

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 2
Juni/juin 1990**

8. Jahrgang/8e année

Inhalt/Table des matières

Übersicht	85
Sommaire	86
Sommario	87
Abstracts	88
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	89
Situation économique et monétaire	116
<hr/>	
Peter Gerber:	
Eröffnungsansprache an der General- versammlung vom 27. April 1990	143
Peter Gerber:	
Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 27 avril 1990	146
<hr/>	
Markus Lusser:	
Generalversammlungsreferat vom 27. April 1990	149
Markus Lusser:	
Exposé à l'Assemblée générale du 27 avril 1990	157
<hr/>	
Andreas Fischer:	
Umlaufgeschwindigkeit und die Volatilität der Geldmenge	165
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	171
Chronique monétaire	171

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 89–115)

Im ersten Quartal 1990 blieb die Konjunkturlage im OECD-Raum insgesamt günstig. Dies gilt besonders für die kontinentaleuropäischen Länder, die erneut ein kräftiges Wirtschaftswachstum auswiesen. In Grossbritannien und in Japan kühlte sich dagegen das konjunkturelle Klima ab, während die amerikanische Wirtschaft wie im Vorquartal nur schwach wuchs. Die durchschnittliche Jahreststeuerung der OECD-Länder nahm im ersten Quartal weiter zu. Angesichts der steigenden Inflation verschärfte insbesondere die Bank von Japan ihren geldpolitischen Kurs. In den grossen kontinentaleuropäischen Ländern ging dagegen die Teuerung etwas zurück. Die Deutsche Bundesbank straffte dennoch ihre Geldpolitik leicht, während Frankreich und Italien angesichts der Erstarkung ihrer Währungen gegenüber der D-Mark einen Rückgang der kurzfristigen Zinssätze zulassen.

Die schweizerische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal 1990 unvermindert kräftig. Während die realen Exporte deutlich stärker zunahmen als im Vorquartal, stieg die inländische Nachfrage etwas langsamer. Die Beschäftigung nahm weiter stark zu, und die Zahl der offenen Stellen erreichte einen neuen Höchstwert. Die Teuerung erhöhte sich im ersten Quartal weiter. Angesichts des Inflationspotentials und der Wechselkursituation setzte die Nationalbank ihre restriktive Geldpolitik fort. Sie hielt an ihrem restriktiven Kurs auch fest, als der Franken in den Monaten April und Mai gegenüber allen wichtigen Währungen an Wert gewann. Die Zinssätze am Geld- und Kapitalmarkt, die im ersten Quartal nochmals deutlich gestiegen waren, blieben hoch.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 143–164)

Der Präsident des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank, Peter Gerber, befasste sich in seiner Eröffnungsansprache mit der Rolle der Schweiz in einer Zeit des Umbruchs. Die Chance

der Schweiz liegt in der Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sollten deshalb so gestaltet werden, dass sich der Wettbewerb optimal entfalten kann. Eine dieser Rahmenbedingungen, nämlich ein möglichst stabiles Preisniveau, stellte der Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, Markus Lusser, in den Mittelpunkt seines Referates. Die Inflationsrisiken, die aus dem etwas zu expansiven geldpolitischen Kurs von 1987 und der ersten Hälfte 1988 erwachsen, wurden früh erkannt. Die Nationalbank straffte bereits im Herbst 1988 die monetären Zügel. Eine restriktive Geldpolitik beeinflusst aber das Preisniveau nur mit grosser zeitlicher Verzögerung. Ein Hauptgrund dieser Wirkungsverzögerung liegt in der Art und Weise, wie monetäre Impulse auf die Realwirtschaft übertragen werden. Der Zinssatz ist das wichtigste Glied in der Übertragungskette. Die Nationalbank ist deshalb an einer möglichst hohen Flexibilität der Zinssätze am Geld- und Kapitalmarkt interessiert. Staatliche Eingriffe in das Zinsgefüge oder Kartellabsprachen unter den Banken mindern diese Flexibilität und sind deshalb unerwünscht.

Umlaufgeschwindigkeit und Volatilität der Geldmenge (S. 165–170)

Die schweizerische Geldmenge M_1 schwankt kurzfristig beträchtlich, obschon die Schweizerische Nationalbank eine Geldmengenpolitik betreibt. Bewirkt diese Volatilität – wie eine Hypothese von Friedman behauptet –, dass die Geldnachfrage und damit die Umlaufgeschwindigkeit von der Geldpolitik selbst beeinflusst werden? Müsste also einer kurzfristig stetigeren Geldmengenentwicklung in der Schweiz grössere Beachtung geschenkt werden? Granger-Kausalitätstests deuten zwar auf einen Einfluss der Volatilität auf die Umlaufgeschwindigkeit hin. Ergänzende Untersuchungen im Rahmen einer Geldnachfragefunktion zeigen jedoch, dass die Bedeutung der Volatilität sehr gering ist, die schweizerische Umlaufgeschwindigkeit also hauptsächlich von anderen Einflüssen abhängt.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 116–142)

Au premier trimestre de 1990, la conjoncture est restée en général favorable dans la zone de l'OCDE. Les pays de l'Europe continentale en particulier ont continué à enregistrer une expansion économique vigoureuse. La conjoncture s'est toutefois assombrie au Royaume-Uni et au Japon, et la croissance a été modeste, comme le trimestre précédent, aux Etats-Unis. En moyenne des pays de l'OCDE, le taux annuel de renchérissement a augmenté encore au premier trimestre. Etant donné l'accélération de l'inflation, la Banque du Japon notamment a resserré les rênes monétaires. Le renchérissement a cependant fléchi quelque peu dans les grands pays de l'Europe continentale. La Banque fédérale d'Allemagne a néanmoins accentué légèrement le caractère restrictif de sa politique monétaire, alors que la France et l'Italie ont laissé les taux d'intérêt à court terme se replier, vu le raffermissement de leur monnaie face au mark allemand.

En Suisse, la croissance économique est restée vigoureuse au premier trimestre. Les exportations se sont accrues, en volume, à un rythme nettement plus élevé que le trimestre précédent, mais l'augmentation de la demande intérieure a faibli. L'emploi a continué sa progression, et le nombre des places vacantes a atteint un nouveau record. Etant donné le potentiel inflationniste et la situation sur le marché des changes, la Banque nationale a maintenu sa politique monétaire restrictive. Elle n'a pas relâché les rênes, en avril et en mai, quand le franc s'est raffermi face aux principales monnaies. Après avoir marqué une nouvelle hausse sensible au premier trimestre, les rémunérations servies sur les marchés monétaire et financier sont restées à un niveau élevé.

Assemblée générale des actionnaires (p. 143–164)

Dans son allocution d'ouverture, M. Peter Gerber, président du Conseil de banque de la Banque nationale suisse a commenté les perspectives de la Suisse dans une phase de profondes

mutations. Pour la Suisse, la capacité concurrentielle de son économie est vitale. Aussi faut-il mettre en place des conditions-cadre qui permettent à la libre concurrence de s'épanouir. Une de ces conditions-cadre – un niveau des prix aussi stable que possible – a constitué le thème principal de l'exposé de M. Markus Lusser, président de la Direction générale. Les risques inflationnistes engendrés par le cours plutôt expansionniste de la politique monétaire en 1987 et dans la première moitié de 1988 ont été perçus rapidement. La Banque nationale a resserré les rênes monétaires en automne de 1988 déjà. Mais une politique restrictive n'influe qu'après un important laps de temps sur le niveau des prix. Ce délai est dû à la manière avec laquelle les impulsions monétaires sont transmises à l'économie. Les taux d'intérêt constituent le chaînon le plus important du mécanisme de transmission. Aussi est-il souhaitable que la flexibilité des rémunérations servies sur les marchés de l'argent et des capitaux soit aussi forte que possible. Les interventions étatiques dans le domaine des taux d'intérêt et les ententes cartellaires entre les banques entraînent la flexibilité des taux d'intérêt et sont de ce fait fâcheuses.

Vitesse de circulation et volatilité de M_1 (p. 165–170)

En Suisse, la masse monétaire M_1 fluctue fortement à court terme, bien que la Banque nationale mène une politique monétaire axée sur la gestion de la monnaie centrale. Cette volatilité est-elle due, comme une hypothèse de Friedman le prétend, au fait que la demande de monnaie et, partant, la vitesse de circulation sont influencées par la politique monétaire elle-même? Faudrait-il par conséquent accorder une attention accrue, en Suisse, à une plus grande stabilité à court terme de M_1 ? Des tests de causalité de Granger incitent à penser que la volatilité influe sur la vitesse de circulation. Mais des examens complémentaires, à l'aide d'une fonction de demande de monnaie, montrent que l'influence de la volatilité est très faible, donc que la vitesse de circulation dépend, en Suisse, principalement d'autres facteurs.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 89–142)

Durante il primo trimestre del 1990, la situazione congiunturale nei Paesi dell'OCSE rimase favorevole. Questo vale soprattutto per i Paesi dell'Europa continentale che registrarono nuovamente un'intensa crescita economica. Nella Gran Bretagna e nel Giappone l'evoluzione congiunturale si deteriorò. Come già durante il trimestre precedente, l'economia statunitense crebbe soltanto lentamente. Il rincaro annuo medio nei Paesi dell'OCSE continuò ad aumentare anche durante il primo trimestre di quest'anno. Data la sempre maggiore inflazione, la Banca del Giappone ricorse segnatamente ad una politica economica più restrittiva. Nei maggiori Paesi dell'Europa continentale, invece, il rincaro s'affievoli leggermente. Nonostante questo, la Deutsche Bundesbank operò una politica leggermente più restrittiva, mentre la Francia e l'Italia consentirono, visto il rafforzamento delle loro valute per rapporto al marco tedesco, un calo dei tassi d'interesse a breve termine.

La crescita dell'economia svizzera rimase vigorosa anche nel corso del primo trimestre del 1990. Mentre le esportazioni reali registrarono un aumento nettamente maggiore a quello del semestre precedente, rallentò invece leggermente la crescita della domanda interna. L'occupazione aumentò nuovamente ed il numero degli impieghi liberi raggiunse un nuovo massimo. Tenendo conto del potenziale inflazionistico e della situazione dei cambi, la Banca nazionale mantenne la propria politica monetaria restrittiva. Mantenne tale corso anche quando, nei mesi d'aprile e di maggio, il franco s'apprezzò rispetto a quasi tutte le divise importanti. I tassi d'interesse sul mercato monetario e su quello dei capitali, fortemente aumentati ancora durante il primo trimestre, rimasero alti.

Assemblea generale degli azionisti (p. 143–164)

Durante il suo discorso introduttivo, il presidente del Consiglio di banca della Banca nazionale sviz-

zera, Peter Gerber, trattò del ruolo della Svizzera in questo periodo di profondi cambiamenti. Le prospettive di successo della Svizzera risiedono nella sua competitività economica. Le condizioni in cui opera l'economia dovrebbero perciò essere tali da lasciare alla concorrenza il più ampio spazio per evolversi. Una di queste condizioni, la stabilità dei prezzi, fu l'argomento principale del discorso pronunciato da Markus Lusser, presidente della Direzione generale della Banca nazionale svizzera. Il pericolo d'inflazione dovuto al corso leggermente espansivo della politica monetaria praticata nel 1987 e durante il primo semestre del 1988 fu presto individuato. Sin dall'autunno del 1988, la Banca nazionale strinse i freni della politica monetaria. Una politica monetaria restrittiva non si ripercuote tuttavia sul livello dei prezzi che dopo un notevole lasso di tempo. Uno dei motivi principali di quest'effetto ritardato sta nel modo in cui gli impulsi monetari sono trasmessi all'economia reale. Il tasso d'interesse è l'elemento principale di tale sistema di trasmissione. La Banca nazionale è perciò interessata a che i tassi d'interesse sul mercato monetario e quello dei capitali siano il più possibile flessibili. Gli interventi statali nel sistema dei tassi d'interesse e gli accordi di cartello tra le banche riducono tale flessibilità e non sono perciò auspicabili.

Velocità di circolazione e volatilità della massa monetaria (p. 165–170)

In Svizzera, la massa monetaria M_1 è oggetto di forti oscillazioni, benchè la Banca nazionale segua una politica incentrata sulla massa monetaria. Si verifica qui l'ipotesi di Friedman secondo la quale la domanda monetaria e la velocità di circolazione sono influenzate dalla politica monetaria stessa? Bisognerebbe mirare ad uno sviluppo più stabile a breve scadenza della massa monetaria svizzera? I test di Granger sulla causalità indicano che la volatilità si ripercuote sulla velocità di circolazione. Studi complementari relativi alla funzione della domanda monetaria mostrano che l'influsso della volatilità non è che modesto e che la velocità di circolazione dipende principalmente da altri fattori.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 89–142)

In the first quarter of 1990 the economic situation in the OECD countries as a whole remained favourable. This is true, in particular, of Continental Europe, which again exhibited vigorous economic growth. In Britain and Japan, however, the economic climate cooled, while the US economy developed at the previous quarter's sluggish pace. Average annual inflation in the OECD countries continued to increase in the first quarter. In view of the rising inflation rate notably the Bank of Japan tightened its monetary policy. In the major countries of Continental Europe, on the other hand, inflation receded somewhat. Nevertheless, the Deutsche Bundesbank cautiously drew in the monetary reins; with their currencies firming vis-à-vis the D-mark, France and Italy permitted an easing of short-term interest rates.

The Swiss economy continued to expand briskly in the first quarter of 1990. While real exports increased much more markedly than in the previous quarter, domestic demand rose at a more leisurely pace. Employment levels continued to move up significantly, and the number of vacancies reached a new peak. Inflation showed an unbroken upward trend. In view of the inflation potential and the exchange rate situation the Swiss National Bank adhered to its restrictive monetary policy, even in April and May, when the Swiss franc strengthened against all major currencies. Interest rates on the money and capital markets, which had again climbed steeply in the first quarter, remained uninterruptedly high.

General Meeting of Shareholders (pp. 143–164)

In his opening speech the President of the Bank Council of the Swiss National Bank, Peter Gerber, dealt with Switzerland's role in a period of transition. Switzerland's chances lie in the competitiveness of its economy. The economic framework must be designed to promote a high

level of competition. One such factor – maximum price stability – was the focal point of the address of the Chairman of the Governing Board, Markus Lusser. The inflationary risks arising from a somewhat over-expansionary monetary stance in 1987 and the first half of 1988 were recognised at an early stage. The Swiss National Bank already tightened the monetary reins in autumn 1988. However, a restrictive monetary policy impacts on the price level with a considerable time lag. One of the main reasons for this delay is the way in which monetary stimuli are transmitted to the real economy. The interest rate is the chief link in the transmission chain. The Swiss National Bank is therefore interested in highly flexible interest rates in the money and capital markets. State intervention in the interest rate structure or cartel agreements among the banks reduce this flexibility and are therefore undesirable.

Money velocity and the volatility of the money supply (pp. 165–170)

The Swiss money supply M_1 is subject to considerable short-term fluctuations even though the Swiss National Bank pursues a money supply policy. Does this volatility have the effect – in keeping with Friedman's theory – that monetary policy as such influences money demand and consequently also money velocity? Should increased attention therefore be paid to the short-term continuity of the money supply in Switzerland? Granger causality tests actually suggest that volatility influences velocity. However, further studies within the money demand function have shown that the significance of volatility is negligible and that Swiss money velocity depends largely on other factors.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 15. Juni 1990*

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

1. Ausland

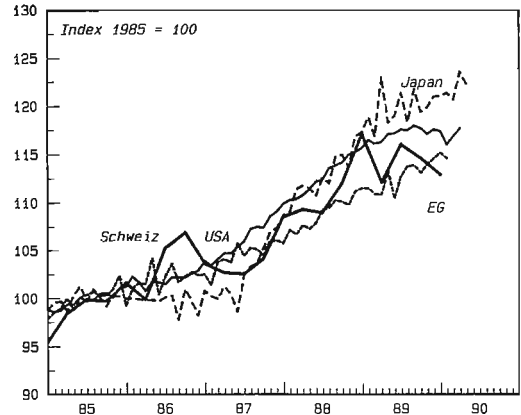
Konjunktorentwicklung

Im ersten Quartal 1990 blieb die Konjunktur im OECD-Raum insgesamt günstig. Dies gilt besonders für die kontinentaleuropäischen Länder, die ein unverändert kräftiges Wirtschaftswachstum aufwiesen. Während sich die Auftriebskräfte in der Bundesrepublik Deutschland vom Export auf die Binnennachfrage verlagerten, trugen in Frankreich die Binnen- und die Auslandnachfrage ungefähr gleich stark zum Wachstum bei. In Italien blieb der Export die wichtigste Konjunkturstütze. Die amerikanische Wirtschaft wuchs dagegen wie in den beiden Vorquartalen nur schwach, und in Grossbritannien kühlte sich das konjunkturelle Klima weiter ab. Auch in Japan liess die wirtschaftliche Dynamik nach. Konjunkturdämpfend wirkte vor allem die schwächere Importnachfrage aus den Vereinigten Staaten und China.

Die gute Wirtschaftslage führte in der EG zu einem weiteren Anstieg der Beschäftigung und zu einem Rückgang der Arbeitslosigkeit. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote der EG-Länder ging leicht von 8,7% im November 1989 auf 8,6% im Februar zurück. Am stärksten sank sie in der Bundesrepublik Deutschland. In den Vereinigten Staaten, in Grossbritannien und in Japan blieb die Arbeitslosenquote im ersten Quartal unverändert.

Die Inflation bildet nach wie vor die Hauptsorge im gegenwärtigen Konjunkturaufschwung. Im

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

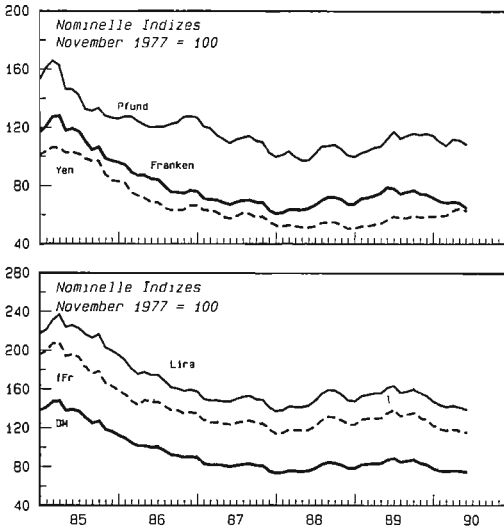
Durchschnitt der OECD-Länder waren die monatlichen Teuerungsraten im ersten Quartal deutlich höher als in der Vorperiode, obschon die Erdölpreise nach dem sprunghaften Anstieg im Januar wieder stark zurückgingen. Die durchschnittliche Jahresteuerrate (prozentuale Veränderung über 12 Monate) nahm bis März weiter auf 6,5% zu, gegenüber 5,9% im Dezember. In den sieben grossen Industrieländern stieg sie von 4,5% auf 4,9%. Besonders stark erhöhte sich die Teuerung in Grossbritannien, Japan und in den Vereinigten Staaten. Leicht sinkende Inflationsraten wiesen die Bundesrepublik Deutschland, Frankreich und Italien auf. Teuerungsdämpfend wirkte in diesen Ländern neben dem Rückgang der Energiepreise auch die Erstarkung der betreffenden Währungen gegenüber dem Dollar.

Wirtschaftspolitik

Die Geldpolitik der grossen Industrieländer bot im ersten Quartal 1990 ein unterschiedliches Bild. Während die amerikanischen Währungsbehör-

* Der Bericht wurde Mitte Mai abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Februar, März und April 1990 bekannt wurden.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



den ihren seit dem vierten Quartal 1989 leicht expansiveren Kurs beibehielten, verschärfte die Bank von Japan ihre Geldpolitik. Angesichts der steigenden Teuerung und der markanten Tieferbewertung des Yen hob sie am 20. März den offiziellen Diskontsatz um einen Prozentpunkt an, nachdem er bereits im Dezember 1989 erhöht worden war. Die europäischen Länder, insbesondere Grossbritannien, setzten ihre restriktive Geldpolitik im grossen und ganzen unverändert fort. In der Bundesrepublik Deutschland stiegen die kurzfristigen Zinssätze nochmals leicht. Dagegen liessen die französischen und italienischen Währungsbehörden angesichts der Aufwertungstendenz ihrer Währungen gegenüber der D-Mark einen leichten Rückgang der kurzfristigen Zinssätze zu. Im April senkte die Banque de France in zwei Schritten ihre Interventionsätze am Geldmarkt. In deutlichem Gegensatz zu den kurzfristigen Zinssätzen stiegen die langfristigen Zinsen in allen Industrieländern markant an. Als Ursachen gelten einerseits höhere Inflationserwartungen, andererseits aber auch ein Anstieg der realen Zinssätze infolge der allgemein günstigen Wirtschaftsaussichten und speziell der wirtschaftlichen Öffnung und des damit verbundenen hohen Kapitalbedarfs Osteuropas.

In Japan setzten der kräftige Anstieg der langfristigen Zinssätze sowie die Erwartung einer restriktiveren Geldpolitik dem seit Anfang 1986 anhaltenden ausgeprägten Börsenboom zu Beginn des Jahres ein jähes Ende. Die Aktienkurse an der Börse von Tokio gingen während des ganzen ersten Quartals stark zurück.

Im Mittelpunkt der deutschen Wirtschafts- und Währungspolitik stand die bevorstehende Schaffung einer Währungsunion zwischen den beiden deutschen Staaten. Am 18. Mai unterzeichneten die bundesdeutsche und die ostdeutsche Regierung einen Staatsvertrag über die Schaffung einer Währungs-, Wirtschafts- und Sozialunion. Er soll am 2. Juli dieses Jahres in Kraft treten. Damit wird in der DDR die D-Mark als alleiniges Zahlungsmittel eingeführt.

Im Hinblick auf das wirtschaftliche Zusammenrücken der beiden deutschen Staaten bewilligte der deutsche Bundestag Ende März bedeutsame Mehrausgaben. Die zusätzlichen Mittel sollen unter anderem für den Ausbau der deutsch-deutschen Beziehungen sowie Infrastrukturprojekte in den Grenzgebieten verwendet werden. Mitte Mai legte die Bundesregierung einen zweiten Nachtragshaushalt vor, der vor allem dem Aufbau eines Sozialversicherungssystems in der DDR dient. Ausserdem gründete der Bund zusammen mit den Ländern einen Fonds über 115 Mrd. D-Mark, mit dem in den nächsten viereinhalb Jahren die Haushaltsdefizite der DDR gedeckt werden sollen.

Devisenmarkt

Im Mittelpunkt des Geschehens an den Devisenmärkten stand in den Monaten Februar bis Mai die markante Abschwächung des japanischen Yen. Schwindendes Vertrauen in die politische Führung Japans und der massive Kurseinbruch an der Tokioter Börse setzten den japanischen Yen gegenüber allen wichtigen Währungen stark unter Druck. In den vier Monaten von Februar bis Mai verlor er gegenüber dem Dollar um 13,0% an Wert. Zur Stützung des Yen verkaufte die Bank von Japan in erheblichem Umfang Dollar.

Der amerikanische Dollar entwickelte sich gegen-

über den Währungen der wichtigsten Industrieländer uneinheitlich. Im Vergleich zu den Währungen des Europäischen Währungs-Systems (EWS) hielt der leichte Abwertungsdruck an. Während der französische Franc und die italienische Lira gegenüber dem Dollar um 2,6 bzw. 2,8% an Wert gewannen, fiel die Aufwertung der D-Mark etwas geringer aus (+1,8%). Das britische Pfund wurde gegenüber dem Dollar um 2,0% tiefer bewertet. Die täglichen Kursschwankungen des Dollars gingen gegenüber den EWS-Währungen im Laufe der Monate Februar bis Mai deutlich zurück, nachdem sie während des Jahres 1989 laufend zugenommen hatten. Dagegen stiegen sie gegenüber dem Yen deutlich an.

Der amerikanische Dollar wurde auch im Vorjahresvergleich gegenüber den EWS-Währungen (+10,0 bis +11,1%) und dem Schweizer Franken (+9,9%) tiefer bewertet. Gegenüber dem Yen und dem britischen Pfund wertete sich der Dollar hingegen auf. Mit 15,5% fiel die Aufwertung gegenüber dem Yen am grössten aus.

Auf handelsgewichteter Basis lag der Kurs des Dollars im ersten Quartal nominal um 1,9% und real um 2,6% höher als vor Jahresfrist. Demgegenüber sanken die handelsgewichteten nominalen und realen Kurse des Yen (-14,8%, -16,5%). Der Kurs der D-Mark (5,4%, 2,8%) und der des Schweizer Frankens (0,8%, 0,1%) lagen über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Innerhalb des EWS entstanden in den vier Monaten von Februar bis Mai keine nennenswerten Spannungen. Die D-Mark wurde etwas tiefer bewertet, nachdem sie in den vorangegangenen vier Monaten unter Aufwertungsdruck gestanden hatte.

Internationale Verschuldungsprobleme

Die tiefgreifenden wirtschaftlichen und politischen Umwälzungen in Osteuropa lösten in den ersten Monaten dieses Jahres eine Reihe weiterer Unterstützungsmassnahmen durch die internationalen Finanzinstitutionen und die westlichen Industrieländer aus. Nachdem der Internationale Währungsfonds (IWF) Polen im Dezember 1989 einen Beistandskredit in Höhe von 715 Mio. Dol-

lar zugesagt hatte, gewährte die Weltbank Polen im Februar 1990 mehrere Kredite in Höhe von insgesamt 2,5 Mrd. Dollar. Gleichzeitig schuldete der Pariser Club (Organisation der westlichen Gläubigerländer) 9,4 Mrd. Dollar, d.h. rund 20% der polnischen Aussenschuld, auf 14 Jahre um. Im März erhielt Ungarn vom IWF einen Beistandskredit in Höhe von 160 Mio. SZR (1 SZR = 1.90 Schweizer Franken). Aufgrund dieses Kredites dürfte die erste Tranche von 350 Mio. Ecu (1 Ecu = 1.80 Schweizer Franken) eines Kredites von insgesamt 870 Mio. Ecu der Europäischen Gemeinschaft und anderer europäischer Länder ausbezahlt werden.

