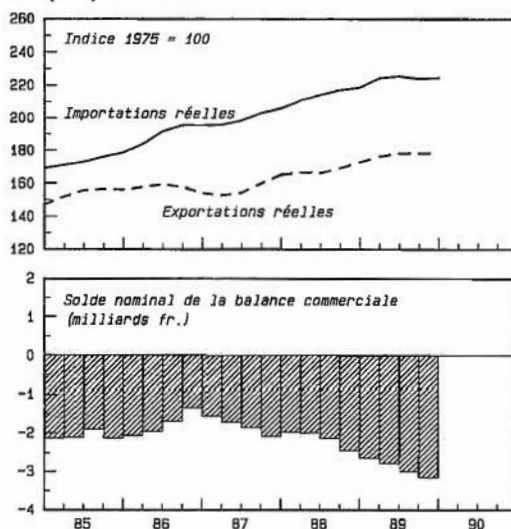
trées de commandes, qui avaient faibli légèrement au troisième trimestre, ont marqué une nouvelle accélération vers la fin de l'année.

La haute conjoncture a continué à régner dans l'industrie de la construction. Au quatrième trimestre, les investissements en constructions dépassaient de 6,8%, en termes réels, leur niveau de la même période 1988. Leur progression avait été de 4,7% au troisième trimestre. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, aucun affaiblissement substantiel n'est attendu pour les prochains mois, les réserves de travail étant toujours importantes et la propension à investir restant élevée dans l'industrie.

### Commerce extérieur et balance courante

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les exportations suisses de marchandises ont progressé, en volume, de 3,2% au quatrième trimestre, contre 4,6% au troisième. L'indice des valeurs moyennes à l'exportation a toutefois augmenté de 7,5%. L'expansion des ventes à l'étranger a atteint 11% en valeur, soit un rythme très proche des 10,9% observés au troisième trimestre.

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)

Le ralentissement que la croissance des exportations a marqué en volume n'est pas dû à un affaiblissement de la demande. Il s'explique probable-

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

	1985	1986	1987a)	1988a)b)	1988a)b)		1989a)			
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
<b>Exportations, volume</b>	9,1	0,6	1,5	7,0	6,6	5,1	5,2	8,9	4,6	3,2
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	7,9	0,0	1,6				3,2	9,0	3,6	1,3
biens d'équipement	10,7	3,9	1,6				6,7	6,9	3,3	5,0
biens de consommation	8,8	-2,7	1,7				5,5	11,3	4,9	2,7
Valeurs moyennes à l'exportation	1,9	0,8	-1,1				4,9	6,8	5,8	7,5
<b>Importations, volume</b>	5,2	8,2	6,4	5,2	6,1	2,8	7,7	7,5	1,6	4,8
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	7,6	3,7	3,2				9,3	9,1	5,3	3,7
biens d'équipement	8,7	14,5	10,0				6,2	9,0	-1,0	8,7
biens de consommation	2,5	9,0	8,1				8,8	6,1	0,8	2,8
Valeurs moyennes à l'importation	4,7	-9,4	-4,2				7,7	10,9	8,0	7,1

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)**

	1987	1988	1989	1988		1989			
				3e trim. a)	4e trim. a)	1er trim. *)	2e trim. *)	3e trim. *)	4e trim. *)
<b>Recettes</b>									
Exportations de marchandises	69,6	76,5	86,8	18,3	20,9	20,4	22,3	20,6	23,5
Commerce spécial (indice I)	67,5	74,1	84,3	17,8	20,3	19,8	21,7	20,0	22,8
Autres exportations de marchandises <sup>2</sup>	2,1	2,4	2,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7
Exportations de services	20,9	21,2	23,2	6,4	4,2	5,9	5,6	7,1	4,6
Revenus de facteurs <sup>3</sup>	28,0	30,9	36,6	7,8	7,9	8,8	9,3	9,3	9,3
Transferts sans contrepartie	2,8	3,0	3,2	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Total</b>	<b>121,4</b>	<b>131,5</b>	<b>149,9</b>	<b>33,2</b>	<b>33,8</b>	<b>35,8</b>	<b>38,0</b>	<b>37,8</b>	<b>38,3</b>
<b>Dépenses</b>									
Importations de marchandises	78,1	85,4	98,8	20,9	22,9	23,2	26,0	23,6	26,1
Commerce spécial (Indice I)	75,2	82,4	95,2	20,2	22,1	22,3	25,1	22,8	25,1
Autres importations de marchandises <sup>2</sup>	3,0	3,0	3,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0
Importations de services	10,3	11,4	12,6	4,6	2,2	1,7	3,2	5,1	2,4
Revenus de facteurs <sup>3</sup>	16,6	16,9	22,9	4,3	4,5	5,3	5,7	5,8	6,1
Transferts sans contrepartie	5,1	5,5	5,9	1,5	1,3	1,4	1,5	1,6	1,5
<b>Total</b>	<b>110,1</b>	<b>119,2</b>	<b>140,2</b>	<b>31,3</b>	<b>31,0</b>	<b>31,6</b>	<b>36,5</b>	<b>36,1</b>	<b>36,0</b>
<b>Solde de la balance des transactions courantes</b>									
	11,3	12,3	9,7	1,9	2,8	4,3	1,5	1,6	2,3

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

ment par le fait que, malgré une correction, la variation des valeurs moyennes a été surestimée à la suite d'une modification exceptionnelle dans l'assortiment des produits pharmaceutiques. A cause de cette surestimation, les ventes à l'étranger de biens de consommation ont augmenté, au quatrième trimestre, de 2,7% seulement en volume, alors que leur expansion a atteint 16,9% en valeur. Les livraisons à l'étranger de l'industrie des biens d'équipement – industrie des machines et métaux en particulier – se sont accrues de 9,2% en termes nominaux et de 5% en volume.

La progression des exportations vers les pays de la CE est restée vive. En valeur, les livraisons à la République fédérale d'Allemagne, le premier partenaire commercial de la Suisse, ont augmenté de 11,8% par rapport au quatrième trimestre de 1988. Leur croissance a été plus forte au second semestre qu'au premier. Après une longue phase de faiblesse, les exportations vers les Etats membres de l'AELE ont elles aussi marqué une

expansion plus soutenue. Par contre, la progression des ventes aux Etats Unis a ralenti en termes nominaux. Les exportations vers les autres pays non européens se sont toutefois accrues fortement. Ainsi le Japon et les pays asiatiques nouvellement industrialisés ont acheté des produits suisses pour un montant dépassant de 22,5% le chiffre des trois derniers mois de 1988.

La croissance des importations s'est accélérée au quatrième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1988, elle a atteint 12,2% en termes nominaux et 4,8% en volume (troisième trimestre: 9,7% et 1,6%). Les achats à l'étranger de biens d'équipement, qui avaient faibli au troisième trimestre, ont retrouvé un rythme d'expansion supérieur à la moyenne; les importations de produits énergétiques ont elles aussi augmenté fortement, après avoir longtemps fléchi. Par contre, un ralentissement a été observé dans l'expansion des achats à l'étranger de matières premières et produits semi-finis.

En 1989, les importations de biens se sont accrues, en moyenne, de 14,2% en termes nominaux et de 5,2% en volume; l'année précédente, elles avaient augmenté de respectivement 9,9% et 5,2%. En valeur, les exportations de marchandises ont progressé de 12% en 1989, contre 8,6% l'année précédente. Par contre, leur expansion a faibli en volume, puisqu'elle a passé de 7% en 1988 à 5,1% l'année suivante.

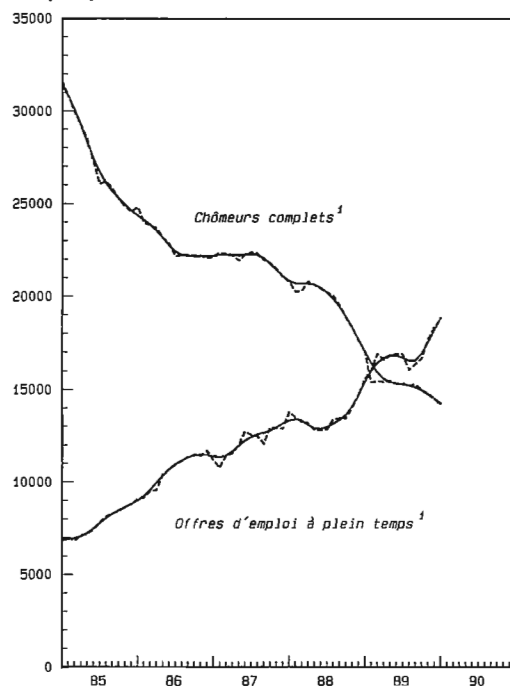
Au quatrième trimestre, l'excédent de la balance des transactions courantes s'est inscrit à 2,3 milliards de francs, soit à un montant inférieur de 0,5 milliard à celui de la période correspondante de 1988. Cette diminution est due principalement à une nouvelle augmentation du déficit de la balance commerciale. Les salaires accrus, versés aux frontaliers étrangers, y ont également contribué. Les soldes actifs des services et des revenus de capitaux n'ont progressé que faiblement.

Selon des estimations provisoires, la balance des transactions courantes a dégagé un excédent de 9,7 milliards de francs en 1989, contre 12,3 milliards l'année précédente.

### Emploi et marché du travail

Par rapport à la période correspondante de 1988, l'emploi a augmenté de 1,4% au quatrième trimestre (1,4% également au troisième trimestre). La hausse a été de 1,4% aussi bien dans l'industrie que dans le secteur des services. En 1989, le

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

nombre des personnes occupées a progressé de 1,2%; ainsi, en moyenne, plus de 40 000 emplois ont été créés, emplois qui ont été occupés en majorité par des travailleurs étrangers. L'accroisse-

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

	1986	1987	1988	1989	1990					
					3e trim.	4e trim.	oct.	nov.	déc.	janv.
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	1,0	1,2	1,3	1,2	1,4	1,4	-	-	-	-
Taux de chômage <sup>2, 3</sup>	0,7	0,8	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6
Chômeurs <sup>2</sup>	22 770	21 918	19 524	15 133	13 476	14 393	13 401	14 387	15 392	16 544
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail <sup>3</sup>	2 058	4 142	3 948	603	325	342	287	433	305	281
Offres d'emploi à plein temps <sup>3</sup>	10 734	12 348	13 552	17 007	16 897	17 404	17 817	17 718	16 676	17 287

<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

ment de l'emploi a été un peu plus fort pour les femmes que pour les hommes, de sorte que la part du personnel féminin à la population active totale a augmenté.

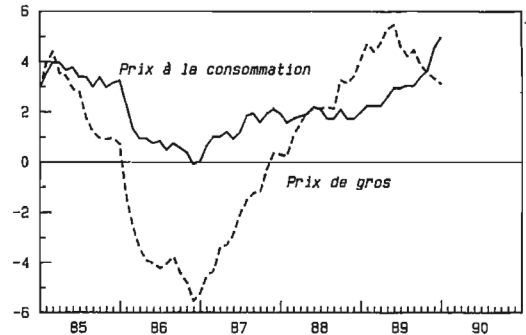
En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des chômeurs est resté approximativement inchangé au quatrième trimestre, si bien que le taux de chômage s'est maintenu à 0,5%. Le chômage semble être parvenu à un seuil à peu près incompressible. L'effectif des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a diminué lui aussi à un niveau très bas; il s'inscrivait à un sixième environ du chiffre observé un an auparavant. Après correction des variations saisonnières, le nombre des places vacantes, annoncées aux offices du travail, n'a guère varié au quatrième trimestre. En décembre, il a fléchi légèrement, passant ainsi à un chiffre inférieur à celui des chômeurs (complets et partiels); pendant les mois de mai à novembre, les offices du travail avaient recensé davantage d'offres d'emploi que de demandeurs d'emploi.

### **Prix et salaires**

Au quatrième trimestre, l'indice suisse des prix à la consommation dépassait de 4,3% le niveau observé un an auparavant. En 1989, le taux annuel moyen de renchérissement s'est inscrit à 3,2%. L'indice des prix a augmenté continuellement au cours de l'année; sa hausse s'étant accélérée pendant les deux derniers mois, le taux de renchérissement a passé à 5% en décembre.

Pour l'essentiel, cette accélération est due à deux facteurs. Les taux des anciennes hypothèques, qui ont été augmentés à deux reprises, ont fait monter l'indice des loyers – objet d'un relevé semestriel – de 7% entre novembre 1988 et le même mois de 1989. Quant au deuxième facteur, il découle de l'évolution des prix pétroliers. Une forte hausse a été observée pour l'huile de chauffage, qui entre dans la composition du groupe "Chauffage et éclairage". Malgré sa pondération relativement faible dans l'indice général, ce groupe a été en grande partie à l'origine de la poussée que l'inflation a enregistrée en fin d'année. Au quatrième trimestre, il dépassait de

**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

21,6% le niveau observé un an auparavant, alors que sa hausse moyenne, pour les neuf premiers mois de l'année, avait été de quelque 7% seulement. L'augmentation des prix des produits énergétiques a influé également sur le groupe "Transports" (+ 5,2%). En l'espace d'une année, les prix des biens importés se sont accrus de 5,7%, et ceux des biens indigènes, de 3,9%; depuis le milieu de 1989, les premiers augmentent à un rythme nettement supérieur à celui des seconds. Au quatrième trimestre toujours, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 4% pour les marchandises et à 4,7% pour les services.

Au début de 1990, le taux annuel de renchérissement a passé à 5,1% en janvier puis à 4,9% en février. La hausse s'explique principalement par l'augmentation des coûts de la santé, des prix des produits alimentaires et des primes de l'assurance responsabilité civile pour véhicules à moteur. En revanche, l'indice du groupe "Chauffage et éclairage" a diminué par rapport au mois précédent, grâce aux prix plus bas de l'huile de chauffage.