Im Mai 1990 gründeten 40 Länder sowie die EG-Kommission und die Europäische Investitionsbank (EIB) eine neue Finanzinstitution, die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD), um die wirtschaftliche Entwicklung und den Demokratisierungsprozess in Osteuropa zu unterstützen. Das Grundkapital der Bank beträgt 10 Mrd. Ecu. Das Kapital wird zu 51% von der EG aufgebracht; 13% tragen sieben osteuropäische Länder sowie Jugoslawien bei, weitere 10% bzw. 8,5% die Vereinigten Staaten und Japan. Der Beitrag der Schweiz und Österreichs beträgt je 2,28% bzw. 410 Mio. Schweizer Franken. Knapp ein Drittel des Kapitals der neuen Entwicklungsbank soll innerhalb der nächsten fünf Jahre einbezahlt werden. Der Rest steht auf Abzur Verfügung. Die Kredite sollen zu 60% zur Finanzierung privater Investitionsvorhaben verwendet werden. Die restlichen Mittel dienen der Finanzierung öffentlicher Infrastrukturprojekte (Strassenbau, Transport- und Kommunikationswesen). Voraussetzung zur Gewährung von Krediten sind Fortschritte des Demokratisierungsprozesses.

Anfang Mai stimmte der Beratungsausschuss des IWF (Interimskomitee) nach langwierigen Verhandlungen grundsätzlich der neunten Quotenerhöhung zu. Das Kapital des IWF soll um 50% auf 135 Mrd. SZR aufgestockt werden. Gleichzeitig wurde das Stimmengewicht der fünf grössten Kapitalgeber umverteilt. Nach den Vereinigten Staaten mit rund 19% folgen nun mit je 6,1% Japan und die Bundesrepublik Deutschland, die bisher den fünften bzw. den dritten Platz belegt hatten. Grossbritannien und Frankreich

einigten sich auf einen gemeinsamen vierten Rang.

2. Schweiz

In der Schweiz hielt die Hochkonjunktur im ersten Quartal 1990 an. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs mit 3,2% unvermindert kräftig. Besonders stark stiegen die Exporte, während die inländische Nachfrage, hauptsächlich diejenige nach Bauinvestitionen, etwas geringer zunahm als im Vorquartal. Die Teuerung stieg weiter: Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im ersten Quartal 1990 um 5% über dem Vorjahreswert. Nach einem Rückgang im April kletterte die Teuerungsrate im Mai – vor allem als Folge der gestiegenen Wohnungsmieten – auf 5,1%. Der Arbeitsmarkt blieb angespannt. Die Arbeitslosenquote verharrte auf tiefem Niveau, und die Zahl der gemeldeten offenen Stellen erhöhte sich weiter.

Die verfügbaren Indikatoren deuten nicht darauf hin, dass sich die Konjunktur in der Schweiz in den nächsten Monaten wesentlich abschwächen wird. Der Geschäftsgang in der Industrie ist immer noch gut, und die wirtschaftliche Lage der Firmen wird als robust bezeichnet. Dies bestätigt auch der Investitionstest der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF-ETH): Die Industrieunternehmen beabsichtigen, im Jahre 1990 hohe Ausrüstungsinvestitionen zu tätigen. Dies gilt vor allem für die chemische Industrie sowie die Maschinen- und die Metallindustrie. Die Industrie insgesamt dürfte jedoch – laut Umfrage – etwas weniger als bisher in Bauten investieren.

Die Nationalbank hielt angesichts der anhaltenden Hochkonjunktur und des andauernden Teuerungsauftriebs an ihrer restriktiven Geldpolitik fest. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge sank auf Jahresbasis hochgerechnet um 3,5% gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1989). Der Notenumlauf nahm teilweise als Folge der höheren Zinssätze stärker als erwartet ab. Angesichts des vorhandenen Inflationspotentials und der Wechselkurssituation verzichtete die Nationalbank darauf, diesen Rückgang durch zusätzliche Giro Guthaben an die Banken zu kompensieren.

Die schweizerischen Zinssätze stiegen im ersten Quartal nochmals deutlich. Am Geldmarkt betrug der Tagesgeldsatz im Durchschnitt 8,9% und der Drei-Monats-Eurofrankensatz 9,3% (4. Quartal 1989: 7,4% bzw. 7,9%). Auch am Kapitalmarkt erhöhten sich die Zinssätze: Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen nahm wiederum zu, und die Grossbanken legten die Sätze für neuemittierte Kassaobligationen auf über 7% fest. Die inverse Zinsstruktur blieb somit bestehen. Der Zinsvorteil für Frankenanlagen vergrösserte sich, und der Schweizer Franken gewann im Verlauf des Quartals an Wert. So lag der exportgewichtete, reale Wechselkurs um 0,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand. In den Monaten April und Mai stieg der Kurs des Schweizer Frankens gegenüber allen wichtigen Währungen weiter. Die Nationalbank hielt trotzdem an ihrer restriktiven Geldpolitik fest, so dass die Zinssätze am Geldmarkt unverändert hoch blieben.

Anfang Juni reichte der Bundesrat ein Gesuch um Mitgliedschaft bei den Institutionen von Bretton Woods (IWF und Weltbank) ein. Dem Beitritts-gesuch waren eingehende exploratorische Gespräche bei den Ländern der Zehnergruppe und verschiedenen Entwicklungsländern vorangegangen.

B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

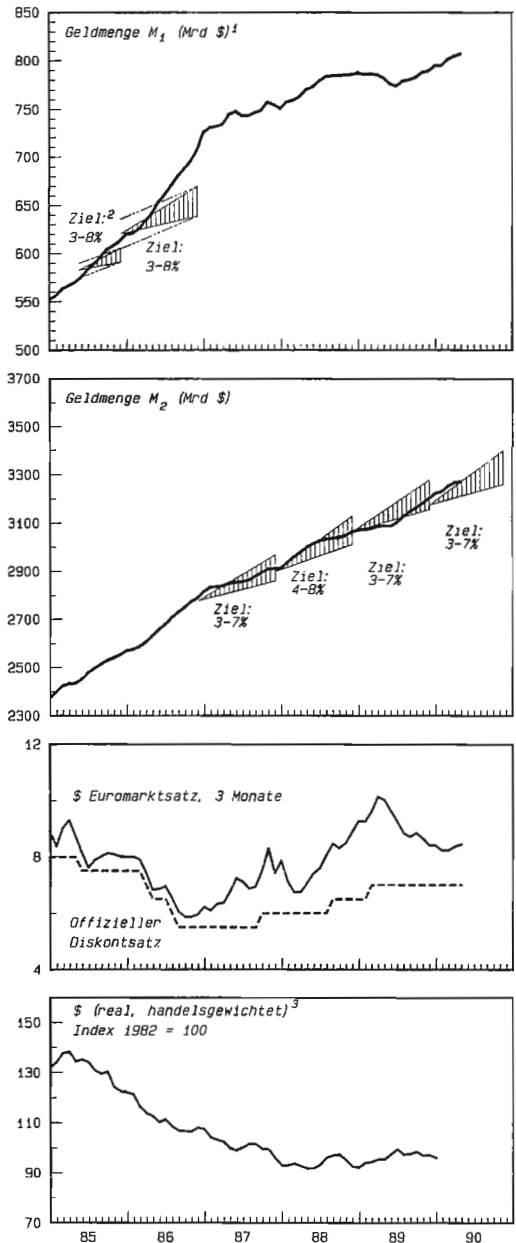
Vereinigte Staaten

Die amerikanische Wirtschaft zeigte im ersten Quartal 1990 ein gemischtes Bild. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm saisonbereinigt und auf Jahresbasis hochgerechnet um 1,3% zu, was ungefähr der Wachstumsrate vom vierten Quartal 1989 entspricht. Die Endnachfrage stieg hingegen mit 4,1% deutlich stärker als im Vorquartal (+1,1%). Ohne den scharfen Lagerabbau wäre das Wachstum damit stärker ausgefallen.

Die Zunahme der Endverkäufe ist vor allem auf kräftig wachsende Investitionen und Exporte zurückzuführen. Sowohl die Unternehmensinvestitionen als auch der Wohnungsbau expandierten stark, nachdem sie im Vorquartal zurückgegangen waren. Die Entwicklung des Wohnungsbaus (+10,8%) war allerdings durch die aussergewöhnlich günstigen Wetterverhältnisse gegenüber den sehr schlechten Bedingungen im Vorquartal überzeichnet. Der Konsum pendelte sich wieder bei durchschnittlichen Wachstumsraten ein (+2,4%); in den beiden Vorquartalen war er wegen Sonderfaktoren zuerst stark gestiegen und anschliessend leicht gesunken. Die Exporte nahmen auf Jahresbasis hochgerechnet um 7,7% zu, gegenüber 8,4% im Vorquartal. Die Importe stiegen mit 2,8% wie im Vorquartal nur geringfügig.

Die Industrieproduktion fiel im ersten Quartal gegenüber dem vierten Quartal 1989 leicht um 0,8% (auf Jahresbasis hochgerechnet). Zum Produktionsrückgang trugen insbesondere die Werksferien in der Autoindustrie bei. Um die im vierten Quartal angewachsenen Lager abzubauen, hielt die Autoindustrie ihre Werke den ganzen Januar hindurch geschlossen. Die durchschnittliche Kapazitätsauslastung in der Industrie ging von 83,0% auf 82,7% zurück. Die Beschäftigung expandierte dagegen im ersten Quartal um durchschnittlich 238 000 Personen pro Monat gegenüber 152 000 im Vorquartal. Die Arbeitslosenquote verharrte bei 5,3%. Während die Umfrage bei den Einkaufsleitern im April zum ersten Mal seit einem Jahr eine Verbesserung der Konjunkturaussichten anzeigt, bleiben etliche Beob-

Grafik 3: Vereinigte Staaten



¹ Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Federal Reserve Board)

² Vom 2. Quartal bis 4. Quartal 1985

³ Quelle: OECD

achter in ihrer Einschätzung der Konjunkturaussichten skeptisch.

Die Konsumentenpreise lagen im ersten Quartal um 5,2% über ihrem Vorjahresstand (Vorquartal: 4,7%). Der Teuerungsanstieg gegenüber dem vierten Quartal war breit abgestützt und nicht nur Sonderfaktoren zuzuschreiben.

Gemäss neuen Schätzungen könnte das Defizit des Staatshaushalts im laufenden Fiskaljahr bis zu 100 Mrd. Dollar höher ausfallen, als im Vorschlag vorgesehen war. Die Regierung und der Kongress wollen deshalb zu neuen Gesprächen zusammentreffen, um über drastische Massnahmen zur Budgetkonsolidierung zu beraten. Auch Steuererhöhungen scheinen neuerdings nicht mehr ausgeschlossen.

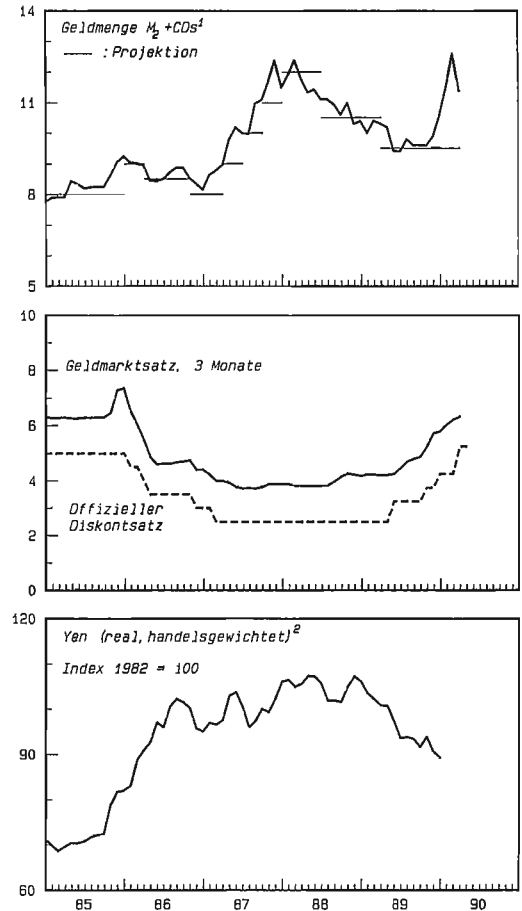
Die amerikanische Geldpolitik verhielt sich im ersten Quartal abwartend. Dies äusserte sich darin, dass das Federal Reserve Board die Federal Funds Rate seit Ende letzten Jahres nahezu unverändert liess. Die Entwicklung des Geldmengenaggregates M_2 weist auf eine leicht expansive Wirkung dieser Zinsstabilisierung hin. M_2 wuchs im Vorquartalsvergleich um 6,2% (auf Jahresbasis hochgerechnet) und näherte sich damit dem oberen Rand des Zieles von 3–7%. Die Geldmenge M_3 , die weniger Bedeutung für die Inflationsentwicklung hat, wuchs hingegen nur um 3,1% und lag damit im unteren Bereich des Zieles von 2,5–6,5%.

Während die kurzfristigen Zinsen recht stabil blieben, stiegen die langfristigen Zinsen wieder an. Der Zins auf langfristigen Bundesobligationen stieg von durchschnittlich 8% im Dezember auf 8,8% im April.

Japan

Seit Ende 1989 befindet sich die japanische Wirtschaft in einer Phase der Wachstumsverlangsamung. Im vierten Quartal wuchs das reale Brutto-sozialprodukt gegenüber dem Vorquartal um 3,1%, gegenüber 5,3% im Durchschnitt der ersten drei Quartale 1989 (auf Jahresbasis hochgerechnet). Konjunkturdämpfend wirkten vor allem das schwächere Wachstum der Unternehmensin-

Grafik 4: Japan



¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode; die Projektionen werden quartalsweise festgelegt (Quelle: Bank of Japan)
² Quelle: OECD

vestitionen sowie die Verminderung des Aussenhandels-saldos. Während die Ausfuhren nur um 4,0% stiegen, erhöhten sich die Einfuhren um mehr als 25%. Zum langsameren Exportwachstum trug vor allem die geringere Importnachfrage der Vereinigten Staaten (35% der japanischen Exporte gehen in die Vereinigten Staaten) sowie der Volksrepublik China (ein wichtiger Abnehmer von japanischem Stahl) bei. Der private Konsum blieb dagegen mit einem Zuwachs von 6,6% lebhaft.

Auch zu Beginn des Jahres 1990 hielt die Wachstumsverlangsamung an. Die industrielle Produktion blieb vom Dezember 1989 bis Februar 1990 nahezu unverändert. Die Bestellungen für Ausrüstungsgüter lagen im Durchschnitt der Monate Januar und Februar unter dem Stand des vierten Quartals 1989. Der private Konsum blieb aber weiterhin dynamisch, und die Detailhandelsverkäufe der wichtigsten Kaufhäuser lagen im Durchschnitt der ersten beiden Monate wertmässig um 10% über ihrem Vorjahreswert (Dezember: +9,3%).

Nachdem der Handelsbilanzüberschuss seit Beginn 1989 tendenziell zurückgegangen war, nahm er im März 1990 wieder stark zu. Im ersten Quartal betrug der Überschuss 17,9 Mrd. Dollar; er lag damit aber immer noch deutlich unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Infolge dieses höheren Handelsbilanzüberschusses und des starken Rückgangs des Defizits der Dienstleistungsbilanz wies die Leistungsbilanz im ersten Quartal einen Überschuss von 16,1 Mrd. Dollar auf, nach 9,2 Mrd. im vierten Quartal 1989.

Die Zahl der Beschäftigten im Industriesektor nahm im Januar zum erstenmal im Laufe der letzten zwölf Monate ab. Die Arbeitslosenquote ging im ersten Quartal leicht auf 2,1% zurück. Überdies war die Zahl der offenen Stellen im Durchschnitt der Monate November bis Januar 32% höher als die Zahl der Stellensuchenden. Die Arbeitsmarktsituation blieb damit angespannt.

Die Teuerung beschleunigte sich Anfang des Jahres deutlich; gemessen am Konsumentenpreisindex stieg sie im ersten Quartal auf 3,4% (Vorquartal: +2,6%).

Die japanische Geldpolitik stand im ersten Quartal 1990 unter dem Schock der Ereignisse an den Finanzmärkten. Der Nikkei Dow Jones, der japanische Aktienindex, büsste innert dreier Monate über 25% von seinem Allzeithöchst Ende Dezember 1989 ein. Er lag aber Ende April immer noch um 40% über dem Stand nach dem Börsenkrach vom Oktober 1987. Der drastische Kursrückgang ist zum Teil auf die nach unten revidierten Wachstumsaussichten für die japanische Wirtschaft zurückzuführen. Hinzu kommt die starke Erhöhung der langfristigen Zinsen. Die Rendite

der langfristigen Staatsanleihen stieg innert dreier Monate um 1,5 Prozentpunkte und bewirkte damit eine Korrektur der Aktienkurse nach unten. Erst nach der Korrektur verzeichneten Aktien wieder eine mit dem Obligationenzins vergleichbare Rendite.

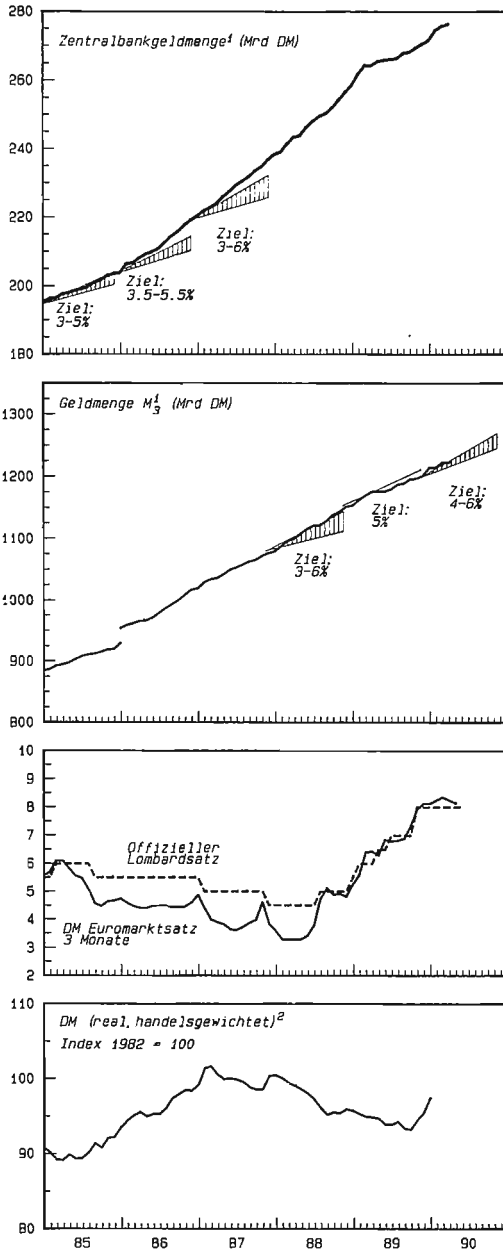
Der Anstieg der Obligationenzinsen widerspiegelt einerseits die weltweite Erhöhung der realen Renditen und andererseits die Inflationsentwicklung in Japan. Gegen eine rasche Trendänderung bei der Inflation spricht das unverändert starke Geldmengenwachstum. Die Geldmenge $M_2 + CD$ stieg im ersten Quartal im Vergleich zum Vorjahresquartal um 11,8% (4. Quartal 1989: +10,1%). Damit lag das Geldmengenwachstum deutlich über der Projektion der Bank von Japan von 9–10%. Als Gegenmassnahme hob die Bank von Japan am 20. März den Diskontsatz um einen Prozentpunkt an, nachdem sie ihn bereits Ende des letzten Jahres um einen halben Punkt erhöht hatte. Der Gensaki, der Satz für Geldmarktpapiere, stieg von 5,8% im Dezember auf 7,5% im April.

Bundesrepublik Deutschland

In der Bundesrepublik Deutschland hielt die gute Konjunkturlage im vierten Quartal 1989 und – nach ersten Schätzungen zu schliessen – auch im ersten Quartal 1990 an. Die Einwanderungswelle aus Osteuropa schuf zusätzliche Wachstumsimpulse; gleichzeitig machten sich weiterhin Anzeichen einer Überhitzung bemerkbar. Die politischen Umwälzungen in Osteuropa sowie die auf den 1. Juli 1990 geplante Einführung der deutschen «Währungsunion mit Wirtschafts- und Sozialgemeinschaft» beherrschten die Wirtschaftspolitik seit Beginn dieses Jahres.

Im vierten Quartal 1989 lag das reale Bruttosozialprodukt um 3,6% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die bedeutendsten Wachstumsimpulse gingen von der Binnennachfrage aus. Die Investitionen der Unternehmen nahmen beinahe um 11% zu, und die Bautätigkeit wuchs um 3%. Nachdem der private Konsum im zweiten und dritten Quartal 1989 stagniert hatte, stieg er im vierten Quartal wieder; stimulierend wirkte nicht zuletzt die starke Einwanderung aus der

Grafik 5: Bundesrepublik Deutschland



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

² Quelle: OECD

DDR. Das Wachstum der Ausfuhren verlangsamte sich im Vorjahresvergleich auf 7,8% (3. Quartal: +9,3%). Aufgrund der stark wachsenden Inlandnachfrage stiegen die Einfuhren mit 8,4% stärker als die Ausfuhren. Insgesamt nahm das reale Bruttosozialprodukt im Jahre 1989 um 4% zu; dies ist die höchste Wachstumsrate der letzten zehn Jahre.

Aufgrund erster Schätzungen setzte sich der Konjunkturaufschwung im ersten Quartal 1990 in unvermindertem Tempo fort. Mehrere Sonderfaktoren trugen dazu bei: Am 1. Januar 1990 trat die letzte Stufe der Steuerreform in Kraft, die Steuererleichterungen in der Höhe von 24 Mrd. D-Mark vorsieht. Der Zustrom von Einwanderern aus der DDR und anderen osteuropäischen Ländern hielt unvermindert an; die Zahl der im ersten Quartal eingewanderten Personen wird auf etwa 147 000 geschätzt. Die Aussicht auf die beabsichtigte Vereinigung mit der DDR und die damit einhergehende Öffnung eines neuen Wirtschaftsmarkts in der Grössenordnung von etwa 16 Mio. Menschen belebte die Investitionstätigkeit. Schliesslich profitierte die Bauwirtschaft vom ausserordentlich milden Winter.

Die Industrieproduktion stabilisierte sich im ersten Quartal auf hohem Niveau. Gemäss der Umfrage des Instituts für Wirtschaftsforschung (Ifo) nahm der durchschnittliche Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten von 90% im Dezember 1989 auf 89,4% im März ab. Im Dezember 1989 war ein Niveau erreicht worden, das im Laufe der letzten dreissig Jahre nur ein einziges Mal überschritten worden war, nämlich an der Jahreswende 1969/1970. Die Auftragseingänge gingen zwar in den ersten beiden Monaten des Jahres 1990 durchschnittlich um 2,5% gegenüber den beiden Vormonaten zurück, doch übertrafen sie den Vorjahresstand real um 6,6%. Seit der Öffnung der innerdeutschen Grenze Mitte November stieg die Zahl der Aufträge insbesondere in der Bauwirtschaft kräftig; im Januar lagen die Auftragsbestände um nahezu 30% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, wobei jene für den Wohnungsbau überdurchschnittlich stark zunahm. Die Arbeitslosenquote ging weiter von 7,8% im vierten Quartal auf 7,4% im ersten Quartal zurück; im April lag sie bei 7,3%.

Nachdem der Handelsbilanzüberschuss im vierten Quartal 1989 noch zurückgegangen war, nahm er im ersten Quartal im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode geringfügig zu. Der Überschuss betrug 36,9 Mrd. D-Mark, gegenüber 36,0 Mrd. D-Mark vor Jahresfrist. Dagegen ging der Überschuss der Leistungsbilanz zurück; er belief sich auf 28,5 Mrd. D-Mark gegenüber 31,1 Mrd. im ersten Quartal 1989.

Die Teuerung liess zu Beginn des Jahres 1990 etwas nach. Die Jahresteuersatzrate der Konsumgüter betrug im ersten Quartal durchschnittlich 2,7%, nach 3% im vierten Quartal 1989. Diese Teuerungsverlangsamung ist vor allem auf zwei Faktoren zurückzuführen. Einerseits schuf die im Januar 1989 in Kraft getretene Erhöhung der indirekten Steuern einen statistischen Basiseffekt. Zum andern gingen die Einfuhrpreise seit dem dritten Quartal 1989 infolge der Aufwertung der D-Mark zurück, so dass diese im ersten Quartal 1990 um 2,2% unter dem entsprechenden Vorjahresstand lagen.

Am 18. Mai unterzeichneten die bundesdeutsche und die ostdeutsche Regierung einen Staatsvertrag über die Schaffung einer Währungs-, Wirtschafts- und Sozialunion. Er soll nach der Ratifizierung durch die beiden Parlamente am 2. Juli dieses Jahres in Kraft treten. Ab diesem Zeitpunkt gilt in der DDR die D-Mark als alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel; die geld- und währungspolitischen Kompetenzen werden an die Deutsche Bundesbank abgetreten. Im Brennpunkt des öffentlichen Interesses stand der Umtauschkurs der Ost-Mark. Der Staatsvertrag sieht vor, dass Löhne, Gehälter, Mieten, Pachten und Renten im Verhältnis 1:1 umgestellt werden. Dabei soll das Rentensystem der DDR demjenigen der BRD angepasst werden. Alle anderen auf Ost-Mark lautenden Forderungen und Verbindlichkeiten der in der DDR ansässigen Bevölkerung und Betriebe werden grundsätzlich im Verhältnis von 2 Ost-Mark zu 1 D-Mark umgetauscht. Guthaben bei Geldinstituten von natürlichen Personen werden bis zu bestimmten Betragsgrenzen im Verhältnis 1:1 umgestellt, wobei eine Differenzierung nach dem Lebensalter des Berechtigten stattfindet. Die Einführung der Wirtschaftsunion ist in der DDR mit der Umstellung der Plan- auf die Marktwirtschaft verbunden.