Au quatrième trimestre, l'indice des prix de gros dépassait de 3,3% le niveau enregistré un an auparavant; le ralentissement de la hausse des prix de gros, observé au troisième trimestre de 1989, s'est donc poursuivi. En 1989, le renchérissement, mesuré aux prix de gros, a été en moyenne de 4,3%. Du quatrième trimestre de 1989 à la même période de 1989, les marchandises étrangères ont renchéri de 5,4%, à la suite notamment



de la faiblesse du franc suisse et de la hausse des prix des produits énergétiques et connexes (9,1%); en comparaison, l'augmentation des prix des biens indigènes a été relativement faible (2,6%). En janvier 1990, l'indice des prix de gros était supérieur de 2,2% seulement à son niveau du mois correspondant de l'année précédente; le renchérissement de l'huile de chauffage a faibli fortement au début de l'année.

La Commission pour les questions conjoncturelles estime que la progression des salaires nominaux sera de 5,5% en 1990. Compte tenu du renchérissement (évolution de l'indice des prix à la consommation), les salaires réels enregistreront

une hausse correspondant approximativement à l'augmentation de la productivité.

### 3. Evolution monétaire

#### Agrégats monétaires

La politique monétaire suisse est restée restrictive au quatrième trimestre. Par rapport à son niveau de référence (quatrième trimestre de 1988), la monnaie centrale dessaisonnalisée a diminué de 2,4%, en taux annualisé, au quatrième trimestre. Le trimestre précédent, elle avait enregistré un

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

	Billets en circulation <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2, 7</sup>	MC <sup>1, 3</sup>	Coefficients saisonniers	MCD <sup>1, 5</sup>	Variation en % <sup>6</sup>
1989	26 438	2,4	3 487	-36,2	29 925	1,001	29 910	- 1,9
1989 1er trim.	26 727	4,7	3 867	-48,5	30 594	1,011	30 261	- 0,9
1989 2e trim.	26 309	3,1	3 601	-35,6	29 910	0,997	29 990	- 2,1
1989 3e trim.	26 106	1,7	3 305	-36,7	29 411	0,986	29 819	- 2,2
1989 4e trim.	26 609	0,1	3 176	-23,9	29 785	1,007	29 570	- 2,4
1989 juillet	26 284	2,2	3 329	-42,3	29 673	0,993	29 822	- 2,4
1989 août	25 995	1,7	3 234	-36,9	29 229	0,981	29 795	- 2,3
1989 sept.	26 039	1,3	3 352	-30,8	29 391	0,985	29 839	- 1,9
1989 oct.	26 005	0,8	3 208	-25,6	29 213	0,983	29 718	- 2,1
1989 nov.	26 002	0,0	3 059	-23,8	29 067	0,986	29 474	- 2,8
1989 déc.	27 820	-0,4	3 262	-22,3	31 082	1,051	29 574	- 2,4
1990 janv.	26 793	-1,2	3 147	-19,2	29 940	1,012 <sup>P</sup>	29 585 <sup>P</sup>	0,3 <sup>P</sup>
1990 févr.	25 846	-2,2	3 039	-19,5	28 885	0,998 <sup>P</sup>	29 236 <sup>P</sup>	-4,4 <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

fléchissement de 2,2%. En 1989, la monnaie centrale dessaisonnalisée a reculé de 1,9% en moyenne. L'écart par rapport à l'objectif de 2% a donc atteint environ quatre points. Il s'explique, pour moitié approximativement, par le nouveau repli de la demande d'avoirs en comptes de virements – une conséquence des changements institutionnels intervenus au début de 1988 – et, pour le reste, par le cours plus restrictif que la Banque nationale a donné à sa politique. Etant donné la faiblesse du franc suisse vis-à-vis des autres monnaies européennes, en particulier face au mark allemand, la Banque nationale a encore resserré les rênes monétaires en décembre et au début de 1990. Les rémunérations servies sur le marché monétaire ont par conséquent augmenté sensiblement.

Pour 1990, l'institut d'émission s'est fixé comme objectif une progression de 2% en moyenne de la monnaie centrale dessaisonnalisée. En taux annualisés, la variation de cet agrégat par rapport

**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
1989	-5,5	20,4	6,2
1989 1er trim. <sup>2</sup>	-2,9	13,0	6,6
1989 2e trim. <sup>2</sup>	-7,4	20,1	6,1
1989 3e trim. <sup>2</sup>	-6,1	23,2	5,7
1989 4e trim. <sup>2</sup>	-5,7	25,4	6,2
1989 juin <sup>2</sup>	-6,5	23,8	6,6
1989 juillet <sup>2</sup>	-7,4	22,3	5,4
1989 août <sup>2</sup>	-5,7	23,3	5,7
1989 sept. <sup>2</sup>	-5,1	24,1	6,0
1989 oct. <sup>2</sup>	-6,8	25,5	6,1
1989 nov. <sup>2</sup>	-6,5	26,0	6,2
1989 déc. <sup>2</sup>	-3,9	24,8	6,3
1990 Janv. <sup>2</sup>	-6,3	23,2	5,1

<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

au quatrième trimestre de 1989 s'est inscrite à 0,3% en janvier et à - 4,4% en février. Le recul observé en février est dû principalement à un repli des billets en circulation, repli qui peut être attribué essentiellement à une fluctuation exceptionnelle. En début d'année, les écarts, même faibles, se répercutent fortement sur les taux de variation, du fait que ceux-ci sont annualisés.

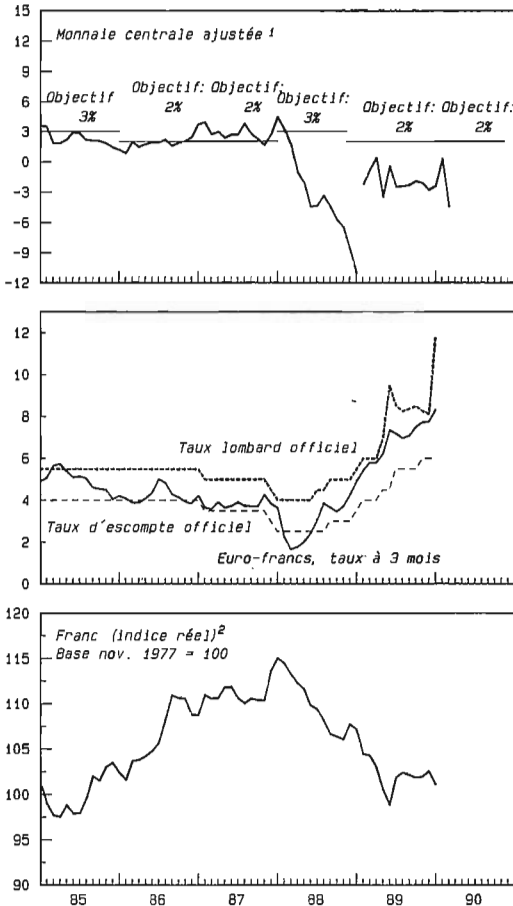
La forte hausse des taux d'intérêt à court terme a influé sensiblement sur les agrégats M<sub>1</sub> et M<sub>2</sub>. Elle a en effet entraîné une augmentation massive des dépôts à terme fixe dans les banques, augmentation qui s'est faite au détriment des dépôts à vue et des dépôts d'épargne, mais aussi d'autres placements à long terme. Les dépôts à terme entrent dans la composition de M<sub>2</sub>.

Au dernier trimestre, les dépôts à vue dans les banques étaient inférieurs de 4,7 milliards de francs, ou de 8,2%, au niveau observé un an auparavant. En outre, le numéraire en circulation a stagné. La masse monétaire M<sub>1</sub> a par conséquent reculé de 5,7%, contre 6,1% au troisième trimestre. En dépit de l'importante contraction de M<sub>1</sub>, la croissance de M<sub>2</sub> s'est accélérée, passant de 23,2% au troisième trimestre à 25,4% au quatrième. Par rapport aux trois derniers mois de 1988, les dépôts à terme se sont accrus de 43,7 milliards de francs ou de 61,8% (troisième trimestre: 56,6%). Leur expansion est due également à des transferts de fonds d'épargne. Pendant la même période, les dépôts d'épargne ont diminué en effet de 9,7% (troisième trimestre: 8,6%), leurs rémunérations étant restées bien inférieures à celles d'autres placements. La croissance de M<sub>3</sub> a passé de 5,7% au troisième trimestre à 6,2% au quatrième.

### Marché monétaire

Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt ont continué à monter, en particulier en décembre. Ce mouvement a amené la Banque nationale à porter à deux points, à compter du 14 décembre, l'écart entre le taux lombard flottant et la moyenne des rémunérations observées les deux jours précédents pour l'argent au jour le jour. Après avoir fléchi jusqu'à la mi-novembre, le taux de l'argent au jour le jour a augmenté de deux

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 (dessaïsonalisée) 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

points en décembre pour atteindre 8,9%. En moyenne, il s'inscrivait à 7,4% au quatrième trimestre, contre 7% au troisième. En janvier 1990, sa moyenne était de 9,3%.

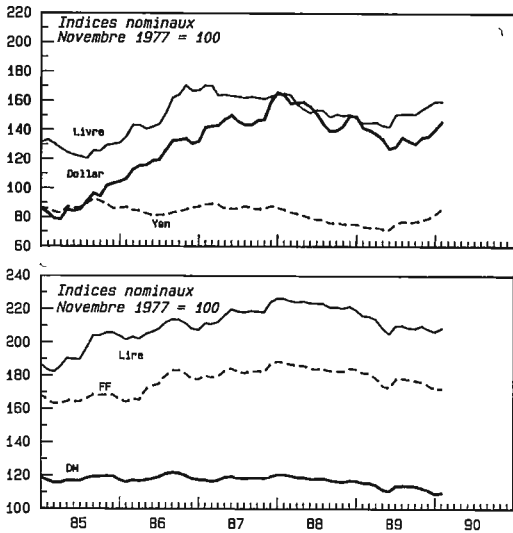
Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a passé, en moyenne, de 7,2% au troisième trimestre à 7,9% au quatrième, puis à 9,5% en février 1990. Les rémunérations servies sur le marché des euro-dollars ayant fléchi légèrement, l'écart par rapport aux placements en francs a diminué et s'est inversé vers la fin de l'année. En février 1990, le taux des dépôts à trois mois en francs suisses était d'un point supérieur à la rémunération des placements correspondants en dollars. Un an auparavant, l'écart était en moyenne de 3,8 points en faveur des dépôts en dollars. Peu avant la fin de 1989, les rémunérations servies sur le marché des euro-francs ont passé également au-dessus des taux allemands; en février 1990, l'écart s'élevait en moyenne à environ un point.

Les grandes banques ont adapté les taux des dépôts à terme fixe à l'évolution observée sur le marché des euro-francs. En moyenne, leurs rémunérations ont passé de 6,7% au troisième trimestre à 7,5% au quatrième et à 9% en février 1990. Quant au rendement des créances comptables à trois mois sur la Confédération, il a augmenté de 0,7 point, au quatrième trimestre, pour s'établir à 7,4%. Pour les trois premières émissions de 1990, il a atteint en moyenne 8,8%.

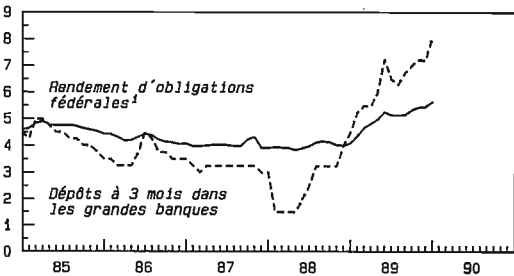
### Marché des changes

Pendant les mois de novembre 1989 à février 1990, le franc suisse a suivi une tendance homogène face aux monnaies des principaux pays industrialisés. Il s'est raffermi de 0,6 à 1,3% face aux monnaies du Système monétaire européen (SME), de 4,2% vis-à-vis de la livre sterling, de 9,8% par rapport au dollar des Etats-Unis et de 13,8% face au yen japonais. Après avoir passé à plus de 91 centimes au cours du quatrième trimestre, le mark a baissé face au franc du fait de la forte hausse des taux à court terme en Suisse.

En moyenne des mois de novembre à février, le dollar valait fr. 1,55 (novembre 1988 à février 1989: fr. 1,52), 100 yens japonais, fr. 1,07 (fr. 1,21) et le mark allemand, 89,1 centimes (84,5 centimes). En un an, le franc suisse a donc fléchi de 2% face au dollar et de 5,5% face au

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

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

**Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt**

<sup>1</sup> Le calcul est fait d'après l'échéance finale ou d'après la date de remboursement anticipé la plus proche, selon que les cours sont inférieurs ou supérieurs au cours auquel un remboursement anticipé peut être demandé

mark allemand, mais augmenté de 11,5% vis-à-vis du yen japonais.

Vers la fin du mois de décembre, la Banque nationale est intervenue sur le marché des changes pour enrayer la faiblesse du franc. En outre, elle a participé, pendant ces quatre mois, à des interventions concertées avec d'autres banques centrales. Au total, elle a vendu 590 millions de dollars.

En données pondérées par les exportations et corrigées des variations des prix à la consommation, le cours réel du franc a fléchi de 4,1% du quatrième trimestre de 1988 à la période correspondante de 1989 (troisième trimestre: - 4,7%). Il a reculé davantage face à la lire italienne (- 8,6%) et face au dollar (- 7,8%) que vis-à-vis du mark allemand (- 4,5%).

### Marché des capitaux

Au cours du quatrième trimestre, le rendement moyen des obligations fédérales, calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, a augmenté de 5,4% à 5,75%; à fin février 1990, il s'établissait à près de 6,5%, dépassant ainsi de 1,7 point le niveau observé un an auparavant. Comme les rémunérations à court terme atteignaient entre 8<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% et 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% - pendant la même période, elles ont enregistré une hausse de plus de trois points -, la structure des taux d'intérêt est devenue très nettement inverse.