Dies bedeutet unter anderem die schrittweise Freigabe der bis anhin gebundenen Preise, einen Abbau der Subventionen und einen freien Kapitalverkehr.

Ende März verabschiedete der Bundestag einen Nachtragshaushalt, der zusätzliche Ausgaben im Betrag von 6,9 Mrd. D-Mark vorsieht. Das Ausgabenprogramm umfasst insbesondere Massnahmen zur Zusammenarbeit mit der DDR sowie Kredite zur Schaffung von Verkehrswegen in den Grenzgebieten. Mitte Mai legte die Bundesregierung einen zweiten Nachtragshaushalt vor. Die zusätzlich beantragten Ausgaben von 4,8 Mrd. D-Mark dienen vor allem dem Aufbau eines Sozialversicherungssystems in der DDR. Damit steigen die Ausgaben des Bundes gegenüber dem Haushalt von 1989 um 7,6% auf 312 Mrd. D-Mark, anstatt des ursprünglich budgetierten Zuwachses von 3,5%. Das Haushaltsdefizit soll leicht auf 31 Mrd. D-Mark zurückgehen, da die Steuereinnahmen stärker wachsen werden als budgetiert war.

Im Mai einigte sich die Bundesregierung zudem mit den Bundesländern auf die Gründung eines «Fonds Deutsche Einheit» in Höhe von 115 Mrd. D-Mark, um die Haushaltsdefizite der DDR in den nächsten viereinhalb Jahren zu finanzieren. Der Bund bringt 20 Mrd. D-Mark auf. Der Rest wird durch die Emission von Anleihen finanziert.

Die Deutsche Bundesbank verschärfte im ersten Quartal ihren restriktiven Kurs nochmals leicht. Die monetäre Zielgrösse, die Geldmenge M_3 , bewegte sich im Januar am oberen Rand des für 1990 festgelegten Zielkorridors von 4 bis 6%; im weiteren Verlauf des Quartals schwächte sich die Zunahme jedoch ab. Im März lag M_3 – auf Jahresrate hochgerechnet – um 5% über dem Wert der Basisperiode (4. Quartal 1989). Möglicherweise wird der vorhandene Spielraum für Preissteigerungen durch die Entwicklung von M_3 unterschätzt. Die Aussagekraft der Zielgrösse wird nämlich dadurch eingeschränkt, dass die deutschen Nichtbanken seit 1989 zunehmend Termingelder am Euro-DM-Markt platzieren. Die Bundesbank berechnet deshalb eine erweiterte Geldmenge M_3 , welche diese Euromarkt-Einlagen – und zusätzlich die Bestände der Nichtbanken an kurzfristigen Bankschuldverschreibungen – mit

einschliesst. Dieses breitere monetäre Aggregat wuchs in letzter Zeit deutlich schneller als M_3 ; es lag im Februar um mehr als 7% über seinem Vorjahreswert, M_3 dagegen nur um 4%.

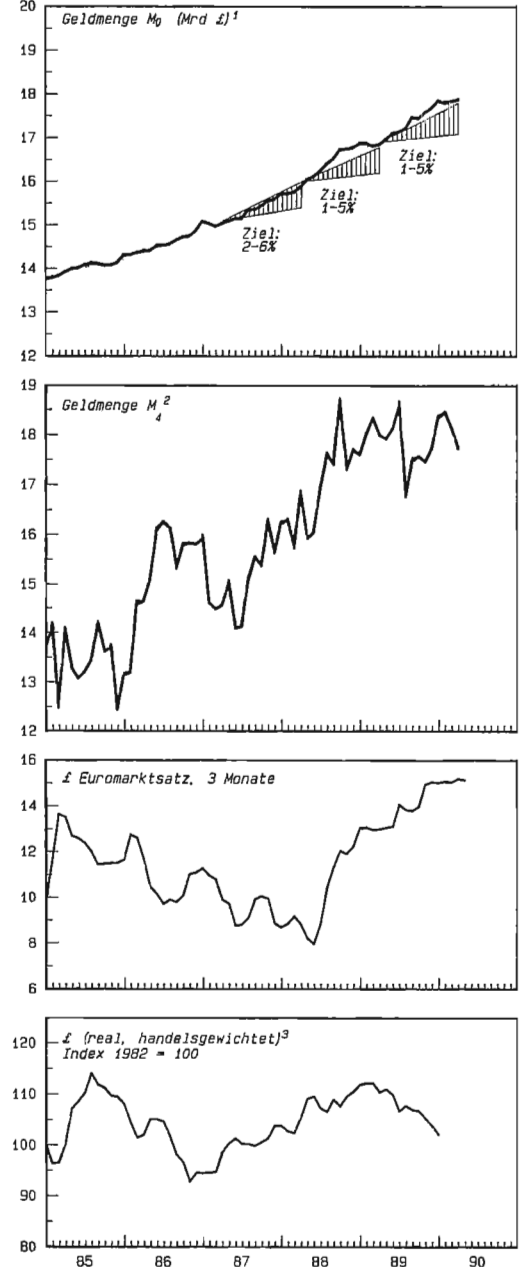
Die deutschen Zinssätze stiegen im ersten Quartal weiter, da die Kreditnachfrage anhaltend stark zunahm. Die Bundesbank hob die Sätze, die sie für Offenmarktgeschäfte anwendet (Wertpapier-Pensionierung), zwar nur wenig an, versorgte die Banken aber nur zurückhaltend mit Liquidität. Die Geldmarktsätze erhöhten sich deshalb merklich. Der Satz für Dreimonatsgeld lag im März bei durchschnittlich 8,43%, verglichen mit 8,05% im Dezember. Am Kapitalmarkt nahmen die Renditen markant zu, da als Folge der geplanten Wirtschafts- und Währungsunion beider deutscher Staaten mit einem hohen Nachfragewachstum und Kapitalbedarf gerechnet wird.

Grossbritannien

Im vierten Quartal 1989 blieb das Wirtschaftswachstum in Grossbritannien mässig, während die Inflation weiter stieg. Das reale Bruttoinlandprodukt übertraf das entsprechende Vorjahresniveau um 2,0% gegenüber 3,6% vor Jahresfrist. Die konjunkturelle Abflachung zeigte sich am deutlichsten bei den Anlageinvestitionen, die gegenüber dem Vorquartal leicht zurückgingen. Im Vorjahresvergleich stiegen sie noch um 1,7%. Während die Bauinvestitionen real um 1% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau lagen, nahmen die Ausrüstungsinvestitionen um 2,3% zu. Dagegen wuchsen die realen Konsumausgaben gegen Jahresende unerwartet kräftig. Im Vorjahresvergleich schwächte sich ihr Zuwachs allerdings weiter auf 2,5% ab, nachdem er ein Jahr zuvor noch 5,8% betragen hatte. Die wichtigste Konjunkturstütze bildeten weiterhin die Exporte, auf die rund ein Drittel des Bruttoinlandproduktes entfallen. Die Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen stiegen gegenüber dem dritten Quartal kräftig und lagen damit um 9,8% über dem entsprechenden Vorjahreswert.

Im ersten Quartal 1990 kühlte sich das Konjunkturklima weiter ab. Nach provisorischen Schätzungen lag das reale Bruttoinlandprodukt ledig-

Grafik 6: Grossbritannien



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

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

³ Quelle: OECD

lich um 1,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Gemäss der Umfrage des britischen Unternehmerverbandes dürften insbesondere die Investitionen der verarbeitenden Industrie in den kommenden Monaten weiter zurückgehen. In der Bauwirtschaft und den mit dem Bau eng verbundenen Branchen nahm die Zahl der Konkurse seit Jahresbeginn deutlich zu. Der Abbau der Arbeitslosigkeit setzte sich im ersten Quartal jedoch fort, und die Arbeitslosenquote sank von 5,6% auf 5,4%. Gleichzeitig wurden aber deutlich mehr Kurzarbeit und weniger offene Stellen gemeldet.

Das Ende März veröffentlichte Budget sieht einen Überschuss des Staatshaushaltes in Höhe von 7 Mrd. Pfund vor; er ist damit gleich hoch wie im vergangenen Jahr. Während die Einkommenssteuersätze unverändert blieben, wurden die Verbrauchssteuern auf Alkohol, Tabak und Benzin um 10% angehoben. Zudem sind eine Reihe von Massnahmen zur Sparförderung vorgesehen. Um die finanzielle Belastung der Anfang April in Kraft getretenen neuen Gemeindesteuer (Kopfsteuer) zu mildern, wurde ausserdem der Kreis der Steuerzahler, die Anspruch auf eine Ermässigung haben, erweitert.

Das Defizit der Leistungsbilanz fiel im ersten Quartal mit 5,5 Mrd. Pfund unerwartet hoch aus (4. Quartal: 5,1 Mrd.). Während die nominalen Exporte nach dem überaus kräftigen Wachstum im vierten Quartal nur wenig stiegen, nahmen die nominalen Importe nach dem Rückgang im Vorquartal stark zu. Im Vorjahresvergleich wuchsen jedoch die Ausfuhren sowohl nominal als auch real deutlich stärker als die Einfuhren.

Die Inflation stieg im ersten Quartal auf durchschnittlich 7,8%, gegenüber 7,6% im vierten Quartal; auch die um die Hypothekarzins erhöhungen bereinigte Inflationsrate (Basisinflationsrate) nahm leicht auf 6,3% zu. Im April erhöhte sich die Teuerung auf 9,4%. Teuerungsverstärkend wirkten vor allem die höheren Verbrauchssteuern und Gebühren. Das britische Pfund, das bereits Anfang März im Zusammenhang mit den Auseinandersetzungen um die Einführung der «Kopfsteuer» stark unter Druck geraten war, verlor vor dem Hintergrund der steigenden Teuerung und der ungünstigen Teuerungsaussichten ge-

genüber den EWS-Währungen und dem Schweizer Franken weiter an Wert.

Angesichts der starken Teuerung und der ausgeprägten Pfundschwäche setzten die britischen Währungsbehörden ihre restriktive Geldpolitik fort. Der Basiszinssatz, d.h. der Zinssatz, den die Geschäftsbanken ihren erstklassigen Schuldnern verrechnen, blieb unverändert bei 15%. Die langfristigen Zinssätze stiegen auf 11%.

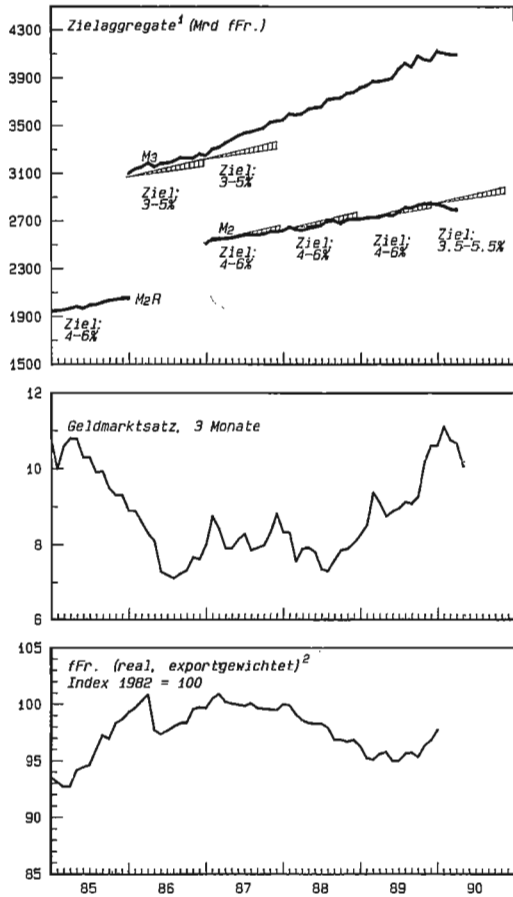
Die monetäre Basis M_0 nahm im ersten Quartal 1990 mit durchschnittlich 6,2% stärker zu als im Vorquartal (+5,6%) und überschritt die vorgesehene Bandbreite von 1–5%. Die monetäre Basis, die fast ausschliesslich aus dem Notenumlauf besteht, gilt als guter gleichlaufender Indikator der Konsumententwicklung. Ihr unverändert kräftiges Wachstum zeigt, dass die Hochzinspolitik, mit der das Wachstum der Konsumausgaben und die Inflation gebremst werden soll, nur langsam wirkt. Im Fiskaljahr 1989/90, das im März 1990 zu Ende ging, wuchs die Geldmenge M_0 um durchschnittlich 5,8%. Die Geldmenge M_4 , die sämtliche Depositen bei den Banken und den Bausparkassen (building societies) enthält, lag im ersten Quartal 1990 um 17,9% über dem entsprechenden Vorjahresstand; sie wuchs damit ebenfalls etwas stärker als in der Vorperiode (+17,6%). Im Fiskaljahr 1989 stieg M_4 durchschnittlich um 17,7%.

In seiner Budgetrede vom März bekräftigte der britische Schatzkanzler die dominierende Rolle der Geldpolitik bei der Inflationsbekämpfung. Als wichtigstes geldpolitisches Instrument dienen weiterhin die kurzfristigen Zinssätze. Das Wachstumsziel für die monetäre Basis beträgt für das Fiskaljahr 1990/91 wie im Vorjahr 1–5%.

Frankreich

Der Aufschwung der französischen Wirtschaft setzte sich im vierten Quartal 1989 fort. Gemäss provisorischen Schätzungen erhöhte sich das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert um 3,6%. Das Wachstum wurde auf breiter Basis sowohl von der Binnen- als auch von der Auslandsnachfrage getragen. Die Investitionen stiegen etwas stärker

Grafik 7: Frankreich



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

² Quelle: OECD

als im Vorquartal (+3,6%), während das Wachstum des privaten Konsums unverändert blieb (+2,7%). Überdurchschnittlich stark expandierten die Exporte (+11,4%). Die Industrieproduktion stagnierte auf hohem Niveau und übertraf den entsprechenden Vorjahreswert um 2,3%. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg im Jahre 1989 um 3,4%, gegenüber 3,5% im Vorjahr.

Im vierten Quartal 1989 betrug der Fehlbetrag der Leistungsbilanz nominal 12,5 Mrd. fFr. Das

Defizit belief sich im Jahre 1989 insgesamt auf 21,1 Mrd. fFr. und entsprach ungefähr dem des Vorjahrs. Die Komponenten der Leistungsbilanz entwickelten sich indes unterschiedlich. Während die Handelsbilanz und die Bilanz der einseitigen Übertragungen mit einem höheren Fehlbetrag als im Vorjahr abschlossen, erhöhte sich der Überschuss der Dienstleistungsbilanz.

Anfang 1990 hielt sich die Wirtschaftstätigkeit auf einem hohen Niveau. Gemäss jüngsten Konjunkturumfragen blieb die Nachfrage in der Industrie im ersten Quartal insgesamt unverändert; bei den Verbrauchsgütern ging sie leicht zurück, während sie sich insbesondere in der Automobilindustrie verstärkte. Die Zahl der Unternehmen, die mit Produktionsengpässen zu kämpfen hatten, stieg von Januar bis März. Als Folge der guten Konjunkturaussichten und aufgrund einer zunehmenden Nachfrage aus der Bundesrepublik Deutschland seit Beginn des Jahres 1990 blieb die Investitionstätigkeit auf hohem Niveau. Die Arbeitslosenquote ging wegen der guten Beschäftigungslage weiter zurück.

Das kräftige Wachstum der Exporte setzte sich im ersten Quartal fort, so dass sich das Defizit der Handelsbilanz zurückbildete. Es betrug saisonbereinigt 2,1 Mrd. fFr., gegenüber 4,0 Mrd. fFr. in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Am 2. und am 26. April senkte die Banque de France ihren Interventionssatz auf dem Geldmarkt (taux d'appel d'offres) und den Abgabensatz für Schatzwechsel (taux des prises en pension) um je einen Viertelprozentpunkt auf 9,5% bzw. 10,25%. Es handelte sich dabei um die erste Senkung seit August 1988; seit damals hatte die Banque de France ihre beiden Interventionsätze mehrere Male – das letzte Mal am 18. Dezember 1989 – erhöht. Die Herabsetzung der Leitzinsen wurde möglich, da sich der französische Franc gegenüber den wichtigsten Währungen, vor allem gegenüber der D-Mark, aufgewertet und sich der Inflationsdruck nicht weiter verstärkt hatte. Im ersten Quartal verlangsamte sich das Wachstum der Geldmenge M_2 auf 2,6% im Vorjahresvergleich, gegenüber 4,6% im vierten Quartal 1989.

Italien

In Italien setzte sich das kräftige Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 1989 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 3,5% über dem entsprechenden Vorjahresniveau (3. Quartal: +2,8%). Sämtliche Nachfragekomponenten, vor allem die Exporte und der private Konsum, nahmen gegenüber dem Vorjahresstand deutlich zu. Nur die realen Investitionen stiegen wegen des Rückgangs der Bautätigkeit vergleichsweise langsam.

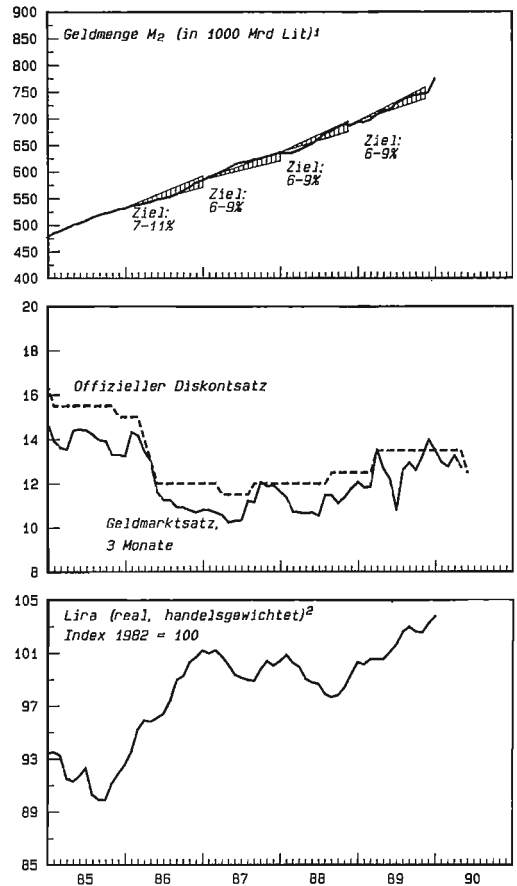
Die Industrieproduktion wuchs im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 3,5%, nachdem sie im dritten Quartal nur um 1,5% zugenommen hatte (auf Jahresbasis hochgerechnet). Gleichzeitig fiel die Arbeitslosenquote auf 11,6%. Dies ist ihr tiefster Wert seit zehn Jahren.

Die Exporte gewannen weiter an Dynamik. Im ersten Quartal 1990 lagen sie nominal um 12,9% über dem Vorjahresstand. Da gleichzeitig die Importe weniger stark wuchsen, verringerte sich das Defizit der Handelsbilanz gegenüber dem Vorjahresstand. Das Defizit betrug im ersten Quartal 8937 Mrd. Lire, gegenüber 9614 Mrd. Lire im ersten Quartal 1989.

Seit Jahresbeginn schwächte sich die italienische Teuerung ab. Die rückläufige Inflation ist vor allem auf die starke Lira und die tieferen Energiepreise zurückzuführen. Im Durchschnitt des ersten Quartals des Jahres übertraf der Konsumentenpreisindex den Vorjahresstand um 6,2% (4. Quartal: 6,6%). Im April sank der Index gegenüber dem Vorjahresstand weiter auf 5,8% und lag damit zum erstenmal seit einem Jahr unter 6%.

Die Regierung hob Ende April die letzten noch bestehenden Restriktionen im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr mit Wirkung per 14. Mai 1990 auf. Die Liberalisierung des kurzfristigen Kapitalverkehrs schliesst ein, dass Inländer künftig in Italien und im Ausland Devisenkonten und kurzfristige ausländische Wertpapiere in jeder Währung halten dürfen. Kapalexporte und Kapitalimporte, die mehr als 20 Mio. Lire betragen, müssen aber weiterhin über italienische Banken abgewickelt werden. Die bisher mit Devisenkontrollen be-

Grafik 8: Italien



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

² Quelle: OECD

schäftigte Behörde übernimmt neue statistische Aufgaben. Die in den letzten zwei Jahren realisierte Liberalisierung des langfristigen Kapitalverkehrs hat wider Erwarten nicht zu einer allgemeinen Kapitalflucht geführt.

Die Banca d'Italia führte im ersten Quartal ihren vor allem auf die Stabilisierung der Lira im EWS ausgerichteten geldpolitischen Kurs unverändert weiter. Die Geldmenge M_2 lag im ersten Quartal um 8,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert und befand sich damit im Zielkorridor von

6% bis 9%. Nachdem die Drei- und Sechsmontatssätze auf Schatzwechseln (BoT) im vierten Quartal auf 11,7% gestiegen waren, sanken sie im ersten Quartal auf 10,8%. Im Mai senkte die

Banca d'Italia den Diskontsatz um einen Prozentpunkt auf 12,5%. Die Kredite an den privaten Sektor stiegen im Vorjahresvergleich um 19% (4. Quartal: +19%).

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

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

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

	1986	1987	1988	1989a)	1989a)					1990a)
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	–140,6	–154,0	–135,3	105,9	–28,7	–30,7	–31,0	–22,7	–	–
Japan	85,8	87,0	79,6	57,0	20,8	21,5	14,0	14,2	9,2	16,1
BRD	39,2	44,8	48,3	52,7	11,1	15,8	13,3	13,9	9,9	16,4
Grossbritannien	– 0,06	– 7,21	–26,7	–34,7	– 9,8	– 8,6	– 7,6	–10,3	– 8,2	– 9,0
Frankreich	2,9	– 4,1	– 4,2	– 3,3	– 3,8	1,6	– 1,3	– 1,3	– 2,0	– 0,4
Italien	2,6	– 1,5	– 5,2	–	– 1,1	– 6,7 ^{b)}	– 3,4 ^{b)}	– 2,0 ^{b)}	–	–
Schweiz	6,9	7,6	8,4	5,9	1,9	2,7	0,9	1,0	1,4	2,7

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

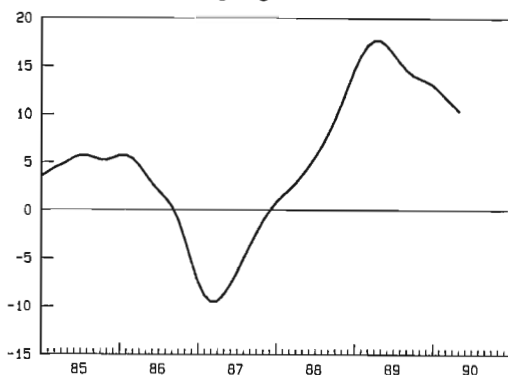
1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Das starke Wirtschaftswachstum in der Schweiz setzte sich im ersten Quartal 1990 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode mit 3,2% im Rhythmus der beiden Vorquartale (3. und 4. Quartal 1989: 3,3% bzw. 3,0%). Im Gegensatz zum letzten Vierteljahr 1989 stellten die Exporte wieder eine bedeutende Konjunkturstütze dar, wobei die Güterausfuhren wesentlich stärker zunahmen als die Dienstleistungsexporte. Die inländische Nachfrage expandierte dagegen geringfügig schwächer als im Vorquartal, da vor allem die Bauinvestitionen etwas langsamer wuchsen. Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen jedoch erneut überaus kräftig, und auch der private Konsum belebte sich.

Die Ergebnisse des neuesten Konjunkturtests der KOF-ETH deuten nach wie vor auf eine robuste Verfassung der Industrie hin. Der Indikator «Geschäftsgang» schwächte sich im ersten Quartal nochmals leicht ab; er liegt aber immer noch in

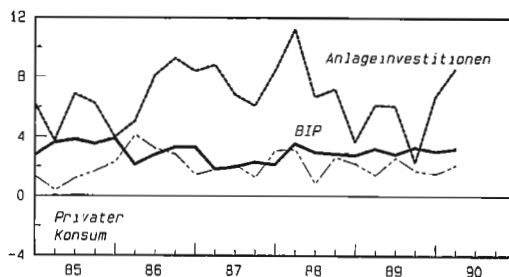
Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹



¹ Geglättet; beim «Geschäftsgang» in der Industrie handelt es sich um einen Sammelindikator, der sich aus vier Einzelgrößen – Bestellungseingang und Produktion im Vorjahresvergleich sowie Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelager – zusammensetzt

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

einem Bereich, der als gut gilt. Die Lager an Fertigprodukten wurden weiter abgebaut und werden bereits als zu knapp beurteilt. Die für den Binnenmarkt produzierenden Industrien meldeten wiederum einen höheren Bestellungseingang und Auftragsbestand, während der Bestellungseingang bei der Exportindustrie unverändert blieb und der Auftragsbestand sogar sank. Der Index der industriellen Produktion nahm gesamthaft im ersten Quartal recht stark zu; er lag damit um 8% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Erstmals seit längerer Zeit stieg die Kapazitätsauslastung in den exportorientierten Unternehmen nicht weiter, sondern verharrte auf sehr hohem Niveau. Die Kapazitäten werden immer noch als zu gering beurteilt. Dieses Ergebnis widerspiegelt sich im Investitionstest der KOF-ETH: Zwei Drittel der befragten Industrieunternehmen planen, im Jahr 1990 vermehrt zu investieren. Der Personalbestand gilt bei den für den Binnenmarkt produzierenden Unternehmen immer noch als viel zu gering, während die Exportfirmen den Mangel an Arbeitskräften als weniger gravierend beurteilen als im letzten Quartal 1989.