Les rémunérations servies sur les nouvelles obligations de caisse ont dû elles aussi être adaptées, étant donné la sensible augmentation des taux à court et à long terme. Au cours du quatrième trimestre, les grandes banques ont relevé leurs taux de trois quarts de point environ pour les porter à 6,1%; la hausse a été plus forte pour les titres de courtes durées. Jusqu'au milieu du premier trimestre de 1990, ces taux ont été une fois encore adaptés et leur moyenne a ainsi passé à 6,8%. Les grandes banques appliquaient généralement 7% aux titres de trois ans, 6<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% à ceux de quatre et cinq ans et 6<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% à ceux de six à huit ans.

De nombreuses banques ont relevé les taux des prêts hypothécaires et des dépôts d'épargne au début du quatrième trimestre. Jusqu'à la mi-février, d'autres adaptations ont eu lieu. En outre, plusieurs banques ont annoncé, pour le deuxième trimestre de 1990, une nouvelle augmentation des taux hypothécaires - notamment pour les anciennes hypothèques - ainsi que des rémunérations des fonds d'épargne.

Les émissions d'obligations et d'actions ont atteint 13,1 milliards de francs au quatrième trimes-

tre, contre 10,6 milliards pendant la période correspondante de 1988. Les émissions suisses y ont contribué pour 4,4 milliards de francs. Après déduction des remboursements, le montant net prélevé sur le marché des capitaux par les émissions suisses s'est inscrit à 2,7 milliards de francs, contre 0,8 milliard au quatrième trimestre de 1988.

### Exportations de capitaux

Les autorisations que la Banque nationale a délivrées au quatrième trimestre en vue d'exporter des capitaux ont porté sur 11,1 milliards de francs, soit un montant dépassant de 24% celui, très bas il est vrai, de la période correspondante de 1988. Les crédits se sont accrus de 19%, et les emprunts, de 25%. La part des emprunts convertibles au total des emprunts soumis à autorisation a passé de 22% à 50%, et celle des emprunts à option, de 3% à 9%. Malgré une brève reprise en novembre, la part des émissions d'emprunts classiques («straights») s'est réduite de 75% à 41%.

En 1989, la Banque nationale a autorisé des exportations de capitaux pour une somme de 42,4 milliards de francs, soit 17% de moins que l'année précédente (1988: + 8%). Les crédits ont diminué de 2%, et les émissions, de 21%. Les emprunts ont passé en effet de 40 milliards de francs en 1988 à 31,7 milliards l'année suivante. En outre, de profondes modifications ont été observées entre les différentes catégories d'emprunts. Etant donné la structure inverse des taux

d'intérêt et la tendance à la hausse des rendements, les émissions classiques ont reculé de 64% par rapport à l'année précédente. En revanche, du fait des conditions favorables sur les marchés des actions, la part des emprunts assortis de droits de conversion ou d'option a doublé pour s'inscrire à 70% du total des émissions. Les emprunts convertibles, qui avaient déjà progressé sensiblement en 1988, se sont accrus de 62% pour atteindre le montant record de 18 milliards de francs. Le volume des emprunts à option a lui aussi augmenté vigoureusement (+58%); l'année précédente, il avait toutefois diminué de 48%. En 1989, les placements privés ont progressé fortement, au détriment des emprunts offerts en souscription publique. Atteignant 23,6 milliards de francs, ils ont enregistré un nouveau record, et leur part au total des émissions a passé à 74%. Entre 1985 et 1988, leur part avait été d'un peu plus de 50% en moyenne.

La répartition des opérations par pays montre que le rôle prédominant du Japon s'est encore renforcé en 1989. En effet, ce pays a absorbé la moitié des capitaux exportés (31% en 1988). L'augmentation de la part japonaise s'explique principalement par la progression très forte des obligations convertibles, dont 96% ont été émises par des débiteurs japonais. De 1988 à 1989, la part des pays de l'Europe occidentale a chuté de 46% à 28%, et celle de l'Amérique du Nord, de 11% à 7%. En revanche, celle des pays de l'Europe de l'Est a augmenté de 3% à près de 8%, et celle des organisations multilatérales de développement, de 3% à environ 5%.

**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	12 260,6	1 007,6	47 302,8
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1989 1er trim.	7 291,0	1 775,7	137,0	9 203,7
1989 2e trim.	9 717,2	2 655,9	89,0	12 462,1
1989 3e trim.	6 006,8	3 582,1	117,7	9 706,6
1989 4e trim.	8 745,0	2 139,6	174,1	11 058,7

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

### **Bilans bancaires et crédits**

A la suite de la reprise d'une caisse d'épargne par une grande banque, le nombre des établissements entrant dans la statistique mensuelle a passé à 69; la fusion de deux banques régionales l'avait déjà ramené de 71 à 70 au troisième trimestre. En 1989, le total des bilans des 69 banques a augmenté de 6,8% pour atteindre 750 milliards de francs. Il n'a que faiblement progressé au cours du quatrième trimestre, et a même diminué de 8 milliards de francs en décembre.

En 1989, les placements financiers ont reculé de 26,7%; leur part au total des bilans a passé par conséquent de 16% à la fin de 1988 à 11% seulement un an plus tard. La plus forte baisse, soit 84%, a été enregistrée par les avoirs (nets) résultant des opérations interbancaires. La part de ces avoirs au total des bilans a chuté ainsi à près de 1%. Un niveau aussi bas n'avait plus été observé depuis la période de taux d'intérêt élevés de 1980/81. Tous les autres postes entrant dans la composition des placements financiers (disponibilités, effets de change et papiers monétaires, titres) ont augmenté en 1989.

La diminution des placements financiers s'explique par la forte expansion des crédits, expansion qui n'a pu être financée que partiellement par des fonds de la clientèle. Les crédits se sont accrus de 15,7%. Les prêts hypothécaires ont augmenté de 12,6%. Les taux annuels de croissance des crédits de construction étaient toujours élevés à la fin du mois de novembre – les chiffres de décembre ne sont pas encore disponibles – puisqu'ils atteignaient 13,6% pour les limites et 12,5% pour les montants utilisés. En 1989, le taux d'utilisation des crédits de construction s'est inscrit à environ 42%.

Au passif, la situation n'a pas changé fondamentalement au quatrième trimestre. En 1989, les fonds du public ont progressé de 7%, soit à un rythme inférieur à celui des crédits. Du fait de l'évolution des taux d'intérêt, d'importants transferts ont été observés parmi les passifs. Ainsi, les comptes créanciers à vue ont diminué de 5,7%, et les carnets et livrets d'épargne et de dépôts, de 9,3%. En revanche, les comptes créanciers à terme se sont accrus de 27,3% et, si l'on ne

prend que la part déposée en francs suisses par des résidents, de 57,4%.

Dans le domaine des fonds d'épargne, les retraits ont porté sur 413 millions de francs au quatrième trimestre. Par rapport aux trois mois précédents, ils ont marqué un ralentissement qui s'explique en grande partie par l'augmentation de 2 milliards que les fonds d'épargne ont enregistrée, pour des raisons saisonnières, en décembre. En 1989, le total des bons de caisse et obligations a progressé de 7,4%.

Dans les 69 banques, les opérations fiduciaires – les dépôts à terme, sous cette forme, ne sont pas soumis à l'impôt anticipé – se sont accrues de 34% en 1989. Leur répartition entre résidents et non-résidents ainsi qu'entre francs suisses et monnaies étrangères n'a pas subi de notables modifications. A la fin de 1989, ces fonds provenaient à raison de 70% environ de l'étranger et étaient placés presque entièrement à l'étranger. Les opérations en francs suisses formaient un cinquième environ du total.

## Die Geldpolitik der neunziger Jahre – Neue Herausforderungen für die Schweizerische Nationalbank?

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

Die achtziger Jahre liegen hinter uns. Sie brachten uns, vor allem aus der Sicht einer Notenbank, viel Positives. Die Notenbanken der Industrieländer vermochten die hohen Inflationsraten der siebziger Jahre abzubauen. Verbunden damit setzte ein langer, immer noch andauernder wirtschaftlicher Aufschwung ein. Er liess in den letzten Jahren allerdings auch die Inflationsgefahr wieder aufflackern. Europa wurde an der Schwelle des neuen Jahrzehnts politisch wie wirtschaftlich von einer Aufbruchsstimmung erfasst. Unsere Nachbarn in der Europäischen Gemeinschaft (EG) sind auf dem Wege zu einem noch engeren Zusammenschluss. Er soll in den neunziger Jahren in eine umfassende Wirtschafts- und Währungsunion münden. Die Völker in der Mitte und im Osten Europas ringen um die Abkehr von Diktatur und Staatswirtschaft. Pläne zur politischen und wirtschaftlichen Neugestaltung unseres Kontinentes – Schlagworte wie "Europäische Föderation", "Europäischer Wirtschaftsraum" – tauchen fast täglich in den Medien auf.

Wir müssen in diesem auf Wandel eingestellten Umfeld auch unsere schweizerische Geldpolitik einer kritischen Prüfung unterziehen. Zwei Fragen stehen für mich bei dieser Standortbestimmung im Vordergrund:

- Hat sich unser autonomes, auf der Steuerung der Geldmenge bei flexiblen Wechselkursen beruhendes Konzept bewährt?
- Kann dieses Konzept auch im Europa der neunziger Jahre beibehalten werden? Oder wird sich die Nationalbank im Rahmen der schweizerischen Bemühungen um eine enge Zusammenarbeit mit der EG zu einer Annäherung oder gar zu einer Bindung an das Euro-

päische Währungssystem (EWS) gezwungen sehen?

Ich danke der "Vereinigung Basler Ökonomen" und dem "Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum der Universität Basel" für die Einladung, zu diesen Fragen Stellung zu nehmen. Es ist mir wichtig, unseren Standpunkt in der Öffentlichkeit und ganz speziell vor Volkswirtschaftlern immer wieder zu begründen. Wir leben in einer Demokratie. Demokratie erfordert Transparenz. Diese Pflicht zur Transparenz gilt auch für die Verantwortlichen der Notenbankpolitik. Der kalendarische Anlass ist deshalb für mich heute nicht der erste Grund, Zwischenbilanz zu ziehen. Es gibt einen zweiten, tieferen Grund. Wir hatten in den beiden letzten Jahren beim Festlegen unseres geldpolitischen Kurses einige Schwierigkeiten zu meistern. Ein neues Interbankzahlungssystem – bekannt unter dem Kürzel SIC – und geänderte Liquiditätsvorschriften bewegten die Banken 1988 und 1989 dazu, ihre Reservehaltung bei der Notenbank sukzessive stark zu verringern. Die Notenbankgeldmenge, unsere geldpolitische Steuerungs- und Zwischenzielgrösse, verlor dadurch vorübergehend an Aussagekraft als Indikator unserer Politik. Dies weckte da und dort Zweifel an unserem Stabilitätswillen. Diese Zweifel sind allerdings unbegründet. Ich möchte dies anhand unseres mittelfristig ausgerichteten geldpolitischen Konzepts noch verdeutlichen.

Meine Ausführungen gliedere ich in drei Teile:

- Ich lege zunächst das geldpolitische Konzept der Nationalbank dar. Dabei werde ich auch die bereits erwähnten Schwierigkeiten der Geldmengensteuerung in den letzten zwei Jahren kommentieren. Ich tue es nicht im Sinne einer Rechtfertigung der Vergangenheit. Es geht mir vielmehr um die Lehren, die wir aus diesen Erfahrungen für die Politik der neunziger Jahre, die uns wahrscheinlich erneut mit finanziellen Innovationen und damit einhergehenden Ver-

\* Gehalten in Basel, am 11. Januar 1990 vor der Vereinigung Basler Ökonomen und dem Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum der Universität Basel

änderungen in der Nachfrage nach Liquidität konfrontieren werden, ziehen können.

- In einem nächsten Teil werde ich auf unsere Haltung zur Weiterentwicklung der europäischen Integration eingehen. Diese Problematik wird uns Schweizer während der gesamten neunziger Jahre immer wieder – und nicht nur hinsichtlich der Geldpolitik – beschäftigen. Ich werde mich heute allerdings nach einem Blick auf den von der EG eingeschlagenen Weg zur Währungsunion auf die Frage, ob wir uns dem EWS annähern sollten, konzentrieren. Ich behandle dabei auch kurz die Erfahrungen, die wir mit dem Fixkurs-System von Bretton Woods und mit den Mitte der achtziger Jahre unternommenen Versuchen zur Stabilisierung des Dollarkurses machten.
- Die Probleme, die ich im Zusammenhang mit dem EWS in grundsätzlicher Form aufwerfe, beschäftigen uns gegenwärtig auch bei der kurzfristigen Gestaltung unseres geldpolitischen Kurses. Der vor allem gegenüber der D-Mark anhaltende Abwertungsdruck auf den Schweizer Franken droht den Abbau der Teuerung zu verzögern. Ich möchte deshalb meine Ausführungen mit einigen Überlegungen zur aktuellen geldpolitischen Lage schliessen.

### **1. Das geldpolitische Konzept der Nationalbank – Stabiles Preisniveau durch kontrolliertes Geldmengenwachstum**

Wir betreiben, seit wir im Januar 1973 zu flexiblen Wechselkursen übergingen, eine Politik, die hauptsächlich auf die Steuerung der Geldmenge ausgerichtet ist. Welches sind die Grundüberlegungen, auf denen diese Politik beruht? Lassen Sie sie mich kurz zusammenfassen!

Wir beeinflussen mit unserer Geldpolitik über verschiedene Wirkungskanäle die nominelle Nachfrage. Dies hat in der kurzen Frist durchaus auch Auswirkungen auf reale Grössen wie die Produktion und die Beschäftigung. Die reale Wirtschaftsentwicklung wird auf die Dauer jedoch vor allem von realen Faktoren bestimmt. Die Geldpolitik prägt dagegen hauptsächlich den Trend des allgemeinen Preisniveaus. Wird die Wirtschaft zu grosszügig mit Geld versorgt, so entsteht zunächst zwar mehr Realwachstum. Längerfristig

führt es aber zu Inflation. Diese Inflation wieder zu beseitigen, erfordert eine Drosselung der Nachfrage. Sie wiederum ist mit realen Wachstumseinbussen, die Arbeitslosigkeit bewirken können, verbunden. Die Bekämpfung der Inflation fällt dabei umso schmerzhafter aus, je stärker die Inflationserwartungen, die Konsumenten und Produzenten bereits hegen, sind.