Privater Konsum

Die privaten Konsumausgaben lagen im ersten Quartal 1990 real um 2,1% über dem entsprechenden Vorjahreswert (4. Quartal: +1,5%). Damit wuchsen sie etwas stärker als im zweiten Halbjahr 1989. Die Nachfrage nach dauerhaften wie nach nichtdauerhaften Konsumgütern, die im letzten Quartal 1989 noch gesunken war, belebte

sich zu Beginn des Jahres 1990 wieder. Dagegen nahmen die Ausgaben für Dienstleistungen nicht mehr so stark zu, nachdem sie im Vorquartal noch die Stütze des privaten Konsums gebildet hatten.

Die realen Detailhandelsumsätze lagen um 0,9% über dem entsprechenden Vorjahreswert, nachdem sie im Vorquartal zurückgegangen waren. Im Gegensatz zum Vorquartal wurden insbesondere wieder mehr Waren der Textil- und Bekleidungsbranche nachgefragt. Der reale Umsatz von Nahrungs- und Genussmitteln nahm jedoch kaum zu. Die Zahl der Logiernächte von Inländern in der Schweiz lag um -5,3% tiefer als vor Jahresfrist.

Der vom Bundesamt für Konjunkturfragen (BfK) aufgrund einer Anfang April durchgeführten Umfrage berechnete Konsumentenstimmungsindex blieb gegenüber der Vorerhebung praktisch unverändert. Die Konsumenten erwarten für die kommenden Monate wiederum eine schwächere Wirtschaftslage und beurteilen den Zeitpunkt für grössere Anschaffungen als weniger günstig. Diese gedämpfte Entwicklung des Konsumentenstimmungsindex darf aber angesichts des hohen Konsumniveaus nicht als rezessives Zeichen bewertet werden.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen lagen im ersten Quartal

1990 real um 8,6% über dem Wert der Vorjahresperiode. Sie stiegen somit stärker als im letzten Quartal des Jahres 1989, in dem bereits ein hoher Zuwachs verzeichnet worden war (4. Quartal 1989: +6,7%). Mit einem Wachstum von 13,6% expandierten die Ausrüstungsinvestitionen überdurchschnittlich stark. Die Bauinvestitionen stiegen mit 5,0% geringer (4. Quartal 1989: +6,8%). Diese Verlangsamung war vor allem auf die Abschwächung im Wohnungsbau zurückzuführen. Auch im gewerblich-industriellen Bau, der bisher stark gewachsen war, liess die Nachfrage nach.

Der kräftige Zuwachs der Ausrüstungsinvestitionen widerspiegelte sich in stark steigenden Investitionsgüterimporten. Die unverändert ausgeprägte Investitionsbereitschaft zeigte sich im ersten Quartal im hohen inländischen Bestelleingang der Maschinenindustrie. Gemäss Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller nahmen die Auftragseingänge verglichen mit dem Vorjahresdurchschnitt aus dem Inland wieder stärker zu als die Auslandbestellungen. Der gesamte Arbeitsvorrat der befragten Unternehmen war mit 7,3 Monaten leicht höher als im Vorquartal.

In der Bauindustrie lag der Gesamtarbeitsvorrat Anfang April über dem Vorjahresniveau, wobei der Anstieg auf die stark durch den öffentlichen Bau bestimmte Entwicklung im Tiefbau zurückzuführen war. Laut der Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes verharrete der reale Arbeitsvorrat im Hochbau gegenüber dem Vor-

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1986	1987	1988	1989	1990					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Import von Investitionsgütern, real ¹	14,5	10,0	-	5,7	-	6,2	9,0	-1,0	8,7	12,0
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	3,2	-13,2	7,5	- 0,1	18,4	-30,4	33,1	-4,4	5,3	6,6
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	-1,5	-16,3	2,1	-11,9	18,0	- 1,9	-20,4	-8,7	-17,9	- 6,9
Geplante industrielle Bauten ²	21,8	- 0,1	-15,9	47,9	-15,7	17,7	99,7	37,1	37,3	-
Raumvolumen	5,2	0,1	- 5,0	3,6	1,1	-15,7	49,7	4,9	-24,7	-
Anzahl Projekte										

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

² Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA, BFS, Eidgenössische Oberzolldirektion

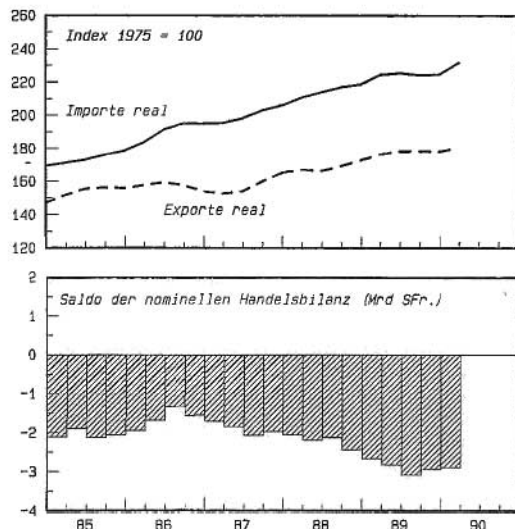
jahr auf hohem Niveau. Die Auftragseingänge im Bereich des Wohnungsbaus gingen jedoch zurück; im gewerblich-industriellen Bau stiegen sie demgegenüber noch geringfügig. Auch das langsamere Wachstum der offenen und der benutzten Baukredite deutet auf eine allmähliche Abschwächung der Baukonjunktur hin. Der Investitionstest der KOF-ETH bestätigt diese nachlassende Dynamik im Baugewerbe: Die Industrie wie auch das Baugewerbe selber sind in ihren Bauplänen für die Jahre 1990 und 1991 sehr zurückhaltend.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Der schweizerische Aussenhandel expandierte im ersten Quartal 1990 angesichts der anhaltenden Hochkonjunktur im In- und Ausland kräftig.

Die Güterausfuhren nahmen gegenüber der Vorjahresperiode wertmässig um 13,2% und real um 10,2% zu (4. Quartal 1989: +12,2% bzw. +4,8%). Die Teuerung auf Exportprodukten betrug gemäss Mittelwertindex 2,7%. Das nominale und reale Wachstum war damit höher als im zweiten Halbjahr 1989. Gemäss Angaben der Oberzolldirektion führten jedoch unter anderem Basiseffekte und Sortimentsverschiebungen dazu, dass die Preisentwicklung im ersten Quartal unterschätzt und das reale Wachstum ent-

Graphik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

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

sprechend überzeichnet wurde. Aufgrund der vom Bundesamt für Konjunkturfragen ausgewiesenen vierteljährlichen Nationalen Buchhaltung nahmen die realen Güterexporte um 8% zu. Nach Verwendung aufgliedert, stiegen die Konsumgüterexporte im ersten Quartal mit 14,1% über-

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorische Werte

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

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

	1987	1988	1989	1988	1989	1990			
		a)	b)	4. Q. a)	1. Q. b)	2. Q. b)	3. Q. b)	4. Q. b)	1. Q. b)
Total Einnahmen	121,4	131,5	149,8	33,8	35,8	38,0	37,8	38,2	40,2
Warenexporte	69,6	76,5	86,8	20,9	20,4	22,3	20,6	23,5	23,3
Spezialhandel (Index I)	67,5	74,1	84,3	20,3	19,8	21,7	20,0	22,8	22,6
Übrige Warenexporte ²	2,1	2,4	2,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Dienstleistungsexporte	20,9	21,2	23,1	4,2	5,8	5,6	7,1	4,6	6,3
Faktoreinkommen aus dem Ausland ³	28,0	30,9	36,6	7,9	8,8	9,3	9,3	9,3	9,8
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	2,8	3,0	3,2	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Total Ausgaben	110,1	119,2	140,2	31,0	31,6	36,5	36,1	36,0	36,2
Warenimporte	78,1	85,4	98,8	22,9	23,2	26,0	23,6	26,1	26,3
Spezialhandel (Index I)	75,2	82,4	95,2	22,1	22,3	25,1	22,8	25,1	25,4
Übrige Warenimporte ²	3,0	3,0	3,6	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0	0,9
Dienstleistungsimporte	10,3	11,4	12,6	2,2	1,7	3,3	5,1	2,4	2,0
Faktoreinkommen an das Ausland ³	16,6	16,9	22,9	4,5	5,3	5,7	5,8	6,1	6,4
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	5,1	5,5	5,9	1,3	1,4	1,5	1,6	1,5	1,5
Saldo der Ertragsbilanz	11,3	12,3	9,6	2,8	4,3	1,5	1,7	2,2	4,0

a) revidiert

b) vorläufige Schätzung

¹ in Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen² inklusive elektrische Energie³ Arbeits- und Kapitaleinkommen

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

durchschnittlich stark (Zahlen gemäss Oberzolldirektion). Die Investitionsgüterausfuhren wuchsen nominell und real praktisch gleich stark (+11,5% bzw. +10,4%); vor allem die Maschinenindustrie konnte wesentlich mehr exportieren, während die Ausfuhren der Metallindustrie etwas schwächer expandierten. Der Absatz von Rohstoffen und Halbfabrikaten stieg unterdurchschnittlich.

Die Entwicklung der Exporte in die EG-Länder setzte sich im bisherigen Rhythmus fort: während das Ausfuhrwachstum in die Bundesrepublik Deutschland seit Herbst 1989 stetig zunahm, schwächte es sich nach Grossbritannien weiter ab. Der Absatz in die EFTA-Länder stieg stärker als im vierten Quartal 1989; dabei gewannen insbesondere die Ausfuhren nach Österreich an Schwung. Die Exporte in die aussereuropäischen OECD-Länder sind einerseits von einem anhaltend hohen Wachstum nach Japan und Australien gekennzeichnet und andererseits von Zuwachsraten für die Vereinigten Staaten, die seit dem dritten Quartal 1989 stark zurückgehen. Die

Entwicklung der Exporte in die Staatshandelsländer verlief ebenfalls gegensätzlich: Während die Ausfuhren in die Ostländer stiegen, wurde in die Volksrepublik China deutlich weniger exportiert. Die Exporte in die erdölexportierenden Länder nahmen nach einer längeren Phase wieder zu, und das kräftige Ausfuhrwachstum in die übrigen Entwicklungsländer hielt unvermindert an.

Die Gütereinfuhren lagen im ersten Quartal nominal um 11,9% und real um 7,0% über dem Vorjahreswert. Die Importe wuchsen somit nach einer schwächeren Phase im zweiten Halbjahr 1989 wieder wesentlich stärker. Erneut wurden überdurchschnittlich viele Investitionsgüter, vor allem Maschinen und Apparate, eingeführt; sie nahmen volumenmässig noch ausgeprägter zu als im vierten Quartal 1989. Auch die Nachfrage nach Energieträgern wuchs stark, während die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten wiederum mit einer vergleichsweise geringen Zuwachsraten stiegen. Es wurden noch mehr Güter als bisher aus dem EG-Raum, aus dem bereits

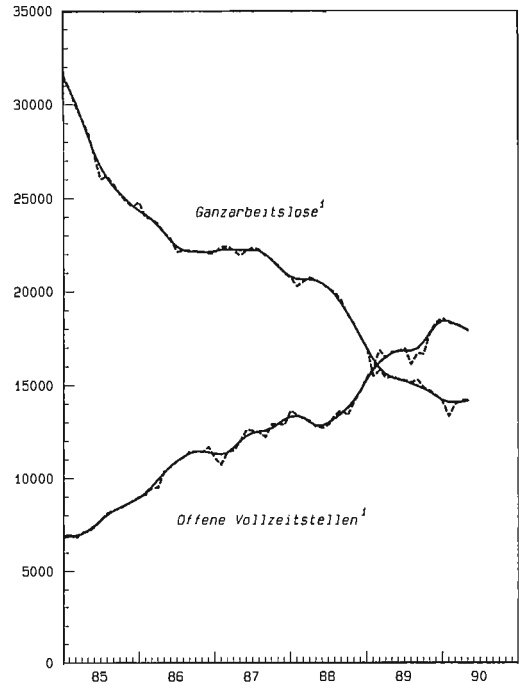
drei Viertel der Gesamteinfuhr stammen, importiert. Sie stiegen deshalb deutlich stärker als jene aus den EFTA-Staaten. Auch die Einfuhren aus den OPEC-Staaten wuchsen als Folge der höheren Heizöl- und Benzinnachfrage kräftig, nachdem sie während längerer Zeit rückläufig gewesen waren.

Der Überschuss der Ertragsbilanz sank im ersten Quartal gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal um 0,3 Mrd. auf 4,0 Mrd. Franken. Das Defizit des Warenverkehrs nahm um 0,3 Mrd. auf 3,1 Mrd. Franken zu, während der Überschuss des Dienstleistungsverkehrs das Ergebnis des ersten Quartals 1989 um 0,2 Mrd. Franken übertraf. Der Überschuss der Arbeits- und Kapitaleinkommen ging leicht auf 3,4 Mrd. Franken zurück, während das Defizit der unentgeltlichen Übertragungen um 0,1 Mrd. auf 0,7 Mrd. Franken zunahm.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im ersten Quartal 1990 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 1,7% zu (4. Quartal 1989: +1,4%); im Industriesektor stieg die Zahl der Beschäftigten um 1,8%, während der Zuwachs im Dienstleistungssektor 1,6% betrug. Fast in allen Wirtschaftszweigen lag der Beschäftigungsindex über dem Vorjahresniveau. Die Beschäftigung stieg im industriellen Bereich vor allem in der Nahrungsmittel-, Uhren- sowie in der Metallindustrie wiederum

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

kräftig. Im Dienstleistungssektor erhöhte sie sich in den Bereichen Versicherungen und Strassenverkehr stark.

Die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen sank

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1986	1987	1988	1989	1989				1990				
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
Index der Beschäftigten ¹	1,0	1,2	1,3	1,2	1,4	0,6	1,4	1,4	1,7	–	–	–	–
Arbeitslosenquote ^{2, 3}	0,7	0,8	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5
Ganzarbeitslose ²	22770	21918	19524	15133	17801	14861	13476	14393	15937	16544	16072	15195	14569
Kurzarbeiter ³	2058	4142	3948	603	846	764	325	342	–	281	462	672	441
Offene Vollzeitstellen ³	10734	12348	13552	17007	16217	17510	16897	17404	18029	17287	17989	18812	18131

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

in den ersten drei Monaten des Jahres nur leicht. Die Arbeitslosenquote blieb mit 0,6% unverändert tief. Die Arbeitslosenquote der Männer lag wiederum auf einem etwas tieferen Niveau als jene der Frauen. Die Zahl der den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen stieg weiter und erreichte im März mit rund 19 000 einen Höchstwert. Die Zahl der Kurzarbeiter verharrte auf einem äusserst tiefen Niveau.

Preise und Löhne

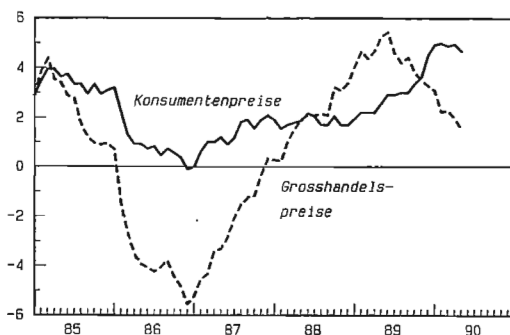
Die am Konsumentenpreisindex gemessene Teuerungsrate betrug im ersten Quartal 1990 gegenüber der Vorjahresperiode 5,0% (4. Quartal 1989: 4,3%). Damit setzte sich der Teuerungsauftrieb, der im letzten Quartal 1989 eingesetzt hatte, fort.

Besonders stark stiegen die Gruppenindizes Nahrungsmittel, Bekleidung sowie Körper- und Gesundheitspflege. Dagegen nahmen die Preissteigerungen bei den Energieträgern markant ab: Der Teilindex Heizung und Beleuchtung, der im vierten Quartal 1989 gegenüber der Vorjahresperiode um 21,5% in die Höhe geklettert war, lag im ersten Quartal noch um 10,9% über dem Vorjahreswert. Sowohl die Ausland- als auch die Inlandgüter wurden gegenüber der Vorjahresperiode um 5,0% teurer (4. Quartal 1989: +5,7% bzw. +3,9%). Während die Teuerungsrate der Auslandgüter im Dezember 1989 einen Höhepunkt erreicht hatte, steigt diejenige der Inlandgüter immer noch unvermindert an. Die Preise für Waren und für Dienstleistungen nahmen im ersten Quartal 1990 um 4,6% bzw. 5,3% zu (4. Quartal 1989: +4,0% bzw. +4,7%).

Die Teuerung stieg im Mai auf 5,1%, nachdem sie im April vor allem infolge nur geringer Preiserhöhungen beim Heizöl und Benzin gesunken war. Der Teuerungssprung im Mai ist hauptsächlich auf die halbjährlich erhobenen Wohnungsmieten zurückzuführen.

Im Gegensatz zur Entwicklung der Konsumentenpreise schwächt sich der Preisanstieg auf Grosshandelsstufe seit Herbst 1989 ab. Im ersten Quartal 1990 lag der Grosshandelspreisindex um 2,2% über dem Vorjahreswert (4. Quartal

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

1989: +3,3%). Teuerungsdämpfend wirkten insbesondere die wesentlich tieferen Preise der Energieträger und Hilfsstoffe sowie der Rohstoffe, während die Teuerung bei den Konsumgütern hoch blieb (+3,2%). Die Teuerung der Auslandgüter nahm im Vergleich zum vierten Quartal 1989 stark ab (+1,8% bzw. +5,5%), während der Preisanstieg für Inlandgüter praktisch unverändert blieb (+2,5% bzw. +2,6%).

Gemäss den Angaben des BIGA nahmen die Löhne der Arbeitnehmer im Jahre 1989 nominal um 4,0% zu. Unter Berücksichtigung der Teuerungsrate gemäss Konsumentenpreisindex ergab sich ein Reallohnzuwachs von 0,8%.

2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldmengengaggate

Im ersten Quartal 1990 blieb die Geldpolitik der Nationalbank restriktiv. Die bereinigte Notenbankgeldmenge ging auf das Jahr hochgerechnet gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1989) um 3,5% zurück. Dies entspricht einer Abnahme von etwa 300 Mio. Franken. Ins Gewicht fiel vor allem der markante Rückgang des Notenumlaufs. Im ersten Quartal lag er um 2,1% unter dem entsprechenden Vorjahresstand, nachdem er im Vorquartal noch geringfügig zugenommen hatte. Die Abnahme des Notenumlaufs ist hauptsächlich auf den Anstieg der Zinssätze zu-

Tabelle 6: Die bereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Noten- umlauf ¹	Veränderung in % ²	Girogut- haben ¹	Veränderung in % ^{2, 7}	NBGM ^{1, 3}	Ultimo- kredite ¹	BNBGM ^{1, 4}	Veränderung in % ²
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	31 716	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	32 248	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	33 432	724	32 708	2,9
1988	25 819	4,2	5 667	-33,9	31 486	66	31 420	- 3,9

	Noten- umlauf ¹	Veränderung in % ²	Girogut- haben ¹	Veränderung in % ^{2, 7}	NBGM ^{1, 3}	Saison- faktoren	SBNBGM ^{1, 5}	Veränderung in % ⁶
1989	26 438	2,4	3 487	-36,2	29 925	1,001	29 910	- 1,9
1989 1. Q.	26 727	4,7	3 867	-48,5	30 594	1,011	30 261	- 0,9
1989 2. Q.	26 309	3,1	3 601	-35,6	29 910	0,997	29 990	- 2,1
1989 3. Q.	26 106	1,7	3 305	-36,7	29 411	0,986	29 819	- 2,2
1989 4. Q.	26 609	0,1	3 176	-23,9	29 785	1,007	29 570	- 2,4
1990 1. Q.	26 152	-2,1	3 066	-20,7	29 218	0,999 ^P	29 246 ^P	- 3,5 ^P
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	29 061	0,986	29 474	- 2,8
1989 Dez.	27 820	-0,4	3 262	-22,3	31 082	1,053	29 518	- 2,4
1990 Jan.	26 793	-1,2	3 147	-19,2	29 940	1,012 ^P	29 585 ^P	- 0,3 ^P
1990 Feb.	25 846	-2,2	3 039	-19,5	28 885	0,988 ^P	29 236 ^P	- 4,4 ^P
1990 März	25 818	-3,0	3 012	-23,4	28 830	0,997 ^P	28 917 ^P	- 6,5 ^P
1990 April	25 792	-2,1	2 935	-16,0	28 727	0,992 ^P	28 959 ^P	- 4,9 ^P
1990 Mai	25 540	-3,2	2 998	-20,9	28 538	0,992 ^P	28 768 ^P	- 5,4 ^P

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

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

³ Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

⁴ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge - Ultimokredite

⁵ Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge dividiert mit den entsprechenden Saisonfaktoren

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

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

^P provisorisch

rückzuführen, wobei der Rückgang stärker als erwartet ausfiel. Der Umlauf der grossen Notenabschnitte von fünfhundert und tausend Franken ging mit -4,9% im ersten Quartal schneller zurück als im vierten Quartal 1989 (-1,6%). Bei den kleineren Notenabschnitten verlangsamte sich der Zuwachs gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal von 3,1% auf 2% im ersten Quartal 1990. Aufgrund des Inflationspotentials und der Wechselkursituation verzichtete die Nationalbank darauf, den Rückgang des Notenumlaufs durch eine Erhöhung der Giroguthaben auszugleichen. Die Giroguthaben nahmen gegenüber dem vierten Quartal 1989 noch um etwa 100 Mio. Franken ab.

Die Entwicklung der weiter gefassten Geldmengenaggregate war auch im ersten Quartal stark von den Veränderungen der Zinssätze und der Zinsstruktur beeinflusst. Die Sichteinlagen gingen gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 9,5% zurück (4. Quartal 1989: -8,6%). Dies entspricht einer Verringerung um 4,2 Mrd. Franken. Zusammen mit dem Rückgang des Bargeldumlaufs, der ungefähr der Abnahme des Notenumlaufs entspricht, führte dies zu einer Verminderung der Geldmenge M_1 um 7,2% im Vergleich zum ersten Quartal 1989. Demgegenüber nahmen die Termineinlagen nach den ausserordentlich hohen Zuwachsraten im Jahre 1989 etwas langsamer zu; im ersten Quartal lagen sie

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1985	0,1	7,3	4,8
1986	5,0	5,9	6,7
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,5	7,8	9,8
1989	-5,9	20,2	6,2
1989 1. Q. ²	-3,5	12,6	6,7
1989 2. Q. ²	-7,8	19,8	6,2
1989 3. Q. ²	-6,4	23,0	5,7
1989 4. Q. ²	-6,0	25,3	6,1
1990 1. Q. ²	-7,2	21,1	4,1
1989 Okt. ²	-7,0	25,4	6,1
1989 Nov. ²	-6,8	25,8	6,1
1989 Dez. ²	-4,3	24,7	6,2
1990 Jan. ²	-6,5	23,2	5,0
1990 Feb. ²	-7,1	21,6	4,1
1990 März ²	-8,1	18,6	3,1
1990 April ²	-7,4	17,0	2,7

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

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

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

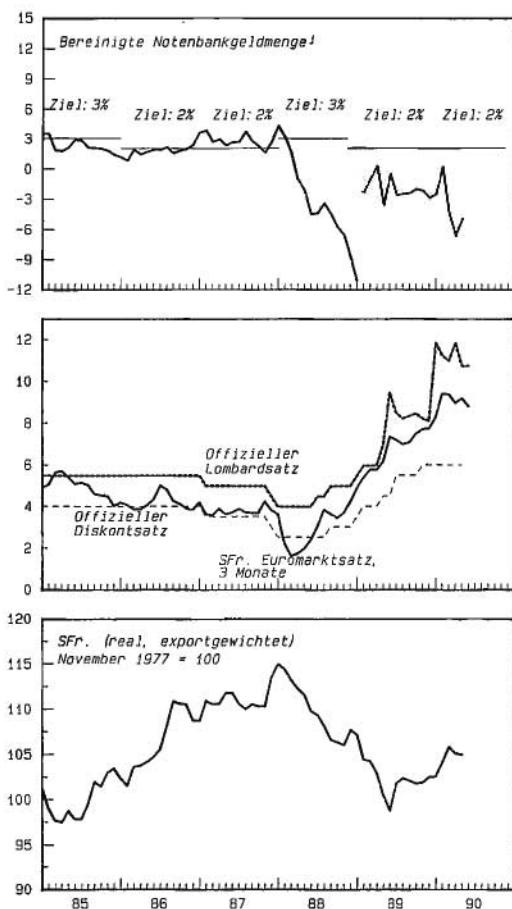
M₃ = M₂ + Spareinlagen

um 47,2% höher als vor Jahresfrist (4. Quartal 1989: +61,7%). Diese Entwicklung beeinflusste auch das Wachstum der Geldmenge M₂, das von 25,3% im vierten Quartal 1989 auf 21,1% im ersten Quartal 1990 sank. Zum hohen Wachstum von M₂ trugen die aufgrund der lebhaften Kreditexpansion geschaffenen Einlagen sowie die weitere Verlagerung von Spareinlagen und anderen längerfristigen Anlagen auf höherverzinsten Termineinlagen bei. Die Spareinlagen nahmen um 11,0% bzw. 4,9 Mrd. Franken ab. Das Wachstum der Geldmenge M₃ verlangsamte sich von 6,1% im vierten Quartal 1989 auf 4,1% im ersten Quartal 1990.

Geldmarkt

Aufgrund der restriktiven Geldpolitik stieg der durchschnittliche Tagesgeldsatz von 7,4% im vierten Quartal 1989 auf 8,9% im ersten Quartal 1990 kräftig an. Bis Ende Mai ging jedoch dieser Satz auf knapp 8 1/2% zurück. Der Drei-Monats-

Grafik 14: Schweiz



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

Ziele: durchschnittliches monatliches Wachstum gegenüber Vorjahr

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

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

Eurofrankensatz entwickelte sich ähnlich. Mit einem durchschnittlichen Niveau von 9,3% lag er in den ersten drei Monaten des Jahres um 1 1/3 Prozentpunkte höher als im Vorquartal. Dieser

starken Erhöhung folgte im Mai ein Rückgang auf rund 8,7%. Da der Drei-Monats-Satz für Euro-D-Mark von Januar bis Mai das Niveau vom vierten Quartal 1989 nur leicht übertraf und die entsprechende Zinsentwicklung am Eurodollarmarkt eher rückläufig war, entstand in den ersten fünf Monaten des Jahres eine wesentliche Zinsdifferenz zugunsten des Schweizer Franken.