Was lässt sich aus den skizzierten Zusammenhängen folgern? Eine Geldpolitik, die aus kurzfristigen – aus konjunkturellen – Erwägungen heraus betrieben wird, bringt die Gefahr eines ständigen Wechsels von Inflationsschüben und ihnen folgenden Stabilisierungsrezessionen mit sich. Wir möchten ein solches "stop and go" vermeiden. Deshalb bemühen wir uns um eine möglichst stetige, mittelfristig ausgerichtete Geldpolitik. Wir konzentrieren uns dabei auf das Ziel, die Grundrichtung des Preisniveaus zu stabilisieren. Die Geldpolitik ist bei richtiger Dosierung imstande, dieses Ziel zu erreichen. Es wäre aber eine Illusion zu glauben, wir könnten ein absolut stabiles Preisniveau gewährleisten. Es dauert nämlich zwei bis drei Jahre, bis die Preisentwicklung von unserer Geldpolitik beeinflusst wird. Dies heisst mit anderen Worten, dass wir kurzfristige Abweichungen des Preisniveaus von seinem Trend nur beschränkt korrigieren können. Wir laufen sonst Gefahr, die Instabilität der schweizerischen Wirtschaftsentwicklung zu verstärken.

Die Aufgabe, das Geldangebot so zu steuern, dass die Preise im Trend möglichst stabil bleiben, ist wegen der langen Wirkungsverzögerung unserer Politik nicht problemlos. Wir benötigen für eine entsprechend vorausschauende Haltung Indikatoren. Wir brauchen Zwischenziele. Was bietet sich uns als solcher Indikator an? Wir verwenden seit 1980 die Notenbankgeldmenge als unseren hauptsächlichsten geldpolitischen Indikator. Für dieses Aggregat legen wir jährliche Wachstumsziele fest. Es dient damit gleichzeitig als Zwischenzielgrösse.

Die Notenbankgeldmenge erfüllte von 1980 bis 1987 ihre Funktion als geldpolitischer Indikator recht gut. Die zwei bereits erwähnten Neuerungen, sie liessen sich auch als finanzielle Innovationen bezeichnen, führten im Laufe der beiden letzten Jahre jedoch zu einer starken Verschiebung



der Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben bei der Nationalbank. Lassen sie mich deshalb die geldpolitischen Schwierigkeiten, die mit den beiden Neuerungen aufgetreten sind, kurz erläutern. Dem möchte ich einen Ausblick auf Probleme, die sich möglicherweise künftig aus Instabilitäten der Geldnachfrage ergeben werden, anschliessen.

## **2. Geldpolitische Probleme bei Neuerungen im Finanzsystem – Stellen sie unser Konzept in Frage?**

Unser Konzept der Kontrolle der Notenbankgeldmenge wurde 1988 und 1989 auf eine harte Probe gestellt. Neue aufsichtsrechtliche Liquiditätsvorschriften, die am 1. Januar 1988 in Kraft traten, sowie die ungefähr gleichzeitige Einführung eines neuen elektronischen Zahlungssystems für den Interbankenverkehr liessen die Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld massiv schrumpfen. Der Bestand an Giro Guthaben, den die Banken bei der Nationalbank unterhalten, liegt heute noch bei rund einem Drittel dessen, was er Ende 1987 betragen hatte. Er hat sich seit Mitte 1989 auf diesem Niveau mehr oder weniger stabilisiert. Wir betrachten die Anpassung der Banken an die beiden Neuerungen deshalb als weitgehend abgeschlossen.

Es war allerdings nicht nur das grosse Ausmass, um das die Geldnachfrage zurückging, das uns unsere Aufgabe erschwerte. Es war auch die lange Dauer des Umstellungsprozesses. Die Notenbankgeldmenge konnte 1988 und in der ersten Hälfte 1989 nicht – oder nur beschränkt – als geldpolitischer Indikator genutzt werden. Wir mussten anhand anderer Informationen, besonders anhand der Entwicklung der inländischen Geldmarktsätze, versuchen, das Geldangebot möglichst rasch und gut an die laufenden Niveauverschiebungen der Geldnachfrage der Banken anzupassen. Dies gelang uns nicht ohne Anfangsschwierigkeiten. Unsere Geldpolitik wirkte deshalb besonders 1988 etwas expansiver als wir vorgesehen hatten. Dies trug allerdings zusammen mit anderen Faktoren zur heutigen Teuerung bei.

Was bedeuten die geschilderten Probleme für die

Geldpolitik der neunziger Jahre? Müssen wir mit weiteren massiven Störungen der Geldnachfrage, mit entsprechender erneuter Instabilität der Beziehung zwischen Notenbankgeldmenge und Preisniveau, rechnen?

Wir blicken zuversichtlich in die Zukunft. Die Aussichten, dass wir unsere Geldpolitik im wesentlichen wieder an der bereinigten Notenbankgeldmenge ausrichten können, erscheinen mir als recht gut. Trotzdem möchte ich nachhaltige Wirkungen künftiger Finanzinnovationen auf den Zusammenhang zwischen Preisniveau und Notenbankgeldmenge nicht ausschliessen. Entsprechende Entwicklungen – namentlich im Zahlungsverkehr – sind denkbar. Der Übergang zu bargeldlosen Zahlungssystemen im Detailhandel, zu POS-Systemen, der schon bald Realität werden kann, wird den Notenumlauf beeinflussen. Einzelne Banken könnten versucht sein, untereinander ein eigenes Clearing-System einzurichten, um die für Transaktionszwecke im SIC gehaltenen zinslosen und damit kostspieligen Giro Guthaben bei der Nationalbank weiter zu reduzieren.

Die meisten Neuerungen im Zahlungsverkehr erfolgen allerdings allmählich. Sie lassen sich mit graduellen Korrekturen am Trendwachstum der Notenbankgeldmenge problemlos auffangen. Sollten künftig dennoch massive kurzfristige Verschiebungen der Geldnachfrage auftreten, so würden wir aufgrund der seit Anfang 1988 gewonnenen Erfahrungen die inländischen Geldmarktsätze als kurzfristige Indikatoren einsetzen.

Erlauben Sie mir noch einen Hinweis auf die neuen Liquiditätsvorschriften, die unsere Politik in der geschilderten Übergangsphase stark erschwerten. Nicht nur die Banken sondern auch die Eidgenössische Bankenkommission und die Nationalbank setzten sich für diese Änderung der Liquiditätsvorschriften ein. Das alte Liquiditätsregime stellte übertriebene Anforderungen an die Banken. Es schwächte deren internationale Konkurrenzfähigkeit. Gleichzeitig behinderte es, was heute gerne vergessen wird, die Geldmengenspolitik der Nationalbank. Kontrovers war die Frage, ob Vorschriften zur Kassenliquidität überhaupt nötig seien. Die Banken waren dezidiert der Meinung, die Vorschriften zur Kassenliquidität seien völlig aufzuheben. Die Nationalbank gab dem

Druck der Banken nicht nach. Die seitherige Entwicklung zeigt, dass die neue Regelung viele Banken verleitet, ein allzu aggressives Cash-Management zu betreiben. Dies trug nicht nur zu unseren Schwierigkeiten bei der Abschätzung der Verschiebungen der Geldnachfrage bei. Es führte auch öfters zu Behinderungen des Zahlungsverkehrs im SIC.

Die Entwicklung bestätigte, anders gesagt, unsere Ansicht, dass bezüglich der Liquiditätshaltung nicht ausschliesslich auf die Eigenverantwortung der Banken vertraut werden darf. Vorschriften sind offensichtlich erforderlich. Es gibt unter den Banken stets einzelne schwarze Schafe, die sich sonst unverantwortlich verhalten. Ich schliesse nicht aus, dass dieser Mangel an Verantwortung auch in Zukunft zu Störungen im SIC führen – ja dieses sehr effiziente System sogar gefährden – könnte. Wir würden einer solchen Entwicklung nicht tatenlos zuschauen. Wir würden vielmehr ernsthaft erwägen, dem Eidgenössischen Finanzdepartement eine Erhöhung des heute bezüglich der Kassenliquidität geltenden Minimalsatzes zu beantragen.

### **3. Die Herausforderung der EG: Europa auf dem Wege zur Wirtschafts- und Währungsunion**

Die Mitgliedstaaten der EG sind übereingekommen, gemeinsam den Weg zu einer umfassenden Wirtschafts- und Währungsunion zu beschreiten.

Was soll eine solche Gemeinschaft, wie sie der Delors-Bericht vom April 1989 vorsieht, umfassen?

- Innerhalb der EG wird volle Freiheit des Personen-, Waren-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehrs angestrebt.
- Neben diesem Programm für einen offenen Binnenmarkt soll stufenweise auf eine Währungsunion hingearbeitet werden: auf ein System unwiderruflich fixer Wechselkurse, das schliesslich in eine EG-Einheitswährung münden würde.

Wo steht die EG bezüglich dieser beiden Teilziele?

Die Liberalisierung des Binnenmarktes gemäss erstem Ziel ist in vollem Gange. Sie soll bis 1992 verwirklicht sein. Die Planung der Währungsunion, ein ambitioniertes Ziel, schreitet bedeutend langsamer und harziger voran. Wo liegen die Gründe? Definitiv fixierte Wechselkurse oder gar eine gemeinsame europäische Währung setzen nicht nur eine gemeinsame Geldpolitik voraus. Die Mitgliedstaaten einer solchen Union müssten darüber hinaus auch in vielen anderen Bereichen, besonders in der Finanz-, Struktur- und Regionalpolitik, verstärkt zusammenarbeiten. Nationale Interessen hätten – weit mehr als heute – hinter jenen der Gemeinschaft zurückzustehen.

Es verwundert angesichts so hoher Anforderungen nicht, dass der "Fahrplan" für die Schaffung der vollen Währungsgemeinschaft recht vage bleibt. Der Delors-Bericht strebt ein Vorgehen in drei Etappen an:

- Die erste Phase – mit Beginn Mitte 1990 – sieht eine verstärkte Zusammenarbeit in der Wirtschafts- und Währungspolitik vor. Diese verbesserte Kooperation soll sich noch innerhalb des bestehenden institutionellen Rahmens vollziehen. Der Bericht möchte in dieser ersten Etappe zudem alle EG-Währungen, auch jene Grossbritanniens, Griechenlands und Portugals, in den EWS-Wechselkursmechanismus einbeziehen.
- Die zweite Phase visiert die Gründung eines europäischen Zentralbankensystems an. Die Geld- und Währungspolitik würde dabei gemeinsam erarbeitet, aber noch durch die einzelnen nationalen Notenbanken in die Tat umgesetzt. Die Wechselkurse wären prinzipiell bereits fix. Anpassungen blieben für den äussersten Fall vorbehalten.
- Die dritte Phase würde schliesslich den endgültigen Übergang zur Währungsunion bringen.

Die Mitgliedstaaten der EG vertreten bezüglich der Phasen zwei und drei allerdings noch erhebliche Meinungsverschiedenheiten. Der Zeitpunkt des Übergangs von der ersten zur zweiten Etappe ist deshalb offen.

#### 4. Die Antwort der Schweiz: Abwarten oder Annäherung an das EWS ?

Wir müssen uns dennoch mit den Plänen der EG, eine Währungsunion zu schaffen, auseinandersetzen. Dabei sehen wir uns vor allem zur Antwort auf eine Frage gezwungen: Welches sind die prinzipiellen Alternativen zum geltenden Konzept der Geldmengensteuerung? Ich glaube, eine solche Alternative könnte für die Schweiz – für unsere kleine, offene Volkswirtschaft – nur in der Fixierung des Wechselkurses bestehen. Denkbar sind drei Formen einer Wechselkursfixierung:

- erstens die einseitige Bindung des Frankens an die Währung eines grossen Landes,
- zweitens die Orientierung an einem Währungskorb und
- drittens der Anschluss an einen Währungsverbund.

Wir könnten angesichts der von der Zwölferegemeinschaft geplanten Währungsunion – und angesichts der Verhandlungen zwischen der EG und EFTA über die Errichtung eines Europäischen Wirtschaftsraums – heute aber wohl nur eine der drei Varianten tatsächlich in Betracht ziehen: Eine Annäherung an das EWS im Sinne einer freiwilligen, innerhalb einer engen Bandbreite gehaltenen, Stabilisierung des Kurses des Frankens gegenüber der D-Mark.

Ich nehme die Antwort gleich vorweg: Ein Schattenbeitritt zum EWS erscheint mir unter den gegenwärtigen Umständen nicht als angebracht. Dies bedeutet aber nicht, dass wir uns für die ganzen neunziger Jahre grundsätzlich gegen einen solchen Schritt festlegen wollen. Unsere Haltung wird offen bleiben. Wir werden sie im Zuge der weiteren europäischen Entwicklung immer wieder zu überprüfen haben. Lassen Sie mich diese Auffassung etwas eingehender begründen!