Die durchschnittlichen Zinssätze für Drei-Monats-Depots bei Grossbanken lagen im ersten Quartal mit rund 8³/₄% um 1¹/₄% Prozentpunkte höher als in der Vorperiode. Anschliessend kam es bis Ende Mai nur zu kleinen weiteren Veränderungen.

Die Rendite neuemittierter eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen mit dreimonatiger Laufzeit erreichte im ersten Quartal 1990 einen Durchschnittswert von knapp 8³/₄%, gegenüber 7,4% im Vorquartal. Im April und Mai veränderten sich die entsprechenden Renditen nur geringfügig.

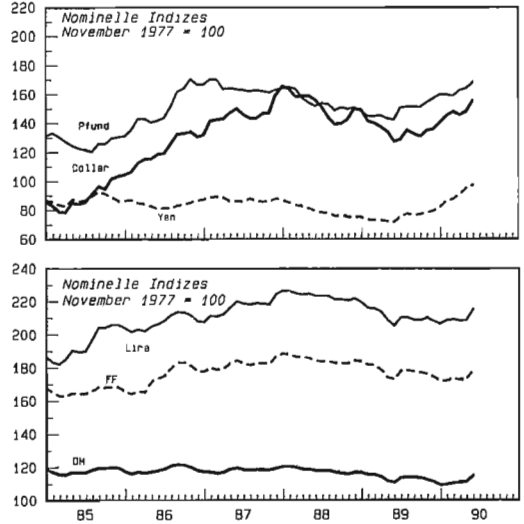
Devisenmarkt

In den vier Monaten von Februar bis Mai gewann der Schweizer Franken gegenüber den Währungen der wichtigsten Industrieländer an Wert. Während er sich gegenüber der D-Mark um 6,0% aufwertete, fiel die Höherbewertung gegenüber den übrigen Währungen des Europäischen Währungssystems (EWS) mit 5,3% etwas geringer aus. Besonders stark stieg der Frankenkurs gegenüber dem japanischen Yen (+20,3%).

Im Durchschnitt der Monate Februar bis Mai lag der Frankenkurs des amerikanischen Dollars bei Fr. 1,48 (Vorjahresperiode: Fr. 1,64), der Kurs der japanischen Währung bei Fr. 0,97 je 100 Yen (Fr. 1,24) und jener der D-Mark bei 87,7 Rappen (86,9 Rappen). Im Vorjahresvergleich gewann der Franken somit gegenüber dem Dollar um 9,9% und gegenüber dem Yen um 21,9% an Wert, während er gegenüber der D-Mark um 0,9% an Wert einbüsste.

In den Monaten Februar bis Mai intervenierten die Zentralbanken mit Ausnahme der Bank von Japan und des Federal Reserve nur in mässigem

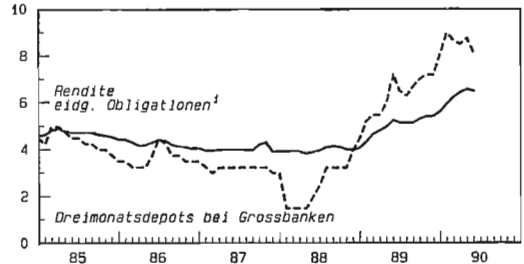
Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Umfang auf den Devisenmärkten. In Abstimmung mit anderen Währungsbehörden verkaufte die Schweizerische Nationalbank in den Monaten Februar bis Mai insgesamt 150 Mio. Dollar.

Der seit dem Vorjahr beobachtete Rückgang des realen Frankens kam im ersten Quartal 1990 zum Stillstand. Auf exportgewichteter Basis und um die Veränderung der Konsumentenpreise bereinigt, stieg der Wert des Frankens im Vergleich zur Vorjahresperiode um 0,1% (1989: -6,4%). Am stärksten stieg der reale Frankenkurs gegen-

Grafik 16: Zinssatzentwicklung



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

über dem Yen (+21,7%), dem Pfund (+7,9%) und dem Dollar (+4,6%). Gegenüber den EWS-Währungen verlor der Franken hingegen real noch an Wert (DM: -2,0%, fFr.: -2,9%, Lit: -4,2%).

Kapitalmarkt

Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen (unter Berücksichtigung der vorzeitigen Kündbarkeit) stieg von Dezember bis März von 5,75% auf 6,58%. Im Mittel betrug sie im ersten Quartal 6,40%, gegenüber 5,56% in der Vorperiode. Ende Mai lag die Rendite bei rund 6,4%. Die Zinsstruktur blieb stark invers.

In den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres erhöhten die Grossbanken ihre Sätze für neu-emittierte Kassenobligationen um 0,9 Prozentpunkt auf 7,0%. Als häufigste Zinssätze wurden 7¹/₄% für dreijährige, 7% für vier- bis fünfjährige und 6³/₄% für sechs- bis achtjährige Laufzeiten geboten.

Die Zinssätze von Spareinlagen bei den Kantonalbanken stiegen von Jahresbeginn bis Mai um 0,7 Prozentpunkt auf rund 4,7%. Der Satz für Neuhypothesen wurde etwas stärker, nämlich um 0,8 Prozentpunkt, auf 7,3% erhöht. Die Sätze für Althypothesen stiegen um ¹/₄ Prozentpunkt auf 6,8%.

Im ersten Quartal wurden Obligationen und Aktien in Höhe von insgesamt 16,0 Mrd. Franken emittiert (1. Quartal 1989: 11,4 Mrd.). Aufgrund der erwarteten künftigen Zins- und Inflationsentwicklung war die Aufnahmebereitschaft für neue Anleihen gut. Von den gesamten Emissionen entfielen 4,7 Mrd. Franken auf den Inlandbereich. Nach Abzug der Rückzahlungen im Betrage von 1,5 Mrd. Franken ergab sich eine Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten von 3,2 Mrd. Franken (1. Quartal 1989: 1,7 Mrd.).

Kapitalexport

Im ersten Quartal 1990 betragen die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexperte 13,6 Mrd. Franken. Damit lagen sie um 48% über dem Wert

der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Anleihen nahmen dabei um nahezu 54% zu, während die Kredite um 24% stiegen. Charakteristisch für das erste Quartal war die starke Belebung der herkömmlichen Anleihen (Straight-Anleihen). Nachdem die Emissionstätigkeit während mehrerer Quartale auf einem tiefen Niveau verharrt hatte, nahmen diese Anleihen im Vergleich zum Vorjahr um 137% zu. Damit stieg der Anteil der gewöhnlichen (Straight-)Anleihen am Emissionstotal von 29% im Jahr 1989 insgesamt auf etwa 61%. Demgegenüber flaute die Emissionstätigkeit bei den Wandel- und Optionsanleihen infolge der massiven Kurseinbrüche japanischer Aktien ab. Der starke Rückgang der Aktienkurse an der Börse von Tokio, der zunächst zu einem vorübergehenden Aufschub der Aufnahme eigenkapitalbezogener Anleihen seitens japanischer Anleihehensschuldner geführt hatte, bewirkte schliesslich die Annullierung von bereits bewilligten Emissionen. Die Wandelanleihen nahmen somit im ersten Quartal 1990 um 2% ab, während sich das Wachstum der Optionsanleihen auf 8% verlangsamte. Der Anteil dieser Kategorien am Emissionstotal erreichte den tiefsten Stand seit dem vierten Quartal 1988.

Im ersten Quartal wurden erneut beinahe sämtliche eigenkapitalbezogenen Anleihen (93%) zugunsten von japanischen Anleihehensschuldnern begeben. Gleichwohl führten die Wiederbelebung der Emissionstätigkeit auf dem Sektor der gewöhnlichen (Straight-)Anleihen sowie die Krise an der Tokioter Börse zu einer deutlichen Verringerung des Anteils Japans am Kapitalexperte und zu einer Erhöhung des Anteils der anderen Industrieländer, insbesondere jener Europas. Der Anteil Japans, der im vergangenen Jahr 50% betragen hatte, fiel im ersten Quartal auf rund 33%. Demgegenüber stieg der Anteil der anderen Industrieländer auf etwas über 57%, im Vergleich zu 36% im Jahre 1989. Die Quote der europäischen Anleihehensschuldner erhöhte sich auf 43% und diejenige Nordamerikas auf 14%. Was die anderen Ländergruppen betrifft, so ist hervorzuheben, dass der Anteil Osteuropas im ersten Quartal weniger als 2% betrug, nachdem er 1989 kräftig zugelegt und beinahe 8% erreicht hatte. Auch die Quote der internationalen Entwicklungsorganisationen nahm ab und betrug noch 2%, gegenüber 5% im Vorjahr.

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1986	42 461,0	6 768,0	1 259,7	50 488,7
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1989	31 281,0	10 154,1	517,8	41 952,9
1989 1. Q.	7 291,0	1 776,5	137,0	9 204,5
1989 2. Q.	9 717,2	2 655,9	89,0	12 462,1
1989 3. Q.	5 956,8	3 582,1	117,7	9 656,6
1989 4. Q.	8 316,0	2 139,6	174,1	10 629,7
1990 1. Q.	11 247,8	2 203,9	165,2	13 616,9

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

Am 1. März 1990 trat eine Änderung der Bestimmungen für den bewilligungspflichtigen Kapitalexport vom Oktober 1988 in Kraft: Die Nationalbank ermöglicht Finanzinstituten, die dem Bankengesetz nicht unterstehen, sich als Mitglieder von Syndikaten an Emissionsgeschäften in Schweizer Franken, die im Rahmen internationaler Abkommen der Umschuldung dienen, zu beteiligen, sofern die Titel nicht öffentlich emittiert werden. Im übrigen gelten die bisherigen Bestimmungen. Aufgrund einer Praxisänderung dürfen zudem nun auch Anleihen in Ecu oder mit Ecu-Bindung in der Schweiz aufgelegt werden. Im Rahmen der Fremdwährungsemissionen sind nun zusätzlich zu den bisherigen Emissionen in US- und in kanadischen Dollars auch solche des Ecu-Sektors zugelassen.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der 69 Banken nahm zwischen Ende März 1989 und Ende März 1990 um 7,4% zu. Dollarkursbereinigt betrug die Zunahme 5,1%. Die auf US-Dollar lautenden Bestände machten Ende des ersten Quartals 1990 rund 16% der Bilanzsumme aus.

Die Finanzanlagen gingen zwischen dem Ende des ersten Quartals 1989 und 1990 erneut stark zurück (-28%). Sie machten Ende März nur noch 10% der Bilanzsumme aus, was einen in der Nachkriegszeit noch nie erreichten Tiefstwert darstellt. Auch die liquiden Mittel lagen 13,8% unter ihrem Vorjahreswert; hier waren einmal mehr die Giro Guthaben bei der Nationalbank für den

Rückgang verantwortlich. Ein weiteres Rekordtief bei den Finanzanlagen erreichte der Interbanksaldo, der mit 250 Mio. nur noch ganz knapp positiv ausfiel. Ein Jahr zuvor hatte er noch bei 39 Mrd. gelegen, was einem Bilanzanteil von gut 5% entsprach. Nur die Wechsel und Geldmarktpapiere sowie die Wertschriften wiesen für die Zeit zwischen Ende März 1989 und 1990 positive Zuwachsraten von 15,9% und 11,5% auf.

Die Banken (506 Institute) verbesserten ihr Liquiditätsmanagement zwischen dem ersten Quartal 1989 und dem ersten Quartal 1990. In der gesetzlich vorgeschriebenen Unterlegungsperiode vom 20. Februar 1989 bis zum 19. März 1989 hatten die vorhandenen greifbaren Mittel die nach Bankenverordnung geforderten Mittel noch um 170% überstiegen. In der entsprechenden Periode 1990 betrug derselbe Deckungsgrad der Kassenliquidität (Liquidität I) nur noch 151%.

Die Jahreswachstumsrate der Kredite lag mit 13,8% am Quartalsende immer noch hoch. Mit einem Wachstum von 3,2% innerhalb des ersten Quartals zeichnete sich jedoch gegenüber der entsprechenden Rate von 5% vor Jahresfrist eine Verlangsamung des Wachstums ab. Bei den inländischen Krediten wiesen die Debitoren Ende März 1990 mit einer Jahresveränderungsrate von 15,2% und die Hypotheken mit 12,1% noch hohe, gemessen an den Werten der letzten Monate allerdings ebenfalls abnehmende Werte auf. Die Limiten der Baukredite lagen Ende Februar 1990 (die März-Werte liegen noch nicht vor) um 11,8% und die Benützung derselben 12% höher als vor Jahresfrist.

Auf der Passivseite fällt das geringe Wachstum der Publikumsgelder auf. Zwischen Ende des ersten Quartals 1989 und dem Ende des ersten Quartals 1990 nahmen sie lediglich um 5,5% zu und blieben damit weit hinter der Nettokreditvergabe zurück. Die Kreditoren auf Sicht lagen im Jahresvergleich knapp 11% tiefer, während die Kreditoren auf Zeit gut 21% höher lagen. Erneut fiel das Wachstum der auf Schweizer Franken lautenden inländischen Kreditoren auf Zeit mit über 42% sehr hoch aus. Der Abfluss der Spar-

gelder hielt an. Allein im ersten Quartal schrumpften die Bestände der Spar- und Depositenhefte um gut 7 Mrd. Im Jahresvergleich lagen sie um 11,4% tiefer. Die Kassenobligationen und Obligationen lagen Ende des ersten Quartals 1990 10,7% über dem Niveau, welches sie ein Jahr zuvor aufgewiesen hatten.

Die bei den 69 Banken angelegten Treuhandgelder übertrafen am Ende des ersten Quartals 1990 ihren Stand vor Jahresfrist um 23,6%.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 15 juin 1990¹

A. Aperçu

1. Etranger

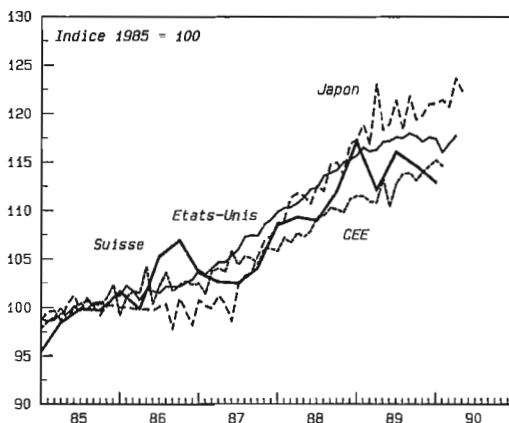
Evolution de la conjoncture

Au premier trimestre de 1990, la conjoncture est restée en général favorable dans la zone de l'OCDE. Les pays de l'Europe continentale en particulier ont continué à bénéficier d'une croissance économique vigoureuse. La demande intérieure est devenue le principal moteur de l'expansion, à la place des exportations, en République fédérale d'Allemagne, alors que la demande intérieure et les exportations ont contribué toutes deux, dans des proportions presque identiques, à la croissance en France. En Italie, la demande étrangère est restée le principal soutien de la conjoncture. Mais la croissance a été modeste, comme les deux trimestres précédents, aux Etats-Unis, et la conjoncture s'est encore assombrie au Royaume-Uni. Au Japon également, l'économie a perdu de son dynamisme; le recul des importations des Etats-Unis et de la Chine est le principal facteur qui explique ce ralentissement de la conjoncture.

Grâce à la bonne situation économique, les pays de la CE ont enregistré une nouvelle amélioration de l'emploi et une diminution du chômage. En moyenne, leur taux de chômage a passé de 8,7% en novembre 1989 à 8,6% en février. La plus forte réduction a été observée en Allemagne fédérale. Aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, le taux de chômage n'a pas varié au premier trimestre.

Dans la phase actuelle d'essor conjoncturel, l'inflation reste la principale préoccupation. En moyenne des pays de l'OCDE, les taux mensuels

Graphique 1: Production industrielle



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

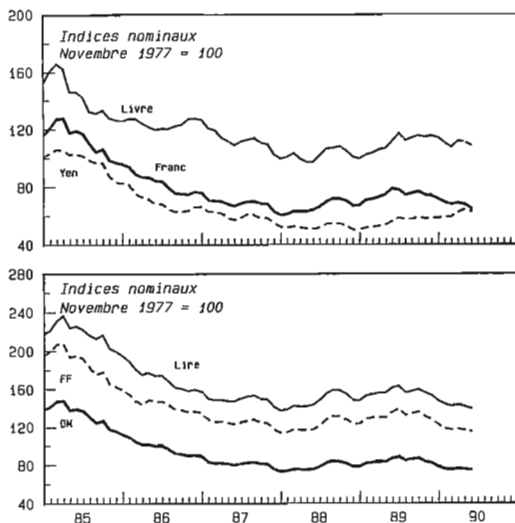
de renchérissement ont atteint, au premier trimestre, des niveaux sensiblement plus élevés que ceux du trimestre précédent, bien que les prix pétroliers aient diminué fortement après leur vive hausse de janvier. Quant au taux annuel de renchérissement (variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente), il a passé de 5,9% en décembre à 6,5% en mars, en moyenne de ces pays, et de 4,5% à 4,9%, en moyenne des sept grands pays industrialisés. Le renchérissement s'est accéléré sensiblement au Royaume-Uni, au Japon et aux Etats-Unis. En revanche, il a faibli en République fédérale d'Allemagne, en France et en Italie. Ce repli peut être attribué à la baisse des prix de l'énergie et au raffermissement des monnaies de ces pays face au dollar.

Politique économique

La politique monétaire des grands pays industrialisés n'a pas été homogène au premier trimestre de 1990. Les autorités monétaires américaines ont maintenu le cours légèrement expansionniste

¹ Le rapport, achevé à la mi-mai, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de février et d'avril 1990.

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



qu'elles avaient donné à leur politique au quatrième trimestre de 1989, mais la Banque du Japon a resserré les rênes monétaires. Pour lutter contre le renchérissement croissant et l'affaiblissement sensible du yen, elle a relevé le taux officiel de l'escompte d'un point, le 20 mars, après l'avoir déjà augmenté en décembre 1989. Les pays européens, en particulier le Royaume-Uni, ont en gros maintenu leur politique monétaire restrictive. Les taux à court terme se sont inscrits de nouveau en légère hausse en République fédérale d'Allemagne. En revanche, les autorités monétaires françaises et italiennes ont laissé les rémunérations à court terme se replier quelque peu, étant donné la fermeté de leurs monnaies face au mark allemand. En avril, la Banque de France a réduit, à deux reprises, ses taux d'intervention sur le marché monétaire. Au contraire des rémunérations à court terme, les taux à long terme ont augmenté nettement dans tous les pays industrialisés. Ce mouvement peut être attribué aux anticipations inflationnistes accrues et à une hausse des rémunérations réelles à la suite des perspectives économiques généralement bonnes et, plus particulièrement, de l'ouverture économique des pays de l'Europe de l'Est et des besoins élevés en capitaux qu'elle induit.

Le vigoureux mouvement de hausse que les bourses japonaises des actions enregistraient depuis 1986 a pris fin abruptement, au début de 1990, sous l'effet de la montée rapide des taux à long terme et du resserrement attendu de la politique monétaire. Pendant tout le premier trimestre, les cours des actions se sont repliés fortement à la bourse de Tokyo.

En République fédérale d'Allemagne, la création prochaine d'une union monétaire entre les deux Etats allemands a été au centre des préoccupations en matière de politique économique. Le 18 mai, les deux gouvernements ont signé un traité d'union monétaire, économique et sociale. Ce traité, qui entrera en vigueur le 2 juillet prochain, prévoit que le mark ouest-allemand sera le seul moyen de paiement sur le territoire également de la République démocratique allemande.

En prévision du rapprochement économique des deux Etats allemands, le Parlement de l'Allemagne fédérale a approuvé, à fin mars, d'importantes dépenses supplémentaires qui sont destinées notamment au développement des relations interallemandes et à la réalisation de projets d'infrastructure dans les régions frontalières. A la mi-mai, le gouvernement fédéral a présenté un deuxième complément au budget, en vue principalement de mettre sur pied un système de sécurité sociale en RDA. En outre, l'Etat fédéral a créé, avec les «Länder», un fonds de 115 milliards de marks qui doit couvrir les déficits budgétaires de la RDA au cours des prochaines quatre années et demie.

Marchés des changes

Durant les mois de février à mai, la forte baisse du yen japonais a été l'événement le plus marquant sur les marchés des changes. La perte de confiance dans la conduite des affaires politiques au Japon et la chute de la bourse de Tokyo ont engendré de fortes pressions sur le yen; celui-ci a ainsi fléchi face à toutes les monnaies importantes. Entre février et mai, la monnaie japonaise a perdu 13% par rapport au dollar des Etats-Unis. Pour soutenir le yen, la Banque du Japon a vendu des montants considérables de dollars.

Vis-à-vis des monnaies des principaux pays industrialisés, le dollar n'a pas évolué de façon homogène. Il a continué à se replier légèrement face aux monnaies du Système monétaire européen (SME). Ainsi, la lire italienne s'est raffermie par rapport au dollar de 2,8%, le franc français, de 2,6%, et le mark allemand, de 1,8%. Toutefois, la livre sterling a fléchi de 2% face à la monnaie américaine. Les fluctuations journalières du dollar vis-à-vis des monnaies du SME ont diminué nettement entre février et mai, alors qu'elles n'avaient cessé de s'accroître en 1989. Elles ont cependant augmenté sensiblement face au yen.

Par rapport aux quatre mois correspondants de 1989, le dollar a cédé entre 10 et 11,1% vis-à-vis des monnaies du SME et 9,9% vis-à-vis du franc suisse. En revanche, il s'est raffermi face au yen et à la livre sterling. Sa revalorisation par rapport au yen a atteint 15,5%.

Au premier trimestre, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, était de 1,9%, en termes nominaux, et de 2,6%, en termes réels, supérieur à ses niveaux de la période correspondante de 1989. En données pondérées toujours, le cours du yen a fléchi de -14,8% en termes nominaux (-16,5% en termes réels) celui du mark allemand a augmenté de 5,4% (2,8%), et celui du franc suisse, de 0,8% (0,1%).

Au sein du SME, aucune tension notable n'a été observée pendant les mois de février à mai. Le mark allemand a faibli légèrement, après les pressions à la hausse observées au cours des quatre mois précédents.

Problèmes de l'endettement international

Les profonds bouleversements politiques et économiques que connaît l'Europe de l'Est ont amené les institutions financières internationales et les pays industrialisés occidentaux à prendre, au cours des premiers mois de cette année, une série de mesures de soutien en faveur de ces pays. La Pologne, qui avait déjà obtenu du Fonds monétaire international (FMI), en décembre 1989, un crédit stand-by de 715 millions de dollars, a reçu de la Banque mondiale, en février 1990, plusieurs prêts atteignant 2,5 milliards de dollars au

total. Au même moment, le Club de Paris (organisation des pays occidentaux créanciers) a ré-échelonné sur 14 ans une part de 9,4 milliards de dollars de la dette extérieure polonaise, soit quelque 20% de celle-ci. En mars, la Hongrie a obtenu du FMI un crédit stand-by de 160 millions de DTS (1 DTS = 1,90 franc suisse); ainsi, la première tranche de 350 millions d'Ecus (1 Ecu = 1,80 franc suisse) d'un prêt de 870 millions d'Ecus au total que la Communauté européenne et d'autres pays européens ont ouvert à la Hongrie pourrait être versée.

En mai 1990, 40 pays, la Commission européenne et la Banque européenne d'investissement (BEI) ont fondé une nouvelle institution financière, la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD), destinée à soutenir le développement économique et le processus de démocratisation dans les pays de l'Europe de l'Est. Le capital de la BERD est de 10 milliards d'Ecus. Une part de 51% sera fournie par la Communauté européenne; sept pays de l'Europe de l'Est et la Yougoslavie apporteront 13%, les Etats-Unis, 10%, et le Japon, 8,5%. La Suisse et l'Autriche y participeront chacune pour 2,28%, ce qui correspond à 410 millions de francs suisses. Près d'un tiers du capital de cette nouvelle banque de développement devra être versé au cours des cinq prochaines années, et le reste, sur appel. Les crédits de la BERD serviront, à raison de 60%, à financer des projets d'investissement privés. Le solde pourra être affecté au financement de projets publics d'infrastructure (routes, transport et communication). L'octroi des crédits dépendra des progrès réalisés sur la voie de la démocratisation.

Au début de mai, le Comité intérimaire du FMI a approuvé, à l'issue de longues négociations, le principe d'une neuvième révision générale des quotes-parts. Ainsi, le capital du FMI devrait être augmenté de 50% et porté à 135 milliards de DTS. En même temps, le poids des cinq plus importants pays sera modifié. Après les Etats-Unis, qui disposent d'environ 19% des voix, viendront le Japon et la République fédérale d'Allemagne, avec 6,1% chacun; ces deux pays occupent actuellement les cinquième et troisième rangs. Le Royaume-Uni et la France seront ensemble au quatrième rang.

2. Suisse

En Suisse, la conjoncture est restée forte au premier trimestre de 1990. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,2%, soit à un rythme toujours élevé. La croissance des exportations a été particulièrement vigoureuse, mais la demande intérieure, notamment dans le secteur de la construction, a progressé à un rythme plus faible que le trimestre précédent. Le renchérissement s'est encore accéléré: au premier trimestre de 1990, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5% le niveau observé un an auparavant. Après avoir fléchi en avril, le taux de renchérissement a passé à 5,1% en mai, à cause surtout de la hausse des loyers. Le marché du travail est resté tendu. Le taux de chômage s'est maintenu à un bas niveau et le nombre des places vacantes, annoncées aux offices du travail, a encore augmenté.