Fixe Wechselkurse haben, gleich wie unsere autonome Politik, Vor- und Nachteile. Die Schweiz erfuhr dies hautnah. Sie war in der Zeit vor 1973 von der guten wie von der schlechten Seite der Wechselkursfixierung sehr direkt betroffen. Die Vereinigten Staaten, das Leitwährungsland unter dem System von Bretton

Woods, verfolgten vom zweiten Weltkrieg bis in die Mitte der sechziger Jahre eine Politik des stabilen Geldes. Davon profitierten auch wir. Dies änderte sich in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre. Die USA gingen, teils als Folge des Vietnamkriegs, zu einer zunehmend expansiveren Geldpolitik über. Ein nachhaltiger, weltweiter Inflationsschub baute sich auf. Die Schweiz fand als kleines Land neben der Pflicht zur Fixierung des Wechselkurses keinen Raum für eine autonome Geldpolitik. Wir waren damit auch der Möglichkeit beraubt, die Teuerung einzudämmen. Hilflos mussten wir zusehen, wie die Geldmenge sich auch bei uns aufblähte und starke Preissteigerungen nach sich zog. Dies bewog uns 1973, zum Floating, zu flexiblen Wechselkursen, überzugehen. Wir gewannen damit endlich die Möglichkeit zu einer eigenständigen Geldpolitik.

Die Erfahrung, dass stabile Wechselkurse nur segensreich wirken, wenn die Geldpolitik der beteiligten Länder insgesamt auf Preisstabilität ausgerichtet ist, bestätigte sich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre erneut. Die sieben grossen Industrieländer versuchten nach einer weltweiten Desinflationsperiode, die bis 1985 gedauert hatte, den Wechselkurs des Dollars zu stabilisieren. Sie strebten zuerst eine Senkung des Dollarkurses an. Diese drohte bald stärker als geplant auszufallen. Die Notenbanken gingen deshalb dazu über, den Dollar an den Devisenmärkten durch massive Interventionen zu stützen. Diese Dollar-Käufe blähten in den europäischen Ländern und in Japan die Geldmengen derart auf, dass die zuvor gebändigte Inflation erneut aufflammte.

Die negativen Erfahrungen mit einer wechsellorsorientierten Geldpolitik erklären, weshalb wir einer Bindung des Frankens an eine andere Währung nach wie vor Skepsis entgegenbringen. Unterschätzen wir damit aber nicht die bisher recht günstige Entwicklung im EWS? Die D-Mark bildete im EWS dank der konsequenten Linie der Deutschen Bundesbank einen Stabilitätsanker. Die Inflationsraten der Mitgliedländer des EWS sind heute tief. Sie sind jedenfalls deutlich niedriger als vor der Schaffung des EWS. Ist unsere Skepsis gegenüber der künftigen Entwicklung auf Grund dieser positiven europäischen Erfahrungen noch angebracht?

Die bisherige von der Deutschen Bundesbank geprägte Entwicklung im EWS ist sicher erfreulich. Die stärkere Fixierung der Wechselkurse, die der Delors-Plan für die Phase zwei des Weges zur Europäischen Währungsunion vorsieht, hat aber bereits in den letzten Jahren eine neue Situation geschaffen. Verschiedene Länder, Frankreich allen voran, stemmen sich prinzipiell gegen jede Anpassung der Wechselkurse. Das letzte EWS-''Realignment'' – die von Italien am letzten Wochenende im Zusammenhang mit der Aufgabe der erweiterten Bandbreite beschlossene Abwertung der Lira möchte ich nicht als ''Realignment'' bezeichnen – fand vor drei Jahren statt. Die Kurse sind seither praktisch fix. Dies führte zu stetig zunehmenden Ertragsbilanzungleichgewichten unter den Mitgliedstaaten des EWS. Rekordhohen Überschüssen der Bundesrepublik Deutschland stehen grosse Defizite Italiens, Spaniens und Frankreichs gegenüber.

Diese Ungleichgewichte liessen sich grundsätzlich zwar auch ohne nominelle Änderungen der Wechselkurse beseitigen. Die Defizitländer müssten allerdings, soll das Ziel niedriger Inflationsraten nicht preisgegeben werden, ihr Nachfragewachstum drosseln. Sie hätten dazu – dies gilt besonders für Spanien und Italien –, eine stark restriktive Finanzpolitik zu führen. Diese Staaten müssten mit anderen Worten ihre Budget-Defizite durch ein gebremstes Wachstum der Ausgaben in den Griff bekommen. Zweifel an diesem Wunder sind erlaubt. Gelingt die Disziplinierung der Finanzpolitik aber nicht, so kann die zu hohe Nachfrage nur durch die Geldpolitik eingedämmt werden. Die Geldpolitik wurde unter der Führung der Deutschen Bundesbank bereits im Laufe des Jahres 1989 sukzessive verschärft. Was geschieht, wenn eine weitere Straffung nötig wird? Der bisherige Konsens, dass die Preisstabilisierung im EWS Vorrang haben muss, steht dann vor einer harten Prüfung. Pressionen mit dem Ziel, einer Konjunkturabflachung durch eine grosszügige Geldversorgung zu begegnen, könnten rasch zu Differenzen unter den Partnern im EWS führen. Wir stehen mit der Furcht, dass aus diesen Pressionen – als Kompromiss – ein zu expansiver geldpolitischer Kurs resultieren wird, nicht allein. Es gibt auch innerhalb des EWS gewichtige Stimmen, die einen verfrühten Verzicht auf ''Realignments'' als Gefahr für die Preisstabi-

lität erachten. Die Kreise, die sich gegen eine zu rasche Verwirklichung des Delors-Plans stemmen, setzen ihre Kritik meistens bei diesen Überlegungen an.

Die wachsenden Spannungen im EWS zeigen, dass der Weg zur Währungsunion noch weit ist: weiter, als viele Optimisten inner- und ausserhalb der EG heute annehmen. Ich will damit die Erfolge des EWS nicht schmälern. Wir müssen zugeben, dass es sich bisher besser, als viele bei seiner Einführung erwartet hatten, bewährte. Ich habe deshalb auch Verständnis, wenn in der Schweiz hin und wieder vorgeschlagen wird, wir sollten auf eine eigenständige Politik verzichten und statt dessen den Wechselkurs gegenüber der D-Mark stabilisieren. Diese Forderung gewann im Zusammenhang mit der gegenwärtigen Frankenschwäche ein hörbares Echo. Die Tatsache, dass die Bundesrepublik in den letzten Jahren etwas tiefere Inflationsraten als wir erreichte, verstärkte es zusätzlich. Ich will, wenn ich mich zum Schlusse meiner Ausführungen unseren gegenwärtigen geldpolitischen Problemen zuwende, auf eine Frage deshalb besonders eingehen: Wie soll sich die Nationalbank angesichts der gegenwärtigen Frankenschwäche verhalten?

## 5. Zur aktuellen geldpolitischen Lage

### *a) Die Frankenschwäche erschwert den Teuerungsabbau*

Die Teuerung hat sich in der Schweiz im Laufe des vergangenen Jahres stark erhöht. Die Konsumentenpreise liegen gegenwärtig um rund 5% über dem Vorjahresniveau. Dies ist ein Anstieg, wie wir ihn seit 1982 nicht mehr erlebten. In den kommenden Monaten ist weiterhin mit hohen Teuerungsraten zu rechnen.

Der Teuerungsanstieg beschäftigt die schweizerische Öffentlichkeit sehr. Ich will ihn keineswegs verniedlichen. Im Gegenteil! Er beschäftigt die Nationalbank ganz besonders. Ich möchte aber doch beifügen: Es besteht auch kein Anlass zu einer Inflationshysterie. Die Nationalbank machte nie einen Hehl daraus, dass sie für den Anstieg der Teuerung zumindest teilweise verantwortlich ist. Wir führten im Jahre 1987 und in den ersten

Monaten 1988 eine etwas expansivere Politik. Wir nahmen auf eine tendenzielle Höherbewertung des Schweizer Frankens am Devisenmarkt und auf den Börsenkrach vom Herbst 1987 Rücksicht. Die Anpassungsprobleme, die sich aus der Revision der Liquiditätsvorschriften und der Einführung von SIC ergaben, trugen wie ich schon erwähnte dazu bei, dass die schweizerische Geldpolitik in der ersten Jahreshälfte 1988 eher expansiv blieb.

Verschiedene Kritiker werfen uns heute vor, wir hätten uns falsch verhalten. Wir hätten einen zu expansiven Kurs gesteuert. Ist dieser Vorwurf gerechtfertigt? Niemand vermag darauf eine gesicherte Antwort zu geben. Er müsste nämlich in der Lage sein nachzuweisen, wie die Wirtschaft sich ohne Lockerung unseres Kurses entwickelt hätte. Ich persönlich glaube nach wie vor, dass wir damals gar keine andere Wahl hatten, als unseren Restriktionskurs zu mässigen. Was wäre geschehen, wenn sowohl die Nationalbank als auch andere Notenbanken bedeutender Industrieländer im Herbst 1987 erklärt hätten, sie kümmerten sich keinen Deut um den Sturz der Aktienkurse? Möglicherweise wäre die von vielen Prognostikern vorausgesagte Wirtschaftskrise wie in den dreissiger Jahren tatsächlich ausgebrochen. Es trifft zu, dass wir aus heutiger Sicht beim Abbau der Liquidität im Jahre 1988 eine etwas forscher Gangart hätten einschlagen können. Ich bezweifle jedoch, dass die Teuerung sich heute auf einem wesentlich niedrigeren Niveau befände, wenn wir die Bankenliquidität rascher abgebaut hätten.

Sie mögen diese Beurteilung teilen oder nicht. In einem werden Sie mir jedoch zustimmen müssen: Der gegenwärtige Anstieg der schweizerischen Inflation auf über 5% liesse sich kaum erklären, wenn nur die expansive Geldpolitik der Jahre 1987 und 1988 als Teuerungsmotor gewirkt hätte. So expansiv, wie immer wieder behauptet wird, war unsere Geldpolitik nicht. Die sprunghafte Erhöhung der Konsumentenpreise wurde durch eine unglückliche Verkettung verschiedener Faktoren verursacht. Ein Anteil von zwei Prozentpunkten an der gegenwärtigen Teuerungsrate entfällt allein auf die massive Verteuerung des Erdöls – auf die Verdoppelung der Heizölpreise vorab –, die teilweise auf den niedrigen

Wasserstand des Rheins zurückzuführen ist. Wir dürfen damit rechnen, dass die erdölbedingten Teuerungsimpulse sich im Laufe des Jahres 1990 wieder abschwächen werden.

Die Schwäche des Schweizer Frankens am Devisenmarkt, die schon längere Zeit anhält und die Teuerung ebenfalls anheizt, bereitet uns deshalb weit grössere Sorge als der Erdölpreis. Eine leichte Abschwächung des Schweizer Frankens war als Folge der eher expansiven Geldpolitik der Jahre 1987 und 1988 zu erwarten. Das Ausmass der Tieferbewertung überraschte uns jedoch. Wir waren noch im Frühjahr 1989 der Meinung, der Kursverlust des Frankens sei vor allem auf Zweifel der Öffentlichkeit am Willen der Nationalbank, dem drohenden Anstieg der Teuerung Einhalt zu gebieten, zurückzuführen. Die Wiedererstarkung des Frankens nach der graduellen Verschärfung der Geldpolitik – und nach der Einführung des flexiblen Lombardsatzes im Frühjahr 1989 – bekräftigte uns vorerst in dieser Meinung. Die erneute Abschwächung des Schweizer Frankens seit dem Herbst 1989 lässt uns heute jedoch an dieser Beurteilung zweifeln. Verschiedene Anzeichen deuten darauf hin, dass die gegenwärtige Frankenschwäche nicht nur auf die etwas expansivere Geldpolitik von 1987 und 1988 sondern auch auf andere Faktoren zurückzuführen ist.

Wo orte ich diese zusätzlichen nicht unmittelbar durch die Geldpolitik bestimmten Gründe der gegenwärtigen Frankenschwäche?

- Ein erster Grund ist möglicherweise in der rasch fortschreitenden wirtschaftlichen Integration Westeuropas zu finden. Der Abbau der Handelsschranken und die Schaffung eines einheitlichen Geld- und Kapitalmarktes innerhalb der EG üben eine starke Anziehungskraft auf Anleger anderer Regionen aus. Viele erwarten, dass die Umwälzungen in Mittel- und Osteuropa die wirtschaftlichen Aussichten der EG – vor allem aber der Bundesrepublik Deutschland – noch verbessern werden. Die konsequente Stabilitätspolitik, die viele EG-Länder in Anlehnung an die Bundesrepublik Deutschland führen, fördert die Attraktivität der EG-Märkte zusätzlich.
- Während die Wirtschaftsaussichten der EG

geradezu euphorisch beurteilt werden, ist das Bild der Schweiz als Hort der Stabilität – hier sehe ich einen zweiten Grund – am Verblasen. Unsere eigene Leistungsfähigkeit ist zwar nicht geschrumpft. Die EG-Länder gleichen sich uns aber mehr und mehr an. Der in unserem Lande grassierende Pessimismus erscheint mir jedoch als unbegründet. Ich bin überzeugt, dass sich die schweizerische Industrie im künftigen europäischen Umfeld bestens behaupten wird. Der Finanzplatz Schweiz geht mit intakten Chancen in den Wettbewerb der internationalen Finanzmärkte. Die Banken haben eine Reihe von Initiativen, die unsere Märkte noch effizienter machen werden, ergriffen. Ihre Chancen, den Wettbewerb zu ihren Gunsten zu entscheiden, sind gewachsen. Wir werden allerdings, Werk- wie Finanzplatz, weniger als früher von den wirtschaftlichen Schwächen anderer Länder profitieren können.

- Einen dritten Grund sehe ich darin, dass der Kapitalexport der Schweiz nach dem EG-Raum als Folge der geschilderten Entwicklungen stark zugenommen hat. Dies äussert sich nicht nur in einem sprunghaften Anstieg der schweizerischen Direktinvestitionen in der Zwölfergemeinschaft. Wir haben auch den Eindruck, dass viele Anleger ihre Portefeuilles umschichten. Sie halten vermehrt EG-Währungen und bauen ihre Frankenbestände entsprechend ab. Diese Portfolioumlagerungen schwächen den Wechselkurs des Schweizer Frankens gegenüber den EG-Währungen.