Selon les indicateurs disponibles, la conjoncture ne devrait pas faiblir sensiblement en Suisse au cours des prochains mois. La marche des affaires dans l'industrie est toujours bonne et les entreprises bénéficient d'une situation économique qui est qualifiée de solide. L'enquête sur les investissements, effectuée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le confirme: les entreprises industrielles envisagent de procéder, en 1990, à de gros investissements en biens d'équipement. Ces investissements seront particulièrement importants dans l'industrie chimique, dans celle des machines et dans la métallurgie. L'enquête montre cependant que l'industrie devrait moins investir sous forme de constructions.

Etant donné la persistance de la haute conjoncture et des poussées de renchérissement, la Banque nationale a maintenu le cours restrictif de sa politique monétaire. En taux annualisé, la monnaie centrale dessaisonnalisée a fléchi de 3,5% par rapport à sa période de référence (quatrième trimestre de 1989). A la suite de la hausse des taux d'intérêt, les billets en circulation ont diminué davantage que prévu. Etant donné le potentiel inflationniste existant et la situation sur le marché des changes, la Banque nationale a renoncé à accroître le volume des avoirs en comptes de virements pour compenser ce recul des billets.

Les taux d'intérêt ont augmenté encore nettement en Suisse. D'un trimestre à l'autre, la rémunération de l'argent au jour le jour a passé en moyenne de 7,4% à 8,9% sur le marché monétaire suisse, et celle des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs, de 7,9% à 9,3%. Les taux d'intérêt se sont inscrits en hausse sur le marché des capitaux également: le rendement moyen des obligations fédérales a marqué une nouvelle progression, et les grandes banques ont porté à plus de 7% les taux de leurs nouvelles obligations de caisse. La structure des taux d'intérêt est donc restée inverse, et l'écart en faveur des rémunérations servies sur les placements en francs suisses s'est accru. Le franc s'est raffermi au premier trimestre; en termes réels, son cours pondéré par les exportations dépassait de 0,1% le niveau observé pour les trois premiers mois de 1989. En avril et en mai, le franc a continué son mouvement de hausse face à toutes les monnaies importantes. La Banque nationale a cependant maintenu le cours restrictif de sa politique. Les taux d'intérêt sont par conséquent restés élevés sur le marché monétaire.

Au début du mois de juin, le Conseil fédéral a décidé d'adresser les lettres de candidature pour l'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods (FMI et Banque mondiale). Auparavant, des discussions exploratoires approfondies avaient eu lieu avec les pays du Groupe des Dix et plusieurs pays en développement.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

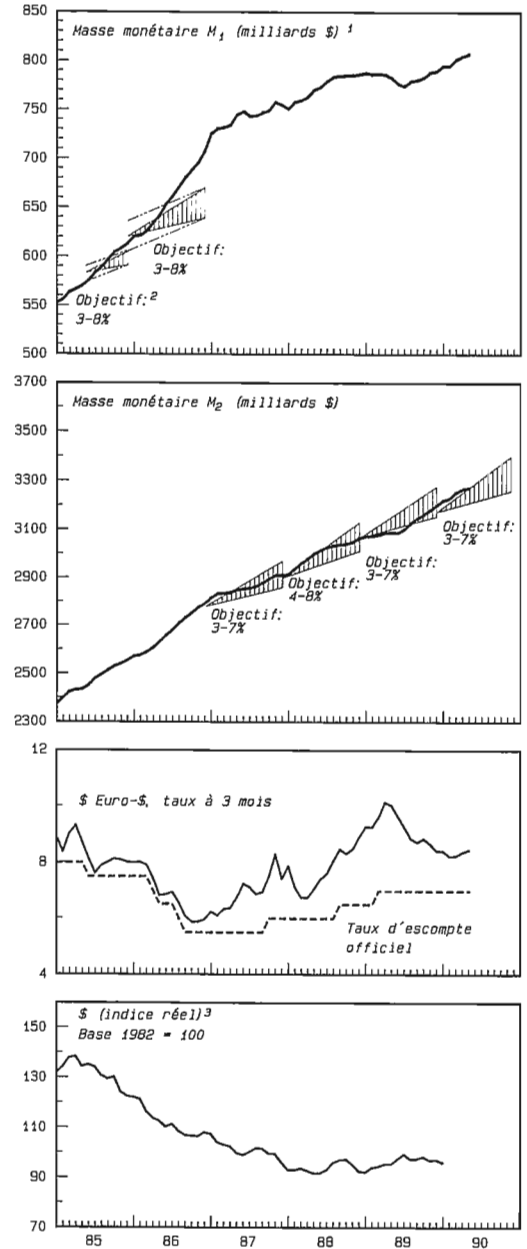
Etats-Unis

Au premier trimestre de 1990, l'économie américaine présentait des aspects positifs, mais aussi des côtés moins bons. Après correction des variations saisonnières, le produit national brut réel a progressé de 1,3%, en taux annualisé, soit approximativement au même rythme que le trimestre précédent. Toutefois, la demande finale a augmenté de 4,1%, contre 1,1% au quatrième trimestre de 1989. La croissance aurait été nettement plus vigoureuse si les stocks n'avaient pas été fortement réduits.

La vive expansion des investissements et des exportations a contribué de manière décisive à cette évolution de la demande finale. Tant les investissements des entreprises que la construction de logements ont augmenté fortement, après avoir marqué un repli le trimestre précédent. La construction de logements (+10,8%) a bénéficié toutefois de conditions atmosphériques exceptionnellement bonnes, au contraire de ce qui avait été observé entre octobre et décembre 1989. La consommation a progressé de 2,4%, taux qui est proche du rythme moyen; au cours des deux trimestres précédents, elle avait, à la suite de facteurs particuliers, augmenté fortement, puis fléchi quelque peu. Les exportations se sont accrues de 7,7% en taux annualisé, contre 8,4% au quatrième trimestre. Quant aux importations, elles ont enregistré une hausse de 2,8%, soit un taux proche de celui du trimestre précédent.

En taux annualisé, la production industrielle a fléchi de 0,8% au premier trimestre. Ce recul est dû en particulier à la mise en congé des ouvriers de l'industrie automobile. En effet, les constructeurs automobiles ont fermé leurs usines, pendant tout le mois de janvier, pour réduire leurs stocks qui avaient sensiblement augmenté au quatrième trimestre de 1989. Le taux moyen d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a diminué de 83% à 82,7%. En revanche, l'emploi s'est accru en moyenne de 238 000 personnes par mois au premier trimestre, contre 152 000 au quatrième trimestre de 1989. Le taux de chô-

Graphique 3: Etats-Unis



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

² Du 2e trimestre au 4e trimestre 1985

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

mage est resté à 5,3%. En avril, pour la première fois depuis un an, l'enquête menée auprès des responsables des achats a montré que ceux-ci tablaient sur une amélioration de la conjoncture. Toutefois, maints observateurs portaient un jugement empreint toujours de scepticisme sur l'évolution économique.

Au premier trimestre, les prix à la consommation dépassaient de 5,2% le niveau observé un an auparavant; la hausse était de 4,7% le trimestre précédent. L'accélération du renchérissement a reposé sur une large assise et non uniquement sur des facteurs exceptionnels.

Selon de nouvelles estimations, le déficit fédéral pourrait être, pour l'exercice en cours, jusqu'à 100 milliards de dollars plus élevé que le montant inscrit au budget. Aussi le gouvernement et le Congrès vont-ils engager de nouvelles discussions en vue d'adopter des mesures draconiennes pour redresser la situation. Depuis peu, des relèvements d'impôts ne semblent plus exclus.

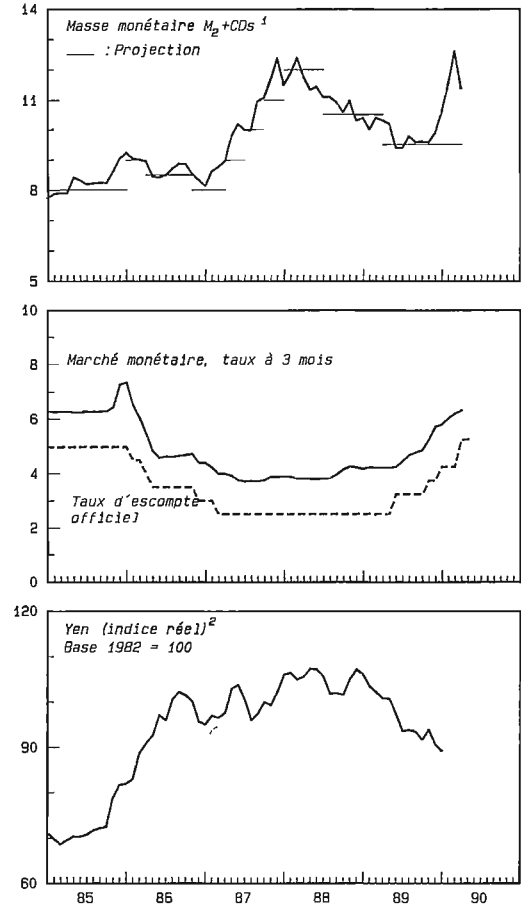
Au premier trimestre, la politique monétaire américaine est restée dans une position attentiste. Depuis la fin de 1989, la Réserve fédérale n'a presque pas modifié le taux des fonds fédéraux. La progression de la masse monétaire M_2 indique que cette stabilisation des taux a eu un effet légèrement expansionniste. Par rapport au quatrième trimestre de 1989, cet agrégat s'est accru, en taux annualisé, de 6,2%, soit à un rythme proche de la limite supérieure de la fourchette de 3 à 7% choisie comme objectif. La masse monétaire M_3 , qui joue un rôle moins important dans l'évolution de l'inflation, n'a augmenté que de 3,1%; elle a donc évolué dans la partie inférieure de sa fourchette de 2,5 à 6,5%.

Alors que les rémunérations à court terme restaient stables, les taux à long terme ont repris leur mouvement de hausse. La rémunération des emprunts fédéraux à long terme a passé, en moyenne, de 8% en décembre à 8,8% en avril.

Japon

Depuis la fin de 1989, l'économie japonaise se trouve dans une phase de ralentissement. En

Graphique 4: Japon



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

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

taux annualisé, le produit national brut réel a augmenté de 3,1% au quatrième trimestre, contre 5,3% en moyenne des trois premiers trimestres de 1989. Cet affaiblissement de la croissance est dû principalement à la progression moins forte des investissements des entreprises et à la baisse de l'excédent du commerce extérieur. L'expansion des importations a atteint 25%, alors que celle des exportations a été de 4% seulement. La demande de produits nippons a faibli au Etats-Unis – ce pays absorbe 35% des exportations japonaises – et en République populaire

de Chine, un important acheteur d'acier japonais. Quant à la consommation privée, elle est restée vigoureuse, avec une croissance de 6,6%.

Le ralentissement a continué au début de 1990. Entre décembre 1989 et février 1990, la production industrielle n'a presque pas varié. Les commandes de biens d'équipement ont été, en moyenne des deux premiers mois de l'année, inférieures à celles du quatrième trimestre de 1989. La consommation privée est en revanche restée forte. Les ventes des principaux grands magasins pendant les deux premiers mois de l'année ont été de 10% supérieures, en valeur, au chiffre de la période correspondante de 1989 (9,3% en décembre).

L'excédent de la balance commerciale, qui avait tendance à faiblir depuis le début de 1989, a augmenté de nouveau fortement en mars 1990. Au premier trimestre, il s'est inscrit à 17,9 milliards de dollars; ce montant reste toutefois sensiblement inférieur à celui de la même période de 1989. A la suite de l'accroissement du solde actif du commerce extérieur et de la forte contraction du déficit de la balance des services, la balance courante a dégagé un excédent de 16,1 milliards de dollars au premier trimestre, contre 9,2 milliards pour les trois derniers mois de 1989.

Le nombre des personnes occupées dans l'industrie a diminué, en janvier, pour la première fois depuis douze mois. Cependant, le taux de chômage a passé de 2,2% au quatrième trimestre de 1989 à 2,1% le trimestre suivant. En outre, le nombre des places vacantes dépassait, en moyenne des mois de novembre à janvier, de 32% celui des demandeurs d'emploi. La situation est donc restée tendue sur le marché du travail.

Le renchérissement s'est fortement accéléré au début de l'année; mesuré à l'indice des prix à la consommation, il a atteint 3,4% au premier trimestre, contre 2,6% le trimestre précédent.

Au cours des trois premiers mois de 1990, la politique monétaire japonaise a subi l'influence des événements qui ont secoué les marchés financiers. L'indice japonais des actions («Nikkei Dow Jones») a perdu, en l'espace de trois mois, plus de 25% par rapport à son niveau record de fin dé-

cembre 1989. A fin avril toutefois, il dépassait encore de 40% le niveau enregistré après le krach boursier d'octobre 1987. Cette chute des cours est due à la révision à la baisse des perspectives de croissance de l'économie japonaise et, surtout, à la forte hausse des taux d'intérêt à long terme. En l'espace d'un trimestre, le rendement des emprunts d'Etat à long terme a augmenté de 1,5 point, ce qui a entraîné une correction des cours des actions. Avec cette correction, le rendement des actions a retrouvé approximativement le niveau de celui des obligations.

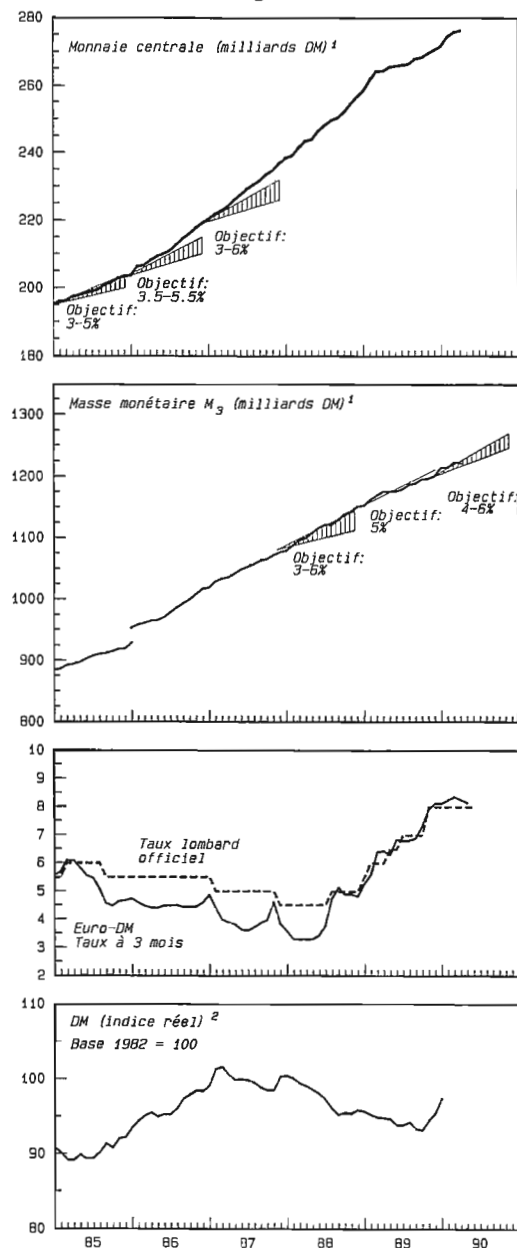
La hausse des taux d'intérêt sur les obligations peut être mise en rapport avec l'augmentation des rendements réels à l'échelle mondiale et avec la recrudescence de l'inflation au Japon. La croissance monétaire toujours forte ne permet guère d'escompter un revirement rapide de la tendance que suit l'inflation. La masse monétaire $M_2 + CD$ dépassait de 11,8%, au premier trimestre, son niveau de la période correspondante de 1989 (10,1% le trimestre précédent). Sa progression était supérieure à la projection de 9 à 10% fixée par la Banque du Japon. Aussi la banque centrale a-t-elle relevé le taux officiel de l'escompte d'un point, le 20 mars; à la fin de 1989, elle l'avait déjà augmenté d'un demi-point. Le «gensaki» – taux appliqué au papiers monétaires – a passé de 5,8% en décembre à 7,5% en avril.

République fédérale d'Allemagne

La bonne conjoncture s'est maintenue en Allemagne au quatrième trimestre de 1989 et, selon de premières estimations, au début de 1990. L'arrivée de nombreuses personnes venant de l'Europe de l'Est a donné de nouvelles impulsions à la croissance économique et des signes de surchauffe ont continué à être perceptibles. Les bouleversements politiques en Europe de l'Est ainsi que la création, prévue pour le 1er juillet 1990, d'une union monétaire allemande, avec communauté économique et sociale, ont dominé la politique économique depuis le début de l'année.

Au quatrième trimestre, le produit national brut réel était de 3,6% supérieur à son niveau des trois derniers mois de 1988. Les principales im-

Graphique 5: République fédérale d'Allemagne



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

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

pulsions sont venues de la demande intérieure. Les investissements des entreprises se sont accrus de près de 11%, et l'activité a augmenté de 3% dans la construction. Après avoir stagné aux deuxième et troisième trimestres, la consommation privée a repris le chemin de l'expansion, grâce notamment à l'arrivée massive de réfugiés est-allemands. La progression des exportations, par rapport à la période correspondante de l'année précédente, a faibli puisqu'elle a passé de 9,3% au troisième trimestre à 7,8% le trimestre suivant. La demande intérieure ayant fortement augmenté, les importations ont enregistré une hausse de 8,4%, donc une croissance supérieure à celle des exportations. En 1989, le produit national brut réel s'est accru de 4%, soit à un rythme qui n'avait jamais encore été observé ces dix dernières années.

Selon de premières estimations, l'essor économique est resté sur sa vigoureuse lancée au premier trimestre. Plusieurs facteurs particuliers y ont contribué. Ainsi, la dernière étape de la réforme fiscale, qui prévoit des allègements d'impôts de 24 milliards de marks, est entrée en vigueur le 1er janvier 1990. L'afflux de réfugiés de l'Allemagne de l'Est et d'autres pays de l'Europe orientale s'est poursuivi à un rythme ininterrompu; on estime à quelque 147 000 le nombre des personnes qui ont ainsi immigré, au premier trimestre. La perspective de l'unification avec la RDA et, partant, l'ouverture d'un nouveau marché de 16 millions de personnes environ ont stimulé les investissements. Enfin, le secteur de la construction a profité de la clémence exceptionnelle de l'hiver.

Au premier trimestre, la production industrielle s'est stabilisée à un niveau élevé. Une enquête de l'institut de recherches conjoncturelles Ifo montre que le taux moyen d'utilisation des capacités de production a passé de 90% en décembre 1989 à 89,4% en mars. Le niveau atteint en décembre n'avait été dépassé qu'une seule fois au cours des trente dernières années, à savoir à la fin de 1969. Les entrées de commandes pendant les mois de janvier et février étaient inférieures de 2,5%, en moyenne, au chiffre des deux mois précédents, mais supérieures de 6,6%, en termes réels, à celui des deux premiers mois de 1989. Depuis l'ouverture de la frontière entre les deux

Allemagne à la mi-novembre, le nombre des commandes a augmenté sensiblement, en particulier dans le secteur de la construction; en janvier, les commandes en portefeuille dépassaient de près de 30% le niveau observé un an auparavant; dans le secteur de la construction de logements, leur progression était bien au-dessus de la moyenne. Le taux de chômage, qui s'inscrivait à 7,8% au quatrième trimestre, a fléchi à 7,4% le trimestre suivant et à 7,3% en avril.

Après avoir diminué au quatrième trimestre, l'excédent de la balance commerciale a atteint, au premier trimestre de 1990, 36,9 milliards de marks, soit un montant légèrement supérieur à celui des trois mois correspondants de l'année précédente (36 milliards). Le solde actif de la balance courante a toutefois fléchi puisqu'il s'est inscrit à 28,5 milliards de marks, contre 31,1 milliards au premier trimestre de 1989.

La hausse des prix a faibli un peu au début de l'année. En moyenne, le taux annuel de renchérissement a passé de 3% au quatrième trimestre de 1989 à 2,7% le trimestre suivant. Ce ralentissement s'explique principalement par deux facteurs. Le premier est un effet de base qui est dû à l'augmentation des impôts indirects, en janvier 1989. Le second a découlé de l'évolution du cours du mark. Les prix des marchandises importées ont en effet diminué, à partir du troisième trimestre de 1989, grâce à la revalorisation du mark; au premier trimestre de 1990, ils étaient inférieurs de 2,2% au niveau observé un an auparavant.

Le 18 mai, les gouvernements de la République fédérale d'Allemagne et de la République démocratique allemande ont signé un traité d'union monétaire, économique et sociale. Le traité devrait entrer en vigueur le 2 juillet prochain, après sa ratification par les deux parlements. A partir de cette date, le mark ouest-allemand sera le seul moyen de paiement légal sur le territoire des deux Etats et la politique monétaire sera du ressort de la seule Banque fédérale d'Allemagne. Une question a tout particulièrement intéressé l'opinion publique. Il s'agit du cours auquel les marks de l'Est seront changés en marks de l'Ouest. Le traité prévoit que les salaires, les traitements, les loyers, les fermages et les pensions

seront convertis à un cours d'un pour un. Le système des retraites de la RDA sera aligné sur celui de la RFA. Les autres créances et engagements des personnes et des entreprises de RDA seront échangés en principe à un taux de deux marks de l'Est pour un mark de l'Ouest. Les avoirs que les personnes physiques détiennent dans des établissements bancaires seront convertis à un cours d'un pour un, jusqu'à un certain montant qui varie en fonction de l'âge des bénéficiaires. La création de l'union économique impliquera, en RDA, le passage d'une économie planifiée à une économie de marché. Il faudra notamment libérer progressivement les prix jusqu'ici fixés et contrôlés par l'Etat, réduire les subventions et introduire la libre circulation des capitaux.

A fin mars, le Parlement ouest-allemand a approuvé un complément au budget, complément qui porte sur des dépenses supplémentaires de 6,9 milliards de marks en vue de financer notamment des mesures de coopération avec la RDA et la création de voies de communication dans les régions frontalières. A fin mai, le gouvernement fédéral a présenté un deuxième complément au budget. Atteignant 4,8 milliards de marks, ces nouvelles dépenses sont destinées principalement au développement, en RDA, d'un système de sécurité sociale. Ainsi, les dépenses de l'Etat fédéral s'élèveront à 312 milliards de marks. Par rapport au budget de 1989, elles augmenteront de 7,6%, alors que leur croissance était initialement de 3,5%. Le déficit devrait cependant diminuer légèrement à 31 milliards de marks, attendu que la progression des recettes fiscales a été jusqu'à la plus forte que ce qui est prévu au budget.

Au mois de mai, le gouvernement fédéral et les «Länder» sont convenus de créer un «Fonds Deutsche Einheit» de 115 milliards de marks pour financer les déficits budgétaires de la RDA pendant les quatre années et demie à venir. L'Etat fédéral apportera une contribution de 20 milliards de marks. Le solde sera financé par l'émission d'un emprunt.

Au premier trimestre, la Banque fédérale d'Allemagne a une fois encore resserré légèrement sa politique monétaire. La masse monétaire M_3 – l'objectif de l'institut d'émission pour 1990 est fixé en termes de M_3 – évoluait, en janvier, à la li-

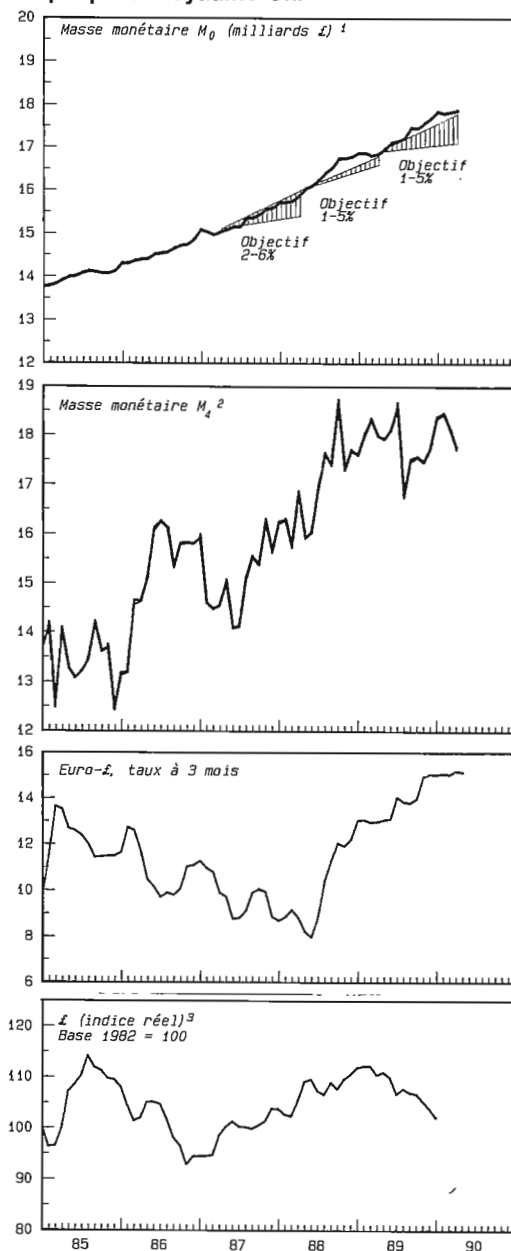
mite supérieure de la fourchette de 4 à 6% choisie pour 1990. Sa croissance a toutefois faibli par la suite. En mars, M_3 dépassait de 5%, en taux annualisé, son niveau de la période de référence (quatrième trimestre de 1989). Il est cependant possible que le potentiel de hausse des prix pouvant découler de l'évolution de M_3 soit sous-estimé. En effet, les dépôts à terme du secteur non bancaire sur le marché des euro-marks augmentent sensiblement depuis 1989, ce qui restreint la portée de M_3 en tant qu'indicateur de la politique monétaire. Aussi la Banque fédérale d'Allemagne calcule-t-elle un agrégat qui, en plus des composantes de M_3 , englobe ces dépôts sur le marché des euro-marks ainsi que les obligations à court terme, émises par des banques et détenues par le secteur non bancaire. Dans la période récente, cet agrégat monétaire élargi s'est accru à un rythme nettement plus élevé que celui de M_3 ; en février, il dépassait de plus de 7% son niveau du même mois de 1989, alors que la progression de M_3 était de 4% seulement.

La demande de crédits augmentant toujours vigoureusement, les taux d'intérêt allemands ont continué leur mouvement de hausse au premier trimestre. La banque centrale n'a relevé que faiblement les taux appliqués à ses opérations d'open market (prise en pension de papiers-values). Mais elle a montré beaucoup de circonspection dans l'approvisionnement des banques en liquidités. Les rémunérations servies sur le marché monétaire ont par conséquent augmenté sensiblement. En moyenne, le taux des dépôts à trois mois s'inscrivait à 8,43% en mars, contre 8,05% en décembre 1989. Sur le marché des capitaux, la hausse des taux a été également très nette, étant donné que l'on s'attend, du fait de l'union monétaire et économique qui est prévue entre les deux Allemagnes, à une vigoureuse croissance de la demande et à de gros besoins en capitaux.

Royaume-Uni

Au quatrième trimestre de 1989, la croissance économique est restée modérée au Royaume-Uni, mais l'inflation a continué à s'accroître. Par rapport à la période correspondante de l'année

Graphique 6: Royaume-Uni



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

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

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

précédente, la progression du produit intérieur brut réel a passé de 3,6% au quatrième trimestre de 1988 à 2% un an plus tard. L'évolution des investissements reflète nettement ce ralentissement de la conjoncture. Les investissements ont diminué légèrement d'un trimestre à l'autre. Ils ont enregistré encore une hausse, en termes réels, de 1,7% par rapport aux trois derniers mois de 1988, la construction fléchissant de 1% et les biens d'équipement augmentant de 2,3%. En revanche, les dépenses de consommation se sont accrues avec une vigueur inattendue vers la fin de l'année. Leur croissance, par rapport à la période correspondante de l'année précédente, a toutefois faibli puisqu'elle s'est chiffrée à 2,5%, contre 5,8% au quatrième trimestre de 1988. Les exportations, qui représentent un tiers du produit intérieur brut, sont restées le principal soutien de la conjoncture. Les ventes de biens et de services à l'étranger ont augmenté sensiblement du troisième au quatrième trimestre. Elles dépassaient de 9,8% leur niveau des trois derniers mois de 1988.

La conjoncture a marqué une nouvelle détérioration au premier trimestre de 1990. Selon des estimations provisoires, le produit intérieur brut réel n'a augmenté que de 1,5% par rapport aux trois mois correspondants de 1989. Une enquête de la Confederation of British Industries (CBI) montre que les investissements de l'industrie manufacturière devraient continuer à faiblir au cours des prochains mois. Depuis le début de l'année, le nombre des faillites a considérablement augmenté dans la construction et les branches connexes. La baisse du chômage a continué toutefois au premier trimestre, et le taux de chômage a fléchi de 5,6% à 5,4%. Mais le chômage partiel s'est accru nettement, et le nombre des places vacantes a diminué.

Le budget publié à fin mars prévoit un excédent de recettes de 7 milliards de livres sterling, soit un montant égal à celui de l'exercice précédent. Les taux d'imposition du revenu sont restés inchangés, mais les impôts à la consommation sur l'alcool, le tabac et l'essence ont été relevés de 10%. En outre, plusieurs mesures d'encouragement à l'épargne sont envisagées. Pour alléger la charge financière que représente le nouvel impôt local prélevé (par tête d'habitant) à partir du dé-

but d'avril, on a élargi le cercle des contribuables ayant droit à un dégrèvement.

Le déficit de la balance courante a atteint 5,5 milliards de livres au premier trimestre de 1990, contre 5,1 milliards les trois mois précédents. Les exportations, qui avaient enregistré une hausse vigoureuse au quatrième trimestre de 1989, n'ont progressé plus que légèrement en valeur. Quant aux importations, elles se sont accrues fortement, après avoir reculé le trimestre précédent. Par rapport aux trois premiers mois de 1989, l'expansion des exportations a été nettement plus forte que celle des importations, tant en termes réels que nominaux.

En moyenne, le taux annuel d'inflation a passé de 7,6% au quatrième trimestre de 1989 à 7,8% le trimestre suivant. Même le taux d'inflation de base (sans les taux hypothécaires) a augmenté légèrement à 6,3%. En avril, le taux annuel de renchérissement a grimpé à 9,4%. Cette accélération est due principalement au relèvement d'impôts à la consommation et de taxes. La livre sterling, qui avait déjà subi de fortes pressions à la baisse, au début de mars, à la suite des discussions auxquelles a donné lieu le nouvel impôt local, a continué à faiblir face aux monnaies du SME et au franc suisse, à cause du renchérissement croissant et des perspectives défavorables dans ce domaine.

Etant donné l'accélération de l'inflation et la faiblesse marquée de livre sterling, les autorités monétaires britanniques ont maintenu le cours restrictif de leur politique. Le taux de base – taux qui est appliqué par les banques commerciales à leurs débiteurs de premier ordre – est resté inchangé à 15%. Les taux à long terme ont augmenté à 11%.

La croissance de la base monétaire M_0 atteignait 6,2% en moyenne au premier trimestre, contre 5,6% les trois mois précédents. Elle était donc supérieure à la fourchette de 1 à 5%. La base monétaire, qui est constituée presque exclusivement des billets en circulation, est considérée comme un bon indicateur concomitant de l'évolution de la consommation. Sa progression toujours vigoureuse montre que la politique de taux d'intérêt élevés – elle vise à freiner l'expansion

sion des dépenses de consommation et l'inflation – n'agit que lentement. Pendant l'exercice budgétaire 1989/90 qui a pris fin en mars, la masse monétaire M_0 augmenté de 5,8% en moyenne. M_4 , qui englobe tous les dépôts dans les banques et les «building societies», dépassait de 17,9%, au premier trimestre de 1990, le niveau observé un an auparavant; sa croissance s'est elle aussi accélérée puisque le taux observé le trimestre précédent était de 17,6%. Durant l'exercice budgétaire 1989/90, M_4 a progressé en moyenne de 17,7%.

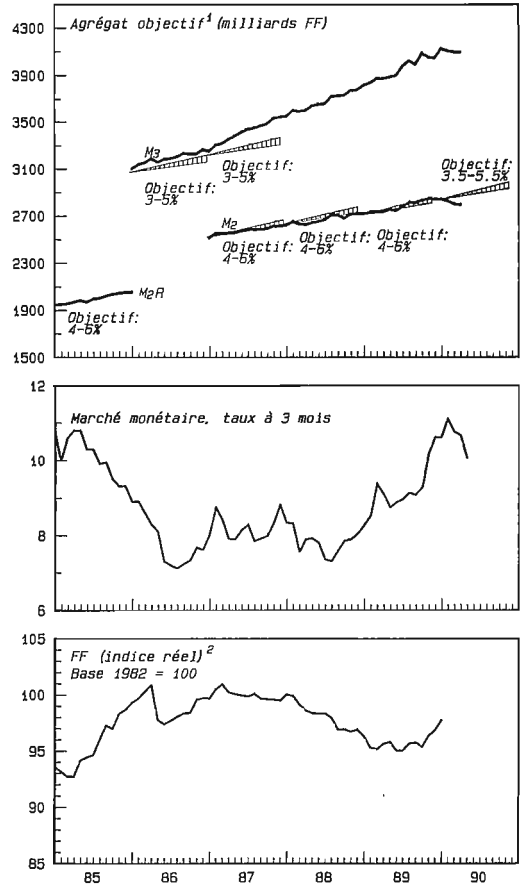
Dans le discours qu'il a prononcé en mars à l'occasion de la présentation du budget, le Chancelier de l'Echiquier a insisté sur le rôle prépondérant de la politique monétaire dans la lutte contre l'inflation. Les taux d'intérêt à court terme restent le principal instrument de la politique monétaire. Pour l'exercice budgétaire 1990/91, l'objectif monétaire a été fixé sous forme d'une progression de 1 à 5% de la base monétaire. Il est donc le même que celui des douze mois précédents.

France

L'essor de l'économie française s'est maintenu au quatrième trimestre de 1989. Selon des estimations provisoires, le produit intérieur brut réel s'est accru de 3,6% par rapport à son niveau des trois mêmes mois de 1988. L'expansion a reposé sur une large assise, et tant la demande intérieure que la demande étrangère y ont contribué. D'un trimestre à l'autre, la croissance des investissements s'est un peu accélérée pour atteindre 3,6%, alors que celle de la consommation privée est restée inchangée à 2,7%. Les exportations ont progressé de 11,4%, soit à un taux nettement supérieur à la moyenne. La production industrielle, toujours forte, dépassait de 2,3% son niveau des trois derniers mois de 1988. En termes réels, le produit intérieur brut a augmenté de 3,4% en 1989, contre 3,5% l'année précédente.

La balance courante s'est soldée par un déficit de 12,5 milliards de francs français au quatrième trimestre et de 21,1 milliards pour l'ensemble de 1989. Si le déficit n'a guère varié par rapport à l'année précédente, les composantes de la balance ont évolué diversément. Les soldes passifs

Graphique 7: France



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

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

de la balance commerciale et des transferts unilatéraux se sont creusés, mais l'excédent de la balance des services a progressé.

Au début de 1990, l'activité économique est restée forte. Les enquêtes les plus récentes montrent que, pour ce qui a trait à l'industrie, la demande n'a dans l'ensemble pas varié au premier trimestre; la demande de biens de consommation a fléchi légèrement, alors que celle d'automobiles a progressé. Le nombre des entreprises confrontées à des capacités de production insuffisantes

a augmenté entre janvier et mars. Etant donné les perspectives économiques favorables et la demande croissante qui, depuis le début de 1990, vient de la République fédérale d'Allemagne, les investissements se sont maintenus à un niveau élevé. Grâce à la progression de l'emploi, le taux de chômage a diminué.

Au premier trimestre, la croissance vigoureuse des exportations s'est poursuivie, et le déficit du commerce extérieur a fléchi. En données corrigées des variations saisonnières, il s'est chiffré à 2,1 milliards de francs français, contre 4 milliards un an auparavant.

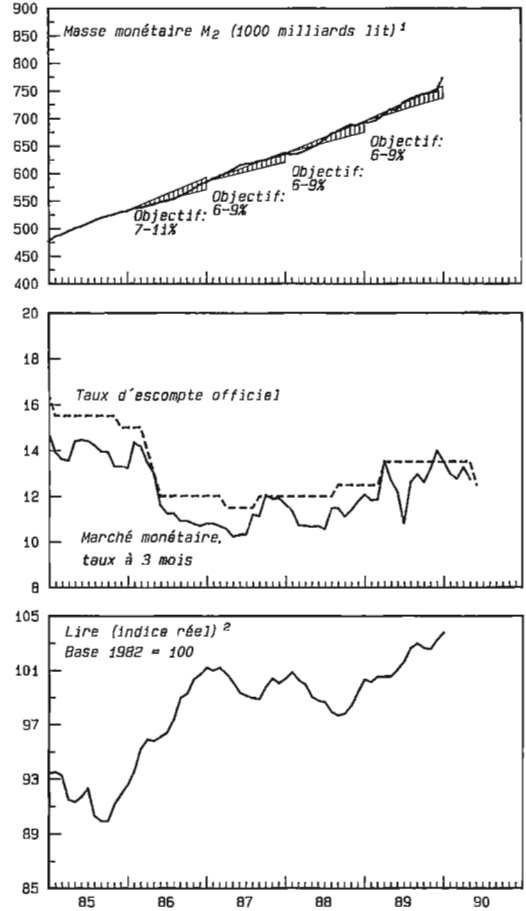
Le 2 avril, la Banque de France a ramené de 10% à 9,75% son taux d'appel d'offres et de 10,75% à 10,5% son taux des prises en pension. Le 26 avril, elle a réduit de nouveau ces deux taux d'un quart de point. Une baisse des taux n'avait plus été observée depuis août 1988. En effet, depuis ce mois-là, la Banque de France avait relevé ses taux d'intervention à maintes reprises, pour la dernière fois le 18 décembre 1989. La fermeté du franc français face aux principales monnaies du SME, en particulier vis-à-vis du mark allemand, et le retour au calme sur le front des prix ont permis aux autorités monétaires françaises de réduire leurs taux d'intervention. Au premier trimestre, la masse monétaire M_2 dépassait de 2,6% le niveau observé un an auparavant. Sa progression a fléchi, puisque le taux enregistré le trimestre précédent était de 4,6%.

Italie

L'essor vigoureux de l'économie italienne s'est poursuivi au quatrième trimestre de 1989. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,5% par rapport aux trois derniers mois de 1988 (troisième trimestre: 2,8%). Toutes les composantes de la demande, notamment les exportations et la consommation privée, ont augmenté nettement. Seule la croissance des investissements a été relativement lente, en termes réels, du fait du fléchissement de l'activité dans la construction.

Du troisième au quatrième trimestre, la production industrielle s'est accrue de 3,5% en taux annualisé; la progression avait été de 1,5% seule-

Graphique 8: Italie



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

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

ment du deuxième au troisième trimestre. En outre, le taux de chômage a diminué à 11,6%, soit à un niveau qui n'avait plus été observé depuis dix ans.

Les exportations ont encore gagné en dynamisme. Au premier trimestre, elles étaient de 12,9% supérieures, en valeur, au chiffre de la période correspondante de 1989. Comme l'augmentation des importations a reculé, le déficit de la balance commerciale a fléchi, passant de 9614

milliards de liras au premier trimestre de 1989 à 8937 milliards un an plus tard.

Depuis le début de l'année, le renchérissement a faibli en Italie, grâce surtout à la fermeté de la lire sur les marchés des changes et à la baisse des prix de l'énergie. En moyenne du premier trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 6,2% le niveau enregistré un an auparavant (6,6% au quatrième trimestre). En avril, le taux a diminué à 5,8%. Pendant un an, il avait été constamment supérieur à 6%.

A fin avril, le gouvernement a décidé de lever, avec effet au 14 mai, les dernières restrictions frappant les mouvements internationaux de capitaux. La libéralisation des mouvements de capitaux à court terme implique que les résidents pourront détenir, en Italie et à l'étranger, des comptes en devises et des titres étrangers à court terme en n'importe quelle monnaie. Néanmoins, les exportations et les importations de capitaux de plus de 20 millions de liras devront continuer à passer par les banques italiennes.

Les services chargés jusqu'ici du contrôle des changes seront affectés à de nouvelles tâches statistiques. Contrairement à ce que d'aucuns craignaient, la libéralisation des mouvements de capitaux à long terme, qui s'est étendue sur les deux dernières années, n'a pas engendré une fuite généralisée des capitaux.

Au premier trimestre, la Banque d'Italie a continué à mener une politique monétaire axée principalement sur la stabilisation de la lire au sein du SME. La masse monétaire M_2 était supérieure de 8,5% à son niveau des trois premiers mois de 1989. Elle évoluait donc à l'intérieur de la fourchette de 6 à 9% choisie comme objectif. Après avoir augmenté à 11,7% au quatrième trimestre, les taux des bons du Trésor (BoT) à trois et à six mois ont fléchi à 10,8% au premier trimestre de 1990. La Banque d'Italie a ramené son taux de l'escompte de 13,5% à 12,5% en mai. Les crédits au secteur privé dépassaient de 19%, au premier trimestre, le niveau de la période correspondante de 1989. Au quatrième trimestre, leur taux annuel d'expansion atteignait déjà 19%.

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

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

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

	1986	1987	1988	1989	1989		1990a)			
					4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	6,9	6,2	5,5	5,2	5,3	5,3	5,3	5,3	5,2	5,4
Japon	2,8	2,8	2,5	2,3	2,2	2,1	2,2	2,1	2,0	2,1
Rép. féd. d'Allemagne e)	9,0	8,9	8,7	7,9	7,8	7,4	7,5	7,4	7,2	7,3
Royaume-Uni b), d)	11,4	10,2	8,2	6,2	5,6	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
France b)	10,4	10,5	10,0	9,8	9,5	9,4	9,4	9,4	9,4	9,3
Italie b)	11,0	12,0	12,0	12,1	11,6 ^{a)}	11,1 ^{a)}	11,1	–	–	–
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)				1990a)	
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.		
Etats-Unis	–140,6	–154,0	–135,3	105,9	–28,7	–30,7	–31,0	–22,7	–	–		
Japon	85,8	87,0	79,6	57,0	20,8	21,5	14,0	14,2	9,2	16,1		
Rép. féd. d'Allemagne	39,2	44,8	48,3	52,7	11,1	15,8	13,3	13,9	9,9	16,4		
Royaume-Uni	– 0,06	– 7,21	–26,7	–34,7	– 9,8	– 8,6	– 7,6	– 10,3	– 8,2	– 9,0		
France	2,9	– 4,1	– 4,2	– 3,3	– 3,8	1,6	– 1,3	– 1,3	– 2,0	– 0,4		
Italie	2,6	– 1,5	– 5,2	–	– 1,1	– 6,7 ^{b)}	– 3,4 ^{b)}	– 2,0 ^{b)}	–	–		
Suisse	6,9	7,6	8,4	5,9	1,9	2,7	0,9	1,0	1,4	2,7		

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

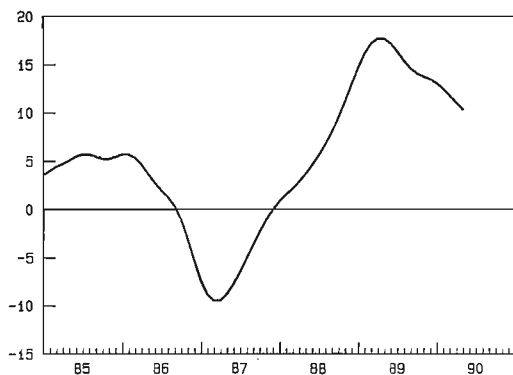
C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

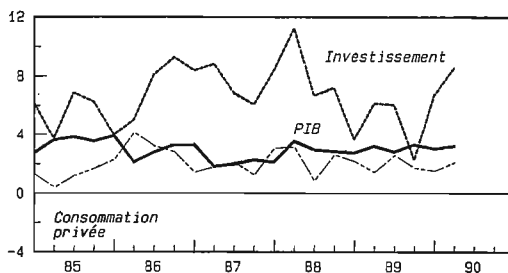
En Suisse, la forte croissance économique a continué durant les mois de janvier à mars 1990. Le produit intérieur brut réel dépassait, au premier trimestre, de 3,2% son niveau de la période correspondante de 1989; aux troisième et quatrième trimestres de 1989, il avait progressé de 3,3% et de 3%. Contrairement au dernier trimestre de 1989, les exportations ont été le principal soutien de cette croissance, les livraisons de biens à l'étranger augmentant dans une mesure nettement plus forte que les exportations de services. Par contre, l'expansion de la demande intérieure a faibli un peu par rapport au quatrième trimestre de 1989, car les investissements en constructions notamment ont augmenté à un rythme légèrement inférieur à celui de la période précédente. Toutefois, les investissements en biens d'équipements ont de nouveau haussé fortement, et la consommation privée a aussi été soutenue.

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹



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

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



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

Les résultats de la dernière enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montrent que l'industrie se trouve toujours dans une très bonne situation. Au premier trimestre, l'indicateur sur la «marche des affaires dans l'industrie» a encore enregistré un léger recul, mais il peut toujours être considéré comme bien orienté. Les entreprises ont continué de réduire leurs stocks de produits finis, des stocks qu'elles estiment être déjà trop justes. Les branches axées sur le marché suisse ont annoncé de nouvelles hausses de leurs carnets et de leurs entrées de commandes, alors que l'industrie d'exportation enregistrait une stagnation de ces dernières et même une diminution des carnets de commandes. L'indice de la production industrielle ayant augmenté très fortement au premier trimestre, il dépassait de 8% le niveau observé un an auparavant.

Pour la première fois depuis longtemps, le taux d'utilisation des capacités de production n'a pas poursuivi son mouvement de hausse dans les entreprises exportatrices; il est toutefois resté à son niveau élevé. Ces capacités sont toujours jugées insuffisantes. Cela ressort de l'enquête que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a effectuée sur les investissements. Deux tiers des entreprises interrogées envisagent, en effet, d'investir davantage en 1990. De plus, la pénurie de main-d'œuvre se fait toujours fortement sentir dans les branches axées sur le marché intérieur. En revanche, les entreprises exportatrices l'estiment moins grave qu'au dernier trimestre de 1989.

Consommation privée

La croissance annuelle de la consommation privée a atteint, en termes réels, 2,1% au premier trimestre de 1990, contre 1,5% au quatrième trimestre de 1989. Elle s'est ainsi accélérée un peu par rapport au second semestre de 1989. La demande de biens durables et non durables, qui avait cédé du terrain durant le dernier trimestre de 1989, s'est ranimée au début de cette année. Par contre, les dépenses afférentes aux services n'ont plus progressé aussi fortement que précédemment; au quatrième trimestre de 1989, elles avaient nettement stimulé la consommation privée.

Au premier trimestre, le chiffre d'affaires du commerce de détail a augmenté, en termes réels, de 0,9% par rapport à la même période de 1989, alors qu'il avait reculé au dernier trimestre de 1989. Dans la branche des textiles et du vêtement en particulier, les ventes ont de nouveau progressé, après le recul des trois derniers mois de 1989. Dans celle de l'alimentation, des boissons et du tabac, le chiffre d'affaires n'a guère augmenté en termes réels. Quant aux nuitées des touristes helvétiques en Suisse, elles ont diminué de 5,3% par rapport au premier trimestre de 1989.

L'indice du climat de consommation, établi par l'Office fédéral des questions conjoncturelles

d'après l'enquête de début avril, n'a quasiment pas varié par rapport au relevé précédent. Pour les prochains mois, les consommateurs s'attendent de nouveau à un affaiblissement de la conjoncture et estiment peu opportun de procéder actuellement à des achats importants. Du fait de la forte propension à consommer, cette modération de l'indice du climat de consommation ne doit toutefois pas être interprétée comme un signe avant-coureur de récession.

Investissements

Au premier trimestre de 1990, le montant des investissements dépassait de 8,6%, en termes réels, celui de la même période de 1989. Aussi sa croissance a-t-elle été supérieure à celle du dernier trimestre de 1989, où un taux d'expansion déjà élevé avait été enregistré (6,7%). Si les investissements en biens d'équipement ont augmenté de 13,6%, soit à un rythme nettement supérieur à la moyenne, ceux en constructions ont progressé de 5%, contre 6,8% au quatrième trimestre de 1989. Ce ralentissement s'explique surtout par un tassement de la construction de logements. La demande en constructions industrielles et artisanales a aussi reculé, après avoir fait preuve de fermeté jusqu'à la fin de 1989.

La forte expansion des investissements en biens d'équipement s'est reflétée dans les importa-

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

	1986	1987	1988	1989	1988					1990
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
Importations de biens d'équipement (volume) ¹	14,5	10,0	-	5,7	-	6,2	9,0	-1,0	8,7	12,0
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes	3,2	-13,2	7,5	- 0,1	18,4	-30,4	33,1	-4,4	5,3	6,6
Logements construits dans 96 villes	-1,5	-16,3	2,1	-11,9	18,0	- 1,9	-20,4	-8,7	-17,9	- 6,9
Projets de constructions industrielles ²										
- volume des projets	21,8	- 0,1	-15,9	47,9	-15,7	17,7	99,7	37,1	37,3	-
- nombre des projets	5,2	0,1	- 5,0	3,6	1,1	-15,7	49,7	4,9	-24,7	-

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

² Constructions nouvelles et agrandissements

tions, en vigoureuse hausse, de biens d'investissement. Dans l'industrie des machines, les importantes entrées de commandes de la clientèle suisse ont montré que la propension à investir est restée élevée au premier trimestre. Une enquête de la Société suisse des constructeurs de machines indique que, par rapport aux niveaux moyens de 1989, les commandes provenant de la clientèle suisse ont de nouveau augmenté davantage que celles de l'étranger. La réserve de travail des entreprises qui ont participé à l'enquête a passé à 7,3 mois, progressant ainsi légèrement d'un trimestre à l'autre.

Dans la construction, la réserve de travail était supérieure, au début du mois d'avril, au niveau observé une année auparavant. Cette croissance s'explique par l'évolution des travaux de génie civil, qui dépendent étroitement des commandes du secteur public. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, la réserve réelle de travail du bâtiment est restée importante par rapport au niveau enregistré un an auparavant. Les entrées de commandes ont toutefois diminué dans la construction de logements, alors qu'elles augmentaient faiblement dans les constructions industrielles et artisanales. Le ralentissement de l'expansion des crédits de construction ouverts

et utilisés laisse entrevoir un affaiblissement graduel de l'activité dans ce secteur. L'enquête sur les investissements, effectuée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, confirme cette tendance. En ce qui concerne les projets de construction pour 1990 et 1991, l'industrie et le secteur de la construction font preuve d'une très grande réserve.

Commerce extérieur et balance courante

Stimulé par la persistance de la haute conjoncture en Suisse et à l'étranger, le commerce extérieur a enregistré un essor vigoureux au premier trimestre de 1990.