Welche Folgerungen ergeben sich aus der Abschwächung des Frankens für unsere Geldpolitik? Sie bestehen im konsequenten Durchhalten unserer sehr restriktiven Geldpolitik, die wir mit dem Geldmengenziel von 2% für 1990 vorgegeben haben. Dennoch: Die Tieferebewertung unserer Währung hat inzwischen aber einen kritischen Punkt erreicht. Sie löst über den Anstieg der Importpreise zusätzliche Teuerungsimpulse aus. Auch wenn diese Impulse an sich vorübergehend sein dürften, können wir sie nicht hinnehmen. Wir müssen nämlich vermeiden, dass die wechselkursbedingte Erhöhung der Preise importierter Güter in eine Inflationsspirale ausmündet. Wir betonen bei der Ankündigung des diesjährigen Geldmengenziels aus diesem Grunde, dass wir

einer extremen Abschwächung des Schweizer Frankens entgegentreten würden. Es zeigt sich zudem, dass das Wachstumsziel für die bereinigte Notenbankgeldmenge, das wir für 1990 festlegten, sehr restriktiv wirkt. Nicht alle wollten diese Botschaft verstehen. Der jüngste Anstieg der schweizerischen Geldmarksätze belehrte sie eines Besseren. Er steht, soweit er nicht ultimobedingt war, im Einklang mit dem diesjährigen Geldmengenziel. Ich erwarte, dass die schweizerischen Geldmarksätze noch für eine gute Weile recht hoch bleiben werden. Ich wäre auch nicht überrascht, wenn sie für einige Dauer über den deutschen Sätzen liegen würden. Gegen beides habe ich nichts einzuwenden. Diese Politik wird die schweizerische Wirtschaft nämlich zur Preisstabilität zurückführen. Sie dürfte gleichzeitig, sobald sich die Märkte über ihr Andauern bewusst werden, zur Beruhigung der Lage am Devisenmarkt beitragen.

### ***b) Verhängnisvolle Verknüpfung von Mieten und Hypothekarzins***

Verschiedene Kritiker werden uns hier freilich vorwerfen, unsere restriktive Geldpolitik wirke kontraproduktiv, da sie die Teuerung über andere Kanäle anheize. Wir würden die Banken mit unserem restriktiven Kurs nämlich zu einer erneuten Heraufsetzung der Hypothekarzinsen veranlassen. Dies wiederum zwingt die Liegenschaftsbesitzer, die Mietzinsen zu erhöhen. Damit werde aber nur die Teuerung weiter angefacht.

Die Meinung, hohe Zinsen bedeuteten hohe Preise, ist nicht nur in der Schweiz weit verbreitet. Sie lässt sich auch im Ausland finden. Hohe Zinsen wirken jedoch höchstens in der kurzen Frist als Teuerungsmotor. Mittel- und langfristig bewirken hohe Zinsen dagegen einen Rückgang der Inflation. Wir können die Inflation daher nur über hohe Zinsen bekämpfen. Es gibt keine realistische Alternative zu dem von uns gegenwärtig verfolgten Restriktionskurs.

Die Diskussion um den Hypothekarzins wird in der Schweiz besonders hart geführt. Wir übersehen dabei gerne, dass der Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Mietzins, der in der kurzen Frist besteht, ein typisch schweizerisches Phäno-

men darstellt. Unsere Nachbarländer kennen dieses Problem, wenn überhaupt, nur in sehr abgeschwächter Form. Die Maxime, dass hohe Zinsen hohe Preise bedeuten, gilt grundsätzlich nicht einmal in der kurzen Frist. Wir kennen in der Schweiz nur deshalb einen Zusammenhang zwischen Mietzins und Geldpolitik, weil es der Gesetzgeber für nötig befand, die Maxime, hohe Zinsen bedeuteten hohe Preise, im "Bundesbeschluss über Massnahmen gegen Missbräuche im Mietwesen" institutionell zu verankern.

Ich plädiere mit meiner Kritik nicht gegen einen wirksamen Mieterschutz. Wir sind in der Nationalbank mit dem Gesetzgeber einig, dass der Mieter vor Missbräuchen bewahrt werden muss. Unser Mieterschutz wird aber zunehmend zum Mieterschreck. Die institutionelle Verknüpfung von Mieten und Hypothekarzins nützt den Mietern nicht. Sie schadet aber der Nationalbank. Der Bundesbeschluss enthält eine Formel für die Bestimmung missbräuchlicher Mietzinserhöhungen. Diese Formel berücksichtigt neben anderen Faktoren die Entwicklung des Hypothekarzinses. Ihre Schwäche liegt darin, dass mittel- und langfristig kaum ein Zusammenhang zwischen Mietzins und Hypothekarzins besteht. Die Mieten hängen von der Nachfrage nach Wohnraum, vom Angebot an Bauland sowie von den Baukosten ab. Sie nahmen von 1950 bis 1989 um mehr als das Sechsfache zu, während sich die Konsumentenpreise vervierfachten. Die Hypothekarzinsen stiegen in diesem Zeitraum tendenziell um weniger als das Doppelte.

Das Bestreben des Gesetzgebers, die Mieten an den Hypothekarzins zu binden, ist daher volkswirtschaftlich unsinnig. Der Mieter wird dadurch nicht vor Missbräuchen geschützt. Die institutionelle Verknüpfung dieser beiden Grössen bewirkt lediglich, dass die Mieten in Zeiten stabiler Hypothekarzinsen selbst dann nicht oder nicht genügend erhöht werden, wenn die Bedingungen am Wohnungsmarkt eine deutliche Heraufsetzung rechtfertigen würden. In Zeiten steigender Hypothekarzinsen werden sie dafür um so rascher und stärker nach oben angepasst. Trotzdem ist es langfristig nicht primär der Hypothekarzins, der die Entwicklung der Mieten beeinflusst. Es sind dies vielmehr die übrigen Angebotsbedingungen und die Nachfrage am Wohnungsmarkt.

Wieso ist die ruckweise Anpassung der Mieten, die sich aus der schweizerischen Mieterschutz-Gesetzgebung ergibt, aus der Sicht der Nationalbank so unerwünscht? Sie stört die Geldpolitik. Mietzinsschübe finden regelmässig dann, wenn die Nationalbank einem drohenden Teuerungsanstieg mit einer restriktiven Geldpolitik entgegenzutreten versucht, statt. Die Nationalbank wird dadurch unter politischen Druck gesetzt. Dies ist aber nicht das Hauptproblem. Es ist unsere Aufgabe, solchem Druck zu widerstehen. Gefährlicher ist, dass der Eindruck erweckt wird, die Geldpolitik sei ein untaugliches Mittel der Teuerungsbekämpfung. Zudem steigt die zeitliche Verzögerung, mit der das Preisniveau auf die Verschärfung der Geldpolitik reagiert. Ich bin daher der Ansicht, dass die schweizerische Mieterschutz-Gesetzgebung umgestaltet werden muss. Sie darf die Geldpolitik nicht länger behindern. Wir werden uns mit dieser Frage in den kommenden Monaten intensiv beschäftigen.

Vorderhand müssen wir jedoch unter den bestehenden Bedingungen, selbst wenn sie uns Geldpolitikern das Leben schwer machen, handeln. Die Nationalbank kann bei der Festlegung ihrer Geldpolitik nicht auf volkswirtschaftlich unsinnige Aspekte eines untauglichen Mieterschutzes Rücksicht nehmen. Wir müssen die Massnahmen, die mittelfristig ein stabiles Preisniveau gewährleisten, ergreifen. Jedes andere Handeln wäre nicht nur ein Verstoß gegen unseren verfassungsmässigen Auftrag. Es wäre nicht nur eine Schädigung unserer gesamten Wirtschaft. Es wäre in höchstem Masse unsozial.

## 6. Fazit

Die neunziger Jahre begannen mit einem turbulenten Auftakt. Er lässt erwarten, dass sie von einem raschem Wandel in den verschiedensten Bereichen geprägt bleiben werden. An Herausforderungen – an Herausforderungen auch für die Geldpolitik – wird es nicht fehlen.

Ich sehe für uns, für die Nationalbank, vorerst keinen Anlass, ernsthaft eine Alternative zu unserer auf die mittelfristige Stabilisierung des Preisniveaus ausgerichteten Geldmengenkontrolle ins Auge zu fassen. Wir müssen die Entwicklung in

unserem ausländischen Umfeld aber aufmerksam verfolgen. Die Frage eines Systemwechsels in der Geldpolitik kann sich für uns mit jedem Schritt, der im Rahmen der europäischen Integration erfolgt, neu stellen. Gleichzeitig haben wir über weitere Verbesserungen unseres bisherigen geldpolitischen Konzepts nachzudenken. Ich setze den Akzent hier vor allem auf Verbesserungen, die der Früherkennung von Verschiebungen der Geldnachfrage dienen. Die aktuelle Frankenschwäche führt uns drastisch vor Augen, welche Auswirkungen Portfolio-Umschichtungen im Rahmen der heutigen, international stark integrierten Finanzmärkte zu zeitigen vermögen. Diese internationale Verflechtung wird noch zunehmen. In der EG sollen im laufenden Jahr die letzten Kapitalverkehrskontrollen fallen. Wir könnten uns deshalb künftig noch vermehrt mit unerwünschten Wechselkursbewegungen, die

unsere Geldpolitik erschweren, konfrontiert sehen. Die Suche nach einem verantwortbaren Mittelweg zwischen binnenorientierter Stabilitätspolitik und Rücksichtnahme auf den Wechselkurs des Frankens wird uns in den neunziger Jahren weiter beschäftigen. Schliesslich sollten wir uns überlegen, wie der schweizerische Mieterschutz umgestaltet werden könnte, damit er die Geldpolitik nicht behindert.

Die richtige Dosierung der Geldpolitik bleibt – dies zeigen die aufgezählten Herausforderungen – eine schwierige Aufgabe. Sie ist mit Risiken behaftet. Ich bin aber zuversichtlich, dass es uns in den neunziger Jahren gelingen wird, in der Inflationskontrolle Resultate zu erzielen, die sich mit den Erfolgen der stabilitätsbewusstesten ausländischen Notenbanken messen können.



# Die Durchführung der Geldpolitik in der Schweiz

Stefan Hoffmann\*

Die Entwicklung der Geldmenge ist von zentraler Bedeutung für eine Volkswirtschaft, weil das Wachstum der Geldmenge mittelfristig die Entwicklung des Preisniveaus bestimmt. Will die Notenbank sicherstellen, dass das Preisniveau in der mittleren Frist stabil ist, so muss sie in der Lage sein, die Expansion der Geldmenge zu kontrollieren. Von den verschiedenen Geldmengenaggregaten (monetäre Basis, M1, M2, M3) kontrolliert die Nationalbank lediglich die monetäre Basis direkt (in der Schweiz Notenbankgeldmenge genannt). Seit 1980 publiziert die SNB jährlich ein Geldmengenziel für die Notenbankgeldmenge.<sup>1</sup>

In diesem Aufsatz soll gezeigt werden, wie das jährliche Geldmengenziel praktisch umgesetzt wird. Zunächst wird erläutert, wie aus dem jährlichen Geldmengenziel operationelle Ziele abgeleitet werden. Sodann wird anhand der wichtigsten Bilanzposten der Nationalbank illustriert, wie die SNB die Notenbankgeldmenge verändern kann und über welche Instrumente sie dazu verfügt. Schliesslich wird das Prinzip der täglichen Liquiditätsplanung dargestellt und veranschaulicht. Das geldpolitische Konzept der Nationalbank wird in diesem Rahmen als gegeben vorausgesetzt.<sup>2</sup>

## 1. Vom Notenbankgeldmengenziel zum operativen Giroziel

Das Zielaggregat, die Notenbankgeldmenge, besteht aus zwei Komponenten: Den Giroguthaben und dem Notenumlauf. Der Anteil der Giroguthaben an der Notenbankgeldmenge betrug im Januar 1990 rund 10%, derjenige der Noten 90%. Giroguthaben sind zinslose Sichtguthaben der Banken bei der SNB. Sie dienen in erster Linie zur Abwicklung des Interbankzahlungsverkehrs über das SIC.<sup>3</sup> Giroguthaben zählen auch zur Kassali-

quidität, welche die Banken gemäss den Liquiditätsvorschriften halten müssen.<sup>4</sup> Die SNB verändert die Höhe der Giroguthaben der Banken dadurch, dass sie mit den Geschäftsbanken Devisen- oder Kapitalmarktgeschäfte abschliesst. Diese Geschäfte werden über die Giroguthaben der Banken bei der SNB verbucht. Demgegenüber kann die SNB den Notenumlauf kurzfristig nicht direkt beeinflussen. Sie kontrolliert die Notennachfrage lediglich indirekt über das Zinsniveau, welches sie durch die Versorgung der Banken mit Giroguthaben beeinflusst.<sup>5</sup>

Die tägliche Geldmengensteuerung setzt unmittelbar bei den Giroguthaben an. Es ist deshalb notwendig, monatliche Zielwerte für die Giroguthaben zu besitzen. Monatliche Giroziele werden in drei Schritten ermittelt. Zunächst wird für die Notenbankgeldmenge ein saisonbereinigter Zielpfad über das ganze Jahr bestimmt. Dieser Pfad widerspiegelt die Trendentwicklung der Notenbankgeldmenge. Die Nachfrage nach Notenbankgeld weist während des Jahres ausgeprägte Saisonschwankungen auf. Um zu verhindern, dass kurzfristige, saisonale Nachfrageschwankungen zu ausgeprägten Zinsfluktuationen am Geldmarkt führen, wird der Zielpfad in einem zweiten Schritt saisonalisiert. Die Saisonalität wird berücksichtigt, indem die Monatswerte der Notenbankgeldmenge mit Saisonfaktoren multipliziert werden. Dabei werden für den Notenumlauf und die Giroguthaben unterschiedliche Saisonfaktoren verwendet. Die beiden Saisonfaktoren werden entsprechend den Anteilen der Giroguthaben bzw. des Notenumlaufs an der Notenbankgeldmenge gewichtet. Der resultie-

<sup>1</sup> Ökonometrische Untersuchungen lassen darauf schliessen, dass ein jährlicher Anstieg der Notenbankgeldmenge um etwa 2% längerfristig die Stabilität des Preisniveaus gewährleistet. Vgl.: Büttler H.J., Ettlin F., Ruoss E. (1987)

<sup>2</sup> Zum geldpolitischen Konzept der SNB vgl. Rich G. (1989)

<sup>3</sup> Vgl. Vital Ch. (1988)

<sup>4</sup> Vgl. Birchler U.W. (1988)

<sup>5</sup> Vgl. Ettlin F. (1989)

\* Bereich monetäre Operationen, Schweizerische Nationalbank

rende saisonalisierte Zielpfad gibt für jeden Monat einen Zielwert der Notenbankgeldmenge an. Subtrahiert man davon den jeweils erwarteten, durchschnittlichen Notenumlauf, so gelangt man zu den monatlichen Girozielen. Diese dienen als Richtschnur für die operative Geldmengensteuerung.

**2. Die Notenbankgeldmenge im Spiegel der SNB-Bilanz**

In der Abbildung 1 ist eine vereinfachte Notenbankbilanz dargestellt. Die Bilanz gliedert sich wie folgt:<sup>6</sup>

Abbildung 1

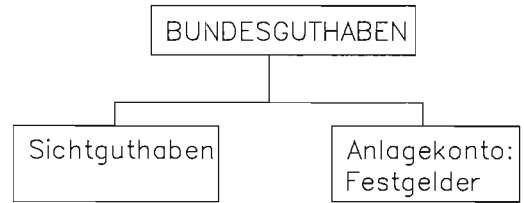
BILANZ DER SNB

<u>AKTIVEN</u>	<u>PASSIVEN</u>
GOLD	NOTENUMLAUF
DEISEN	
KREDITE	
WERTSCHRIFTEN	
	GIROGUTHABEN
	GUTHABEN BUND
	RESERVEN

Auf der Aktivseite dominieren die Devisenreserven. Sie machen Anfang 1990 rund zwei Drittel der Bilanzsumme aus. 90% der Devisenreserven entfallen auf Dollaranlagen. Der zweite grosse Aktivposten enthält die Goldreserven. Ihr Anteil beträgt gut 20%. Der Goldbestand blieb in den letzten Jahren unverändert, weil die SNB seit Mitte der 70er Jahre keine Goldtransaktionen mehr durchgeführt hat. Die beiden übrigen Komponenten der Bilanz, die Kredite und Wertschriften, sind von untergeordneter geldpolitischer Bedeutung. Zu den Notenbankkrediten zählen der Diskont- und der Lombardkredit. Diskontkredite werden den Banken gegen Pflichtlagerwechsel gewährt.<sup>7</sup>

Anfang 1990 entfielen rund 1 1/2% der Bilanzsumme auf Diskontkredite. Lombardkredite sind

Abbildung 2



solche Kredite, welche die SNB an Banken gegen Hinterlegung von Wertschriften gewährt. Weil dieser Kredit rund 2% teurer ist als vergleichbare Kredite bei anderen Banken, wird eine Bank nur im Notfall, d.h. bei unvorhersehbaren Liquiditätsbedürfnissen und wenn sie bei den anderen Banken kein Geld mehr bekommt, kurzfristig den Lombardkredit beanspruchen. Schliesslich kauft die SNB regelmässig Wertschriften am Sekundärmarkt. Die sogenannte Offenmarktpolitik dient primär dem Ziel, die Aktiven der SNB zu diversifizieren.<sup>8</sup> Rund 5% der Bilanzsumme entfallen auf Wertschriften. Eine aktive Rolle bei der Geldmengensteuerung kommt den Wertschriftenkäufen indessen nicht zu.

Auf der Passivseite der SNB-Bilanz befinden sich die Komponenten der Notenbankgeldmenge: Die Giroguthaben der Banken und der Notenumlauf. Daneben die Guthaben der Bundesverwaltung bei der SNB und die Reserven (v.a. Rückstellungen für Währungsrisiken). Die Guthaben des Bundes bei der SNB setzen sich zusammen aus

<sup>6</sup> Nach Art. 16 des NBG ist die Nationalbank verpflichtet, "Ausweise über den Stand ihrer Aktiven und Passiven am 10., 20. und letzten jedes Monats" zu veröffentlichen. Vgl. dazu Monatsberichte der Schweizerischen Nationalbank, Tabelle 1.

<sup>7</sup> Gemäss der seit dem 1. Januar 1990 geltenden Vereinbarung über die Finanzierung von Pflichtlagern können Geschäftsbanken einen Drittel der von ihnen gewährten Pflichtlagerdarlehen bei der SNB rediskontieren.

<sup>8</sup> Am 19. Februar 1981 entschied das Direktorium der SNB grundsätzlich, den Bestand an inländischen Obligationen graduell zu erhöhen. Nach einer Experimentierphase beschloss das Direktorium am 24. Januar 1985, bis auf weiteres einen Drittel der Zunahme der Notenbankgeldmenge durch Obligationenkäufe vornehmen zu lassen. Um Zinseffekte so weit wie möglich zu vermeiden, werden die Wertschriftenkäufe gleichmässig über die jeweilige Periode verteilt. Sie dienen somit nicht zur geldpolitischen Feinststeuerung.

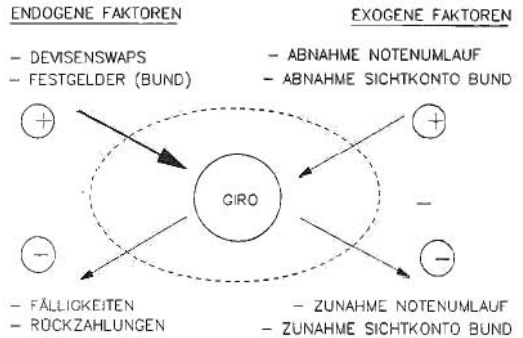
den Sichtguthaben<sup>9</sup> und dem Anlagekonto (Abbildung 2). Die Abteilung Tresorerie der Eidgenössischen Finanzverwaltung entscheidet darüber, welchen Betrag der Bund als frei verfügbare Mittel bei der SNB auf dem Sichtkonto halten will. Den Rest kann er bei der SNB als Festgelder platzieren. Die Nationalbank ist ihrerseits frei, diese Mittel auf Risiko des Bundes am Markt weiterzu-  
plazieren.<sup>10</sup> Jene Festgeldanlagen des Bundes, welche die SNB nicht oder noch nicht am Markt weiterplaziert hat, erscheinen in der Bilanz der SNB auf dem Anlagekonto des Bundes.

So wie die Notenbankgeldmenge definiert ist, zählen die Guthaben des Bundes nicht zur Notenbankgeldmenge. Diese Abgrenzung hat für die Geldpolitik in zweierlei Hinsicht praktische Folgen: Einerseits beeinflussen Zahlungsein- und -ausgänge auf dem Sichtkonto des Bundes die Notenbankgeldmenge: Fliesst Geld vom Sichtkonto des Bundes an die Girokonti der Banken, so vergrössert sich die Notenbankgeldmenge und umgekehrt. Fluktuationen auf dem Sichtkonto werden in erster Linie durch den Zahlungsverkehr des Bundes verursacht. Darüber besitzt die SNB keine Kontrolle. Andererseits verfügt die SNB mit dem Anlagekonto des Bundes über ein wichtiges Instrument zur Liquiditätssteuerung: Dadurch, dass die SNB die Festgelder des Bundes auf eigene Initiative bei den Banken weiterplazieren kann, besitzt sie die Möglichkeit, die Notenbankgeldmenge zu vergrössern. Bilanztechnisch handelt es sich bei der Weiterplatzierung von Bundesgeldern um einen Passivtausch.

Bei der Steuerung der Notenbankgeldmenge via den übrigen Bilanzposten sind demgegenüber jeweils ein Aktiv- und ein Passivposten der Bilanz betroffen. Die SNB vergrössert oder verkleinert die Notenbankgeldmenge, indem sie bewusst einzelne Aktivposten der Bilanz variiert. Zum Beispiel kauft sie Devisen oder inländische Wertpapiere bei Banken und schreibt den entsprechenden Gegenwert den Girokonti der Banken gut. Diese verfügen somit über mehr Notenbankgeld.

Abbildung 3

## DIE LIQUIDITÄTSPLANUNG DER SNB



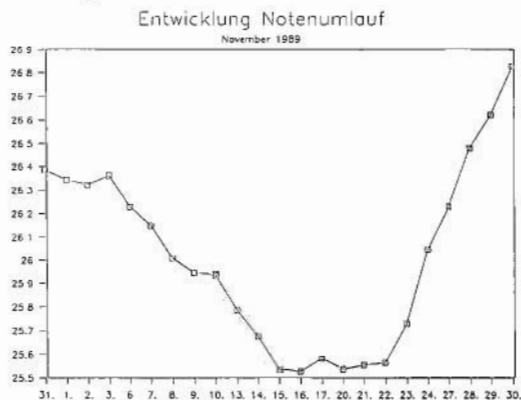
### 3. Der Einsatz der geldpolitischen Instrumente

Der Einsatz der geldpolitischen Instrumente erfolgt im Rahmen der täglichen Liquiditätsplanung. Diese kann mit einem Regelkreis verglichen werden, wie er in Abbildung 3 dargestellt ist. Zu regulieren bzw. auf dem Zielwert zu stabilisieren sind die Giroguthaben. Diese werden durch endogene und exogene Faktoren beeinflusst. Aus der Sicht der Nationalbank sind exogene Faktoren solche, welche die SNB nicht beeinflussen kann. Sie können lediglich prognostiziert werden. Endogene Faktoren sind demgegenüber jene, welche die SNB direkt kontrolliert. Sie entsprechen dem Instrumentarium, über welches die SNB aus eigener Initiative verfügen kann. Die Instrumente werden entsprechend der Ausprägung der exogenen Faktoren so "dosiert", dass die Giroguthaben auf Zielkurs bleiben. Die Zeichen "+" und "-" in

<sup>9</sup> Die Sichtguthaben des Bundes setzen sich zusammen aus rund einem Dutzend Konti des Bundes, der SBB, der PTT und der AHV. Die Nationalbank nimmt über diese Konti für Rechnung des Bundes Zahlungen entgegen und führt in dessen Auftrag und bis zur Höhe des Bundesguthabens Zahlungen an Dritte aus.

<sup>10</sup> Die Mitwirkung der SNB bei der Anlage von Bundesmitteln ist in einer Vereinbarung zwischen der Eidgenössischen Finanzverwaltung und der SNB geregelt. Gemäss der seit dem 1. März 1989 gültigen Vereinbarung werden die Sichtguthaben des Bundes bis zum Betrag von 500 Mio Franken zum Tagesgeldsatz verzinst. Ausserdem steht dem Bund die Möglichkeit offen, seine liquiden Mittel auf Risiko des Bundes bei der Nationalbank als Festgeldanlage bis zu 2 Jahren Laufzeit und zu marktüblichen Sätzen zu platzieren.

Abbildung 4



der Abbildung 3 bezeichnen die Wirkung der Faktoren auf die Giro Guthaben.

Die exogenen Faktoren bestehen im wesentlichen aus dem Notenumlauf und den Sichtguthaben des Bundes bei der SNB. Wie wir gesehen haben, gehört der Notenumlauf zur Notenbankgeldmenge. Die SNB kann den Notenumlauf in der kurzen Frist indessen nicht direkt kontrollieren. Die Entwicklung des Notenumlaufs weist auch während des Monats ein ausgeprägt zyklisches Muster auf (Abbildung 4). Um Zinsauschläge am Geldmarkt zu vermeiden, ist die Geldpolitik bestrebt zu verhindern, dass solche zyklische Schwankungen des Notenumlaufs zu entsprechenden Fluktuationen der Giro Guthaben führen. Damit die SNB ihre Giroziele einhalten kann, muss sie den Notenumlauf prognostizieren. Unterschätzt sie den Notenumlauf, so kommen die Giro Guthaben tiefer als gewünscht zu liegen. Die Prognose des Notenumlaufs während des Monats beruht auf den Tageswerten des letzten Jahres mit gleicher Kalenderkonstellation. Diese Werte werden um das inzwischen eingetretene Wachstum des Notenumlaufes korrigiert.

Den zweiten wichtigen exogenen Faktor bilden die Sichtguthaben des Bundes bei der SNB. Diese Guthaben dienen dem Bund zur Abwicklung seines Zahlungsverkehrs. Andererseits gehen auf diesem Konto auch die Steuereinnahmen ein. Während Geldbewegungen zwischen Banken den Girobestand insgesamt nicht beeinflussen, führen Transfers von Girokonten der Banken zum Bundeskonto zu einer Abnahme der

Giro Guthaben. Um die Giroziele zu erreichen, müssen diese Bewegungen richtig eingeschätzt werden.

Zu den endogenen Faktoren, den Instrumenten, zählen vor allem die Devisenswaps und die Platzierung von Festgeldern bei Banken. Der Devisenswap, das Hauptinstrument der Geldmengensteuerung, ist eine Kombination von einem Kassageschäft mit einem Termingeschäft. Bei einem Dollar/Franken-Swap erwirbt die SNB von Geschäftsbanken Dollars gegen Franken für einen begrenzten Zeitraum. Am Ende der Laufzeit wird die Transaktion zu einem im voraus vereinbarten Kurs wieder rückgängig gemacht. Da in der Schweiz ein breiter Dollarmarkt besteht, können Swaptransaktionen jederzeit auch in grossen Beträgen durchgeführt werden. Sie haben zudem den Vorteil, dass sie in bezug auf Laufzeit und Konditionen sehr flexibel gehandhabt werden können. Nachteilig wirkt sich aus, dass die Abwicklung der Devisenswaps in der Regel zwei Tage beansprucht und sie deshalb zwei Tage im voraus abgeschlossen werden.

Als zweites wichtiges Instrument kann die SNB Bundesgelder bei den Banken plazieren. Der Bund legt jene Mittel, über die er nicht unmittelbar verfügen will, bei der SNB als Festgelder an. Die SNB verzinst diese Gelder zu marktconformen Zinssätzen. Von geldpolitischer Bedeutung ist, dass die SNB diese Gelder nach eigenem Ermessen bei den Banken weiterplazieren (oder zurückbehalten) kann. Dadurch, dass die SNB Festgelder des Bundes bei einer Bank plaziert, erweitert sie die Notenbankgeldmenge. Zahlt die Bank die Festgelder an die SNB zurück, verringert sich die Notenbankgeldmenge wieder. Die Weiterplazierung von Festgeldern des Bundes erfolgt auf Rechnung und Gefahr des Bundes. Bundesanlagen haben den Vorteil, dass sie auf den gleichen Tag, d.h. ohne zeitliche Verzögerung, abgeschlossen werden können. Andererseits hängt die Verfügbarkeit des Instruments vom Umfang der Festgelderanlagen des Bundes bei der SNB ab.

#### 4. Die Liquiditätsplanung: Ein Beispiel

Um einen Eindruck zu vermitteln, wie die tägliche Liquiditätssteuerung der SNB praktisch durchge-

Abbildung 5: Ein fiktives Beispiel für die Liquiditätsplanung (Zahlen geben Mio Franken an)

Bilanz		Bestand 1. Tag		Veränderung 2. Tag*		Veränderung 3. Tag*	
Aktiven	Passiven	Aktiven	Passiven	Aktiven	Passiven	Aktiven	Passiven
Devisen:		33,000					
- fällige Swaps				(1,200)		(1,000)	
- neue Swaps						900	
Kredite:							
- Lombard		50		(50)			
Wertschriften		3,000					
	Bundeskonto:						
	- Anlagekonto		1,200		800		
	- Sichtguthaben		300		200		
	Notenumlauf		30,000		100		100
Veränderungen		-	-	(1,250)	1,100	(100)	100
	Giroguthaben		4,550		4,400		4,400

\* negative Werte stehen in Klammern

führt wird, soll hier ein vereinfachter Planungsablauf skizziert werden.<sup>11</sup>

In der Abbildung 5 sind die Planungsunterlagen eines fiktiven Beispiels ersichtlich. In der ersten Spalte sind die für die Steuerung der Notenbankgeldmenge relevanten Bilanz-Positionen wiedergegeben. Dazu gehören die Aktivposten "Devisen" und "Kredite" und "Wertschriften" sowie der Passivposten "Bundeskonto". In den Spalten "Veränderungen" sind die jeweiligen Veränderungen der Bilanzpositionen gegenüber dem Vortag eingetragen. Die Giroguthaben stehen als letzter Bilanzposten in der untersten Zeile. Das Vorzeichen bezieht sich auf die Wirkung der Veränderung in bezug auf die Giroguthaben.

Wir befinden uns am zweiten Tag. Die Werte des 1. Tages entsprechen Bilanzwerten, d.h. es handelt sich um realisierte Grössen von gestern. Lombardkredite wurden im Umfang von 50 Mio Franken beansprucht. Die SNB hatte von den Festgeldanlagen des Bundes 1,2 Mrd Franken nicht weiterplaziert und der Bund besass 300 Mio Franken auf dem Sichtkonto der SNB. Der Notenumlauf betrug 30 Mrd Franken, die Giroguthaben 4,55 Mrd Franken. In unserem Beispiel gehen wir davon aus, dass das monatliche Giroziel gemäss dem saisonalisierten Zielpfad 4,4 Mrd

Franken betrage. Die Planung wird deshalb versuchen, die Giroguthaben möglichst nahe bei 4,4 Mrd Franken zu halten. Wie geschieht das?

Am 2. Tag, also heute, werden 1,2 Mrd Franken Swaps fällig. Die Lombardkredite von gestern dürften heute zurückbezahlt werden und wir gehen davon aus, dass die Banken heute keine Lombardkredite beanspruchen werden.<sup>12</sup> Die Finanzverwaltung des Bundes teilt uns mit, dass sie heute voraussichtlich lediglich 100 Mio Franken auf dem Sichtkonto haben wird. Das sind 200 Mio Franken weniger als gestern. Weil dieses Geld vom Bund zu den Banken, d.h. auf deren Girokonti geht, werden diese um 200 Mio Franken zunehmen. Schliesslich erwarten wir, dass der Notenumlauf am 2. Tag um 100 Mio Franken abnehmen wird. Der sinkende Notenumlauf führt zu einem entsprechenden Anstieg der Giroguthaben.

<sup>11</sup> Nicht berücksichtigt sind die kommerziellen Devisentransaktionen, welche die SNB vor allem für die Auslandszahlungen des Bundes tätigt. Ebenfalls nicht berücksichtigt sind Devisenmarktinterventionen. Beide Geschäfte finden auf Initiative der SNB statt und beeinflussen die Notenbankgeldmenge, dienen jedoch nicht zur Geldmengensteuerung.

<sup>12</sup> In der Regel wird den einzelnen Instituten auf Antrag eine Kreditlimite gewährt. Den Banken steht es frei, innerhalb dieser Limiten Lombardkredite zu beanspruchen.

Ziehen wir Bilanz: Die auslaufenden Swaps (1,2 Mrd) und die zurückbezahlten Lombardkredite (50 Mio) führen zu einer Abnahme der Giro Guthaben um 1,25 Mrd Franken. Umgekehrt führt der Rückgang des Notenumlaufs (100 Mio) und der Abfluss von Geld vom Kontokorrentkonto des Bundes zu den Banken (200 Mio) zu einer Zunahme der Girokonten um 300 Mio Franken. Per Saldo gehen die Giro Guthaben um 950 Mio Franken zurück. Lagen sie am ersten Tag bei 4,55 Mrd Franken, so würden sie am zweiten Tag bei 3,6 Mrd Franken liegen. Um auf die Zielgrösse von 4,4 Mrd Franken zu gelangen, plazieren wir Festgeldanlagen des Bundes im Umfang von 800 Mio Franken bei den Banken.

Am 3. Tag schliesslich wird eine weitere Mrd Franken Swaps fällig und der Notenumlauf geht abermals um 100 Mio Franken zurück. Die beiden Vorfälle wirken in bezug auf die Giro Guthaben in die entgegengesetzte Richtung: Während der Swaperfall zu einer Reduktion der Giro Guthaben führt, bewirkt der sinkende Notenumlauf ein Ansteigen derselben. Es resultiert eine Nettoabnahme der Giro Guthaben im Umfang von 900 Mio Franken. Wollen wir die Giro Guthaben unverändert bei 4,4 Mrd Franken halten, so muss diese Abnahme ausgeglichen werden. Wir erreichen dies, indem wir auf den 3. Tag Devisenswaps für 900 Mio Franken abschliessen.

## 5. Schlussfolgerungen

Die tägliche Planung der Liquidität basiert auf dem Geldmengenziel für das laufende Jahr. Dieses ist so bemessen, dass das Wachstum der Geldmenge in der mittleren Frist dem realen Wachstum der Wirtschaft entspricht. Die Stabilisierung des Preisniveaus steht im Vordergrund. Das Jahresziel ist für die kurzfristige Steuerung zu wenig aussagekräftig. Um während des Jahres eine Richtlinie für die Geldpolitik zu haben, wird das Jahresziel in Monatsziele zerlegt. Diese dienen als Richtschnur für die tägliche Planung.

Notenbankpolitik von Tag zu Tag bedeutet in erster Linie Giropolitik. Die Schwierigkeit besteht darin, jene exogenen Faktoren möglichst genau zu prognostizieren, welche die Giro Guthaben beeinflussen. Von grosser Bedeutung sind insbe-

sondere die Entwicklung des Notenumlaufs und die kurzfristigen Bewegungen auf dem frei verfügbaren Bundeskonto. Basierend auf den kurzfristigen Prognosen, versucht die Planung durch den Einsatz und die entsprechende Dosierung der Instrumente die Giro Guthaben "auf Kurs" zu halten. Zu den wichtigen Instrumenten der SNB gehören namentlich der Devisenswap und die Plazierung von Festgeldern bei den Banken.

Die Durchführung der Geldpolitik verlangt gleichermaßen gesundes Augenmass, Flexibilität und "handwerkliches" Können. Diese Eigenschaften sind erforderlich, um allfällige Kursabweichungen rechtzeitig zu erkennen, Gegenmassnahmen unverzüglich, aber dosiert zu ergreifen und dabei den Blick auf das mittelfristige Geldmengenziel nicht aus den Augen zu verlieren.

## Literaturverzeichnis

- Birchler U.W. (1988): Neue Liquiditätsvorschriften und Geldpolitik. *Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank* 6, S. 75–81.
- Büttler H.J., Ettlín F., Ruoss E. (1987): Empirische Schätzung des Wachstums der potentiellen Produktion in der Schweiz. *Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank* 5, S. 257–268.
- Ettlín F. (1989): Der Schweizerische Notenumlauf 1962 – 1988. *Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank* 7, S. 257–268.
- Rich G. (1989): Geldmengenziele und schweizerische Geldpolitik: Eine Standortbestimmung. *Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank* 7, S. 345–360.
- Schweizerische Nationalbank (1990) *82. Geschäftsbericht 1989*. Bern.
- Schweizerische Nationalbank. *Monatsberichte*. Zürich.
- Vital Ch. (1988): Das elektronische Interbankzahlungssystem SIC: Konzept und vorläufige Ergebnisse. *Wirtschaft und Recht*, Jg. 40, Heft 1, S. 9–30.

## Geld- und währungspolitische Chronik

---

### **Erhöhung der Differenz zwischen Lombardsatz und Marktsätzen**

Die Schweizerische Nationalbank erhöhte mit Wirkung ab 14. Dezember 1989 die Differenz zwischen dem flexiblen Lombardsatz und den Marktsätzen von einem auf zwei Prozentpunkte.

### **Änderung der Kapitalexporth Bestimmungen**

Seit 1. März 1990 ermöglicht die Nationalbank auch Finanzinstituten, die die Anforderungen des Kapitalexporth-Merkblatts an Mitglieder von Syndikaten nicht erfüllen, sich an Emissionsgeschäften in Schweizer Franken zu beteiligen, sofern diese dem Vollzug eines internationalen Umschuldungsabkommen dienen und die Titel nicht öffentlich emittiert werden. Neu dürfen auch Anleihen ausländischer Schuldner in ECU oder mit ECU-Bindung aufgelegt werden. Bisher waren nur Fremdwährungsemissionen in amerikanischen und in kanadischen Dollars gestattet.

### **Überbrückungskredit an Polen**

Ende Dezember 1989 gewährten die Währungsbehörden der Zehnergruppe, Spaniens und Österreichs einen Überbrückungskredit von 500 Mio. Dollar an Polen. Der Überbrückungskredit soll Ende Mai 1990 durch Kreditfazilitäten von IMF und Weltbank abgelöst werden. Die Nationalbank leistete eine Substitutionszusage in Höhe von 7,5 Mio. Dollar, an jenen Teil des Kredits, der über die BIZ koordiniert wurde. Die Beteiligung der Nationalbank wird vom Bund garantiert.

### **Rückzahlung des Überbrückungskredites an Mexiko**

Mitte Februar 1990 hat Mexiko einen Überbrückungskredit, der Mitte September 1989 von den Vereinigten Staaten gemeinsam mit den Zentralbanken der Länder der Zehnergruppen sowie Spaniens gewährt worden war (vgl. Quartalsheft No. 4/1989), zurückbezahlt. Das Engagement der Nationalbank, die eine Substitutionszusage über 20,2 Mio. Dollar an den von der BIZ koordinierten Kreditbeitrag geleistet hatte, ist damit erloschen.

## Chronique monétaire

---

### **Relèvement de l'écart entre le taux lombard et les taux du marché**

A compter du 14 décembre 1989, la Banque nationale a porté d'un à deux points l'écart entre le taux lombard flottant et les taux du marché.

### **Modification des dispositions régissant les exportations de capitaux**

La Banque nationale a modifié, avec effet au 1er mars 1990, les dispositions régissant les exportations de capitaux. Depuis, les établissements qui ne satisfont pas aux exigences que ces dispositions imposent aux membres de syndicats peuvent eux aussi participer à des émissions en francs suisses, à condition que ces opérations soient liées à l'exécution d'accords internationaux sur la restructuration de la dette de pays et que les papiers-valeurs ne soient pas offerts en souscription publique. En outre, les débiteurs étrangers peuvent lancer des emprunts libellés en Ecus ou ayant un lien avec l'Ecu. Auparavant, les émissions en monnaies étrangères n'étaient possibles qu'en dollars des Etats-Unis et du Canada.

### **Crédit relais en faveur de la Pologne**

A la fin du mois de décembre 1989, les autorités monétaires des pays du Groupe des Dix, de l'Espagne et de l'Autriche ont accordé un crédit relais de 500 millions de dollars à la Pologne. Le crédit doit être remplacé, à fin mai 1990, par des prêts du FMI et de la Banque mondiale. La Banque nationale a fourni une promesse de substitution de 7,5 millions de dollars pour la part du crédit qui a été coordonnée par la BRI. La participation de la Banque nationale est garantie par la Confédération.

### **Remboursement du crédit relais accordé au Mexique**

A la mi-février 1990, le Mexique a remboursé le crédit relais que les Etats-Unis lui avaient accordé, à la mi-septembre 1989, en collaboration avec les banques centrales des pays du Groupe des Dix et de l'Espagne (voir bulletin trimestriel no 4/1989). La Banque nationale y avait participé en donnant une promesse de substitution de 20,2 millions de dollars pour la part coordonnée par la BRI.