L'expansion annuelle des exportations de marchandises a atteint 13,2% en valeur et 10,2% en volume au premier trimestre, contre 12,2% et 4,8% au quatrième trimestre de 1989. D'après l'indice des valeurs moyennes, le renchérissement de ces biens s'est inscrit à 2,7%. La croissance des exportations a donc été supérieure, en volume comme en valeur, à celle du second semestre de 1989. Il ressort toutefois des données de la Direction générale des douanes que notamment des effets de base et des modifications

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

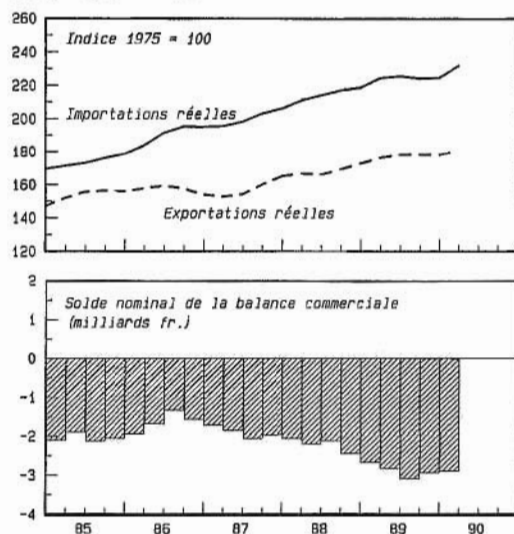
	1986	1987a)	1988a)b)	1989a)	1988a)b)				1989a)		1990a)
					4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	
Exportations, volume	0,6	1,5	7,0	5,2	5,1	5,2	8,9	4,6	3,2	10,2	
dont: mat. prem. et prod.											
semi-ouvr.	0,0	1,6	—	4,3	—	3,2	9,0	3,6	1,3	6,5	
biens d'équipement	3,9	1,6	—	5,5	—	6,7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

a) Chiffres provisoires

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

¹ Toutes les données se réfèrent à l'Indice II qui exclut les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

Graphique 11: Commerce extérieur¹

¹ Données cvs et lissées

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

dans l'assortiment de certains produits ont entraîné une sous-estimation du renchérissement au premier trimestre et, partant, une surévaluation correspondante de la croissance réelle. Les exportations de marchandises ont progressé de 8% en volume, d'après la statistique sur la comptabilité nationale que l'Office fédéral des questions conjoncturelles publie chaque trimestre. Réparties selon leur utilisation, les exportations de biens de consommation, ont haussé de 14,1% (selon les chiffres de la Direction générale des douanes), soit à un rythme nettement supérieur à la moyenne. Quant aux exportations de biens d'investissement, elles ont augmenté de 11,5% en termes nominaux et de 10,4% en termes réels. La hausse a été particulièrement vigoureuse dans l'industrie des machines; dans la métallurgie par contre, elle a faibli un peu. Les ventes à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ont enregistré une expansion inférieure à la moyenne.

Les exportations vers les pays de la CE ont évolué aux mêmes rythmes que précédemment. Les

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

	1987	1988	1989	1988		1989		1990	
				4e trim.		1er trim.		1er trim.	
				a)	b)	a)	b)	a)	b)
Recettes, total	121,4	131,5	149,8	33,8	35,8	38,0	37,8	38,2	40,2
Exportations de marchandises	69,6	76,5	86,8	20,9	20,4	22,3	20,6	23,5	23,3
Commerce spécial (indice I)	67,5	74,1	84,3	20,3	19,8	21,7	20,0	22,8	22,6
Autres exportations de marchandises ²	2,1	2,4	2,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Exportations de services	20,9	21,2	23,1	4,2	5,8	5,6	7,1	4,6	6,3
Revenus de facteurs ³	28,0	30,9	36,6	7,9	8,8	9,3	9,3	9,3	9,8
Transferts sans contrepartie	2,8	3,0	3,2	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Dépenses, total	110,1	119,2	140,2	31,0	31,6	36,5	36,1	36,0	36,2
Importations de marchandises	78,1	85,4	98,8	22,9	23,2	26,0	23,6	26,1	26,3
Commerce spécial (indice I)	75,2	82,4	95,2	22,1	22,3	25,1	22,8	25,1	25,4
Autres importations de marchandises ²	3,0	3,0	3,6	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0	0,9
Importations de services	10,3	11,4	12,6	2,2	1,7	3,3	5,1	2,4	2,0
Revenus de facteurs ³	16,6	16,9	22,9	4,5	5,3	5,7	5,8	6,1	6,4
Transferts sans contrepartie	5,1	5,5	5,9	1,3	1,4	1,5	1,6	1,5	1,5
Solde de la balance des transactions courantes	11,3	12,3	9,6	2,8	4,3	1,5	1,7	2,2	4,0

a) Chiffres révisés

b) Selon de premières estimations

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

² Y compris l'énergie électrique

³ Revenus du travail et des capitaux

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

livraisons à la République fédérale d'Allemagne n'ont pas cessé de progresser depuis l'automne dernier. Par contre, la croissance des exportations vers le Royaume-Uni a encore faibli. Les ventes aux pays de l'AELE, et à l'Autriche en particulier, ont marqué une expansion plus soutenue qu'au trimestre précédent. Dans le groupe des pays non européens de l'OCDE, il convient de relever, d'une part, le taux de croissance toujours élevé des livraisons au Japon et à l'Australie et, d'autre part, la forte baisse, depuis le troisième trimestre de 1989, du rythme d'expansion des exportations vers les Etats-Unis. Les fournitures aux pays à économie planifiée ont également enregistré des mouvements opposés. Alors que les exportations vers les pays de l'Est ont augmenté, celles à destination de la République populaire de Chine ont reculé fortement. Les achats des pays exportateurs de pétrole ont de nouveau haussé, après une longue phase de baisse. La progression des exportations vers les autres pays en développement est restée vive.

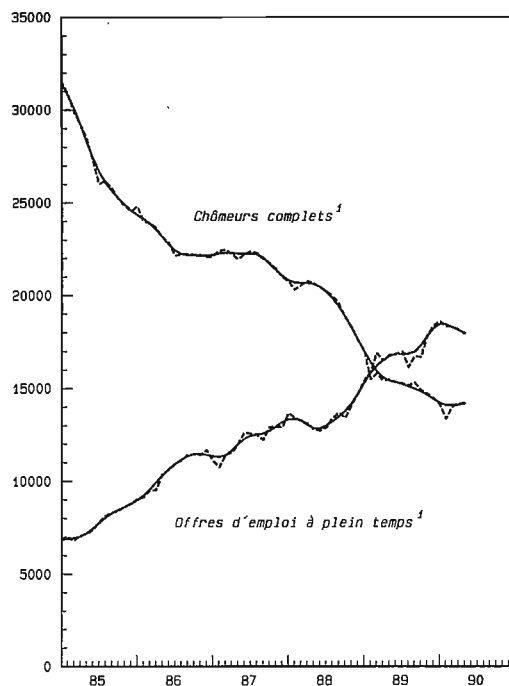
Les importations de marchandises dépassaient, au premier trimestre, de 11,9% en termes nominaux et de 7% en termes réels les niveaux enregistrés une année auparavant. Après avoir connu une phase de faiblesse au second semestre de 1989, la croissance des importations s'est de nouveau accélérée nettement. Les achats de biens d'investissement à l'étranger, notamment de machines et d'appareils, ont enregistré une nouvelle fois un rythme d'expansion supérieur à la moyenne; en volume, ce dernier a même été supérieur à celui du dernier trimestre de 1989. La demande de produits énergétiques a aussi fortement progressé. Par contre, la croissance des achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-ouvrés s'est établie une nouvelle fois à un niveau relativement bas. Les importations de marchandises provenant de la CE, qui représentaient déjà les trois quarts du total des biens achetés hors de nos frontières, ont encore gagné en importance. Leur taux d'expansion a donc été largement supérieur au rythme de croissance des importations provenant des pays de l'AELE. Stimulées par le raffermissement de la demande de produits pétroliers, les importations en provenance des pays de l'OPEP ont progressé vigoureusement, après avoir été orientées à la baisse pendant un certain temps.

Au premier trimestre de 1990, l'excédent de la balance des transactions courantes s'est chiffré à 4 milliards de francs, soit à un montant inférieur de 0,3 milliard à celui de la période correspondante de 1989. Le déficit de la balance commerciale a augmenté de 0,3 milliard pour s'élever à 3,1 milliards de francs. De son côté, la balance des services a enregistré un excédent de 0,2 milliard de francs supérieur à celui du premier trimestre de 1989. Le solde actif de la balance des revenus de facteurs a diminué légèrement pour s'établir à 3,4 milliards, alors que le déficit de la balance des transferts unilatéraux augmentait de 0,1 milliard pour atteindre 0,7 milliard.

Emploi et marché du travail

La croissance annuelle de l'emploi s'est élevée à 1,7% au premier trimestre de 1990, contre 1,4%

Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et lissées
Source: Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail

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

	1986	1987	1988	1989	1989				1990				
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	janv.	févr.	mars	avril
Indice de l'emploi ¹	1,0	1,2	1,3	1,2	1,4	0,6	1,4	1,4	1,7	-	-	-	-
Taux de chômage ^{2,3}	0,7	0,8	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5
Chômeurs ²	22770	21918	19524	15133	17801	14861	13476	14393	15937	16544	16072	15195	14569
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	2058	4142	3948	603	846	764	325	342	-	281	462	672	441
Offres d'emploi à plein temps ³	10734	12348	13552	17007	16217	17510	16897	17404	18029	17287	17989	18812	18131

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

Source: La Vie économique, OFIAMT

au quatrième trimestre de 1989. Le nombre des personnes occupées a augmenté de 1,8% dans l'industrie et de 1,6% dans les services. L'emploi a progressé dans presque toutes les branches de l'économie. Il a de nouveau haussé fortement dans l'industrie alimentaire, l'horlogerie et la métallurgie. En ce qui concerne les services, il s'est accru sensiblement dans les assurances et les transports routiers.

En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des chômeurs n'a diminué que légèrement au cours des trois premiers mois de l'année. Le taux de chômage n'a pas quitté son bas niveau de 0,6%, celui des hommes étant de nouveau légèrement inférieur à celui des femmes. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a encore augmenté pour atteindre 19 000, en chiffres ronds, au mois de mars, soit un niveau record. Quant au nombre des chômeurs partiels, il est resté extrêmement faible.

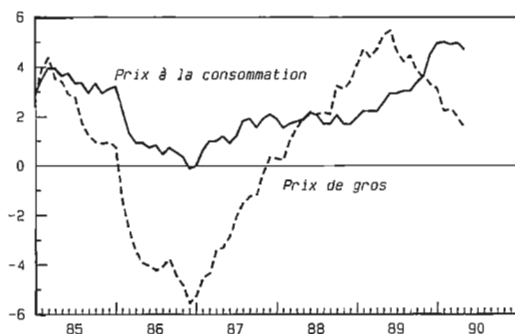
Prix et salaires

Mesuré par l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel a passé de 4,3% au dernier trimestre de 1989 à 5% au premier de 1990. Le mouvement d'accélération, qui s'était déclenché au cours des trois derniers mois de 1989, s'est donc poursuivi durant la période considérée.

Les indices des groupes «alimentation», «habillement» et «santé et soins personnels» ont enregistré une progression particulièrement forte. En revanche, la hausse des prix des produits énergétiques a fléchi nettement. Après avoir atteint 21,5% au dernier trimestre de 1989, la croissance annuelle de l'indice «chauffage et éclairage» s'est repliée à 10,9% au trimestre suivant. Les prix des biens indigènes et ceux des biens importés ont augmenté de 5%, contre 3,9% et 5,7% au quatrième trimestre de 1989. En décembre 1989, la hausse des prix des produits étrangers avait atteint un record; par contre, celle des biens indigènes a continué de s'accélérer. Les prix des biens et des services se sont accrus de 4,6% et de 5,3% au premier trimestre de 1990, contre 4% et 4,7% au trimestre précédent.

Le renchérissement a passé à 5,1% en mai, après avoir baissé en avril sous l'effet notamment de la faible adaptation des prix de l'huile de chauffage et de l'essence. Ce bond est dû principalement au fait que les variations de loyers sont prises en considération en mai et en novembre uniquement.

La progression des prix de gros a faibli depuis l'automne de 1989, contrairement à celle des prix à la consommation. L'indice des prix de gros dépassait, au premier trimestre, de 2,2% le niveau observé un an auparavant, contre 3,3% au quatrième trimestre de 1989. La nette orientation à la baisse des prix des produits énergétiques et con-

Graphique 13: Evolution des prix¹

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

nexes ainsi que des prix des matières premières est notamment à l'origine de cette évolution. Par contre, la hausse des prix des biens de consommation est restée élevée (3,2%). Si le renchérissement des biens importés a diminué de 5,5% au quatrième trimestre de 1989 à 1,8% au premier trimestre de 1990, celui des marchandises indigènes est resté quasiment inchangé, puisqu'il a passé de 2,6% à 2,5%.

Selon des calculs de l'OFIAMT, les gains des travailleurs ont progressé en 1989 de 4,0% en termes nominaux. Abstraction faite du renchérissement, qui est mesuré par l'indice des prix à la consommation, les salaires réels se sont donc accrus de 0,8%.

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

La politique monétaire de la Banque nationale est restée restrictive au premier trimestre de 1990. La monnaie centrale dessaisonnalisée a reculé de 3,5%, en taux annualisé, par rapport à son niveau de référence (quatrième trimestre de 1989); cela correspond à une baisse de quelque 300 millions de francs. La diminution notable des billets en circulation a joué à cet égard un rôle non négligeable. Au premier trimestre de 1990, ces billets ont fléchi de 2,1% par rapport au niveau de la période correspondante de 1989, alors qu'ils avaient augmenté faiblement au quatrième trimestre de 1989. Cette évolution, plus prononcée que prévu, s'explique principalement par la hausse des taux d'intérêt. Les grosses coupures de cinq cents et de mille francs ont diminué de 4,9% au premier trimestre, contre 1,6% au quatrième trimestre de 1989. Les autres coupures ont enregistré un ralentissement de leur croissance annuelle, puisque cette dernière a passé de 3,1% au dernier trimestre de 1989 à 2% au premier de 1990. En raison du potentiel inflationniste existant et de la situation des cours de change, la Banque nationale a renoncé à compenser la baisse des billets en circulation par un relèvement des avoirs en comptes de virements. Par rapport au quatrième trimestre de 1989, ces avoirs ont encore reculé de quelque 100 millions de francs.

Au premier trimestre, l'évolution des agrégats monétaires répondant aux définitions plus larges a aussi été fortement marquée par les fluctuations des taux d'intérêt et la modification de la structure de ces derniers. En l'espace d'une année, les dépôts à vue ont reculé de 9,5% (quatrième trimestre de 1989: -8,6%) ou de 4,2 milliards de francs. Comme le numéraire en circulation a en outre diminué dans une mesure à peu près semblable à la baisse du montant des billets, la masse monétaire M_1 a fléchi de 7,2% par rapport au premier trimestre de 1989. Le rythme de progression des dépôts à terme a faibli après avoir enregistré un niveau extrêmement élevé en 1989; il s'est établi à 47,2% au premier trimestre de 1990, contre 61,7% au dernier trimestre de 1989. Cette évolution a aussi influé sur la croissance de M_2 , qui a passé de 25,3% au quatrième

Tableau 6: Monnaie centrale ajustée

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ^{2,7}	MC ^{1,3}	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1,4}	Variation en % ²
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	31 716	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	32 248	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	33 432	724	32 708	2,9
1988	25 819	4,2	5 667	-33,9	31 486	66	31 420	- 3,9

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ^{2,7}	MC ^{1,3}	Coefficients saisonniers	MCD ^{1,5}	Variation en % ⁶
1989	26 438	2,4	3 487	-36,2	29 925	1,001	29 910	- 1,9
1989 1er trim.	26 727	4,7	3 867	-48,5	30 594	1,011	30 261	- 0,9
1989 2e trim.	26 309	3,1	3 601	-35,6	29 910	0,997	29 990	- 2,1
1989 3e trim.	26 106	1,7	3 305	-36,7	29 411	0,986	29 819	- 2,2
1989 4e trim.	26 609	0,1	3 176	-23,9	29 785	1,007	29 570	- 2,4
1990 1er trim.	26 152	-2,1	3 066	-20,7	29 218	0,999 ^p	29 246 ^p	- 3,5 ^p
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	29 061	0,986	29 474	- 2,8
1989 déc.	27 820	-0,4	3 262	-22,3	31 082	1,053	29 518	- 2,4
1990 janv.	26 793	-1,2	3 147	-19,2	29 940	1,012 ^p	29 585 ^p	- 0,3 ^p
1990 févr.	25 846	-2,2	3 039	-19,5	28 885	0,988 ^p	29 236 ^p	- 4,4 ^p
1990 mars	25 818	-3,0	3 012	-23,4	28 830	0,997 ^p	28 917 ^p	- 6,5 ^p
1990 avril	25 792	-2,1	2 935	-16,0	28 727	0,992 ^p	28 959 ^p	- 4,9 ^p
1990 mai	25 540	- 3,2	2 998	- 20,9	28 538	0,992 ^p	28 768 ^p	- 5,4 ^p

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

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

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

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

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

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

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

^p chiffre provisoire

trimestre de 1989 à 21,1% au premier de 1990. La forte expansion de M_2 s'explique par la hausse des dépôts, consécutive à l'activité très soutenue dans le domaine des crédits, et par de nouveaux transferts de fonds des dépôts d'épargne et d'autres formes de placement à plus long terme vers des comptes à terme mieux rémunérés. Les dépôts d'épargne ont fléchi de 11%, ou de 4,9 milliards de francs. La croissance de M_3 s'est inscrite à 4,1% au premier trimestre de 1990, contre 6,1% au quatrième trimestre de 1989.

Marché monétaire

Le taux moyen de l'argent au jour le jour a passé de 7,4% au quatrième trimestre de 1989 à 8,9% au premier de 1990, en raison de la politique monétaire restrictive. Par la suite, il a toutefois reculé pour s'établir à près de 8 1/2% à fin mai. Sur le marché des euro-francs, la rémunération des dépôts à trois mois a évolué parallèlement. En atteignant 9,3% en moyenne, elle dépassait, au premier trimestre, de 1 1/3 de point le niveau du quatrième trimestre de 1989. En mai, celle-ci s'est

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1985	0,1	7,3	4,8
1986	5,0	5,9	6,7
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,5	7,8	9,8
1989	-5,9	20,2	6,2
1989 1er trim. ²	-3,5	12,6	6,7
1989 2e trim. ²	-7,8	19,8	6,2
1989 3e trim. ²	-6,4	23,0	5,7
1989 4e trim. ²	-6,0	25,3	6,1
1990 1er trim. ²	-7,2	21,1	4,1
1989 oct. ²	-7,0	25,4	6,1
1989 nov. ²	-6,8	25,8	6,1
1989 déc. ²	-4,3	24,7	6,2
1990 janv. ²	-6,5	23,2	5,0
1990 févr. ²	-7,1	21,6	4,1
1990 mars ²	-8,1	18,6	3,1
1990 Avril ²	-7,4	17,0	2,7

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

² Chiffres provisoires

M₁ = Numéraire en circulation + dépôts à vue (sans métaux précieux)

M₂ = M₁ + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

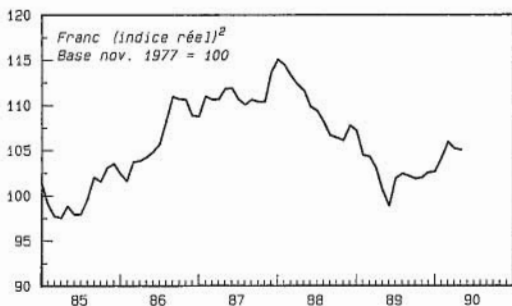
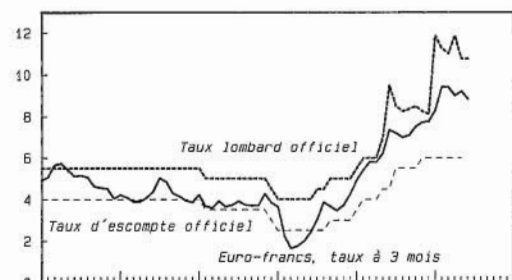
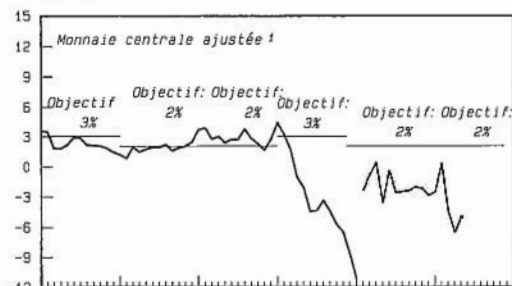
M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

replée à 8,7%. Comme la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-marks n'a été, de janvier à mai, que légèrement supérieure à celle du quatrième trimestre de 1989 et que le taux des placements correspondants sur le marché des euro-dollars a eu plutôt tendance à reculer, l'écart en faveur des dépôts en francs s'est creusé nettement durant les cinq premiers mois de 1990.

Dans les grandes banques, le taux moyen des dépôts à trois mois atteignait 8³/₄% au premier trimestre, augmentant ainsi de 1¹/₄ de point par rapport au quatrième trimestre de 1989. Aucune fluctuation notable n'a été enregistrée jusqu'à fin mai.

Le rendement des nouvelles créances comptables à trois mois sur la Confédération s'est inscrit à près de 8³/₄% en moyenne au premier trimestre, contre 7,4% au dernier trimestre de 1989. Il n'a guère varié en avril et en mai.

Graphique 14: Suisse



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

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

Depuis 1989: la croissance de la monnaie centrale ajustée (dessaisonnalisée) est calculée en taux 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

² Cours pondéré par les exportations

Marché des changes

Pendant les mois de février à mai, le franc suisse s'est revalorisé face aux monnaies des princi-

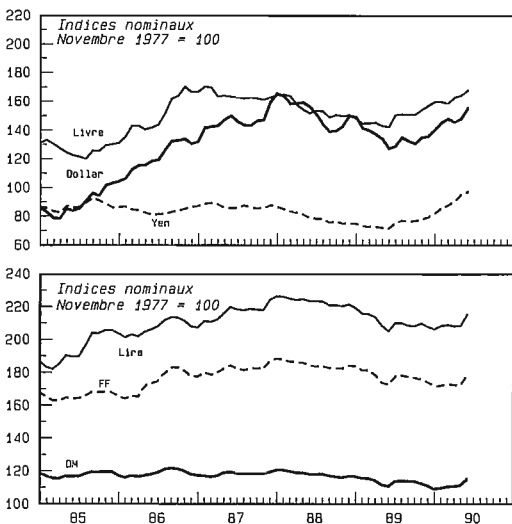
pays industrialisés. Sa hausse a atteint 6% par rapport au mark allemand et 5,3% vis-à-vis des autres monnaies du Système monétaire européen (SME). Face au yen, le franc s'est raffermi tout particulièrement puisqu'il a progressé de 20,3%.

En moyenne des mois de février à mai, le dollar américain valait fr. 1,48 (février à mai 1989: fr. 1,64), 100 yens japonais, fr. 0,97 (fr. 1,24) et le mark allemand, 87,7 centimes (86,9 centimes). En l'espace d'une année, le franc suisse s'est donc revalorisé de 9,9% face au dollar et de 21,9% face au yen japonais, mais a reculé de 0,9% vis-à-vis du mark allemand.

De février à mai, les banques centrales ne sont intervenues que modérément sur les marchés des changes, à l'exception de la Banque du Japon et de la Réserve Fédérale. Dans le cadre d'opérations concertées, la Banque nationale suisse a vendu 150 millions de dollars durant cette période.

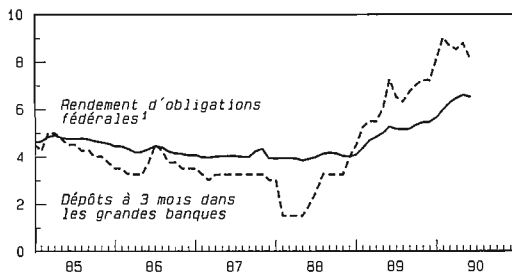
Observé depuis l'année dernière, le recul du cours réel du franc a cessé au premier trimestre de 1990. En données pondérées par les exportations et corrigées des variations des prix à la con-

Graphique 15: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt



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

sommation, le cours réel du franc a haussé de 0,1% par rapport au premier trimestre de 1989 (1989: -6,4%). Il a enregistré les plus fortes revalorisations par rapport au yen japonais (21,7%), à la livre sterling (7,9%) et au dollar (4,6%). Par contre, il a reculé face aux monnaies du SME, soit de 4,2% vis-à-vis de la lire italienne, de 2,9% vis-à-vis du franc français et de 2% vis-à-vis du mark allemand.

Marché des capitaux

Le rendement moyen des obligations fédérales, calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, a passé de 5,75% à 6,58% de décembre 1989 à mars 1990. Il a atteint en moyenne 6,40% au premier trimestre de 1990, contre 5,56% au dernier de 1989. A fin mai, il s'élevait à 6,4%, en chiffres ronds. La structure des taux est restée nettement inverse.

Au cours des cinq premiers mois de 1990, les grandes banques ont relevé de 0,9 point les taux de leurs nouvelles obligations de caisse, les portant ainsi à 7%. Elles appliquaient généralement 7¹/₄% aux titres de trois ans, 7% à ceux de quatre et cinq ans et 6³/₄% à ceux de six à huit ans.

Durant le même laps de temps, les banques cantonales ont augmenté de 0,7 point les rémunérations qu'elles servent sur les dépôts d'épargne pour les porter à 4,7%. Le taux des nouvelles hypothèques a passé de 6,5% à 7,3%. Quant au

taux des anciennes hypothèques, il s'est inscrit à 6,8%, augmentant ainsi de un quart de point.

Les émissions d'obligations et d'actions ont totalisé 16 milliards de francs au premier trimestre de 1990, contre 11,4 milliards au trimestre correspondant de 1989. Compte tenu des perspectives en matière de taux d'intérêt et d'inflation, les investisseurs ont réservé un bon accueil aux nouveaux emprunts. Les débiteurs suisses ont contribué pour 4,7 milliards de francs au total des émissions. Après déduction de 1,5 milliard de francs au titre des remboursements, le montant net prélevé sur le marché des capitaux par les émissions suisses s'est chiffré à 3,2 milliards, contre 1,7 milliard au premier trimestre de 1989.

Exportations de capitaux

Les autorisations que la Banque nationale a délivrées au premier trimestre de 1990 en vue d'exporter des capitaux ont porté sur 13,6 milliards de francs, soit un montant de 48% supérieur à celui de la période correspondante de 1989. Les emprunts ont progressé de 54%, et les crédits de 24%. La forte reprise des émissions d'emprunts classiques («straights») a constitué le fait saillant du premier trimestre. Après avoir stagné à un bas niveau pendant plusieurs trimestres, les émissions de cette catégorie ont augmenté de 137% par rapport à la période correspondante de 1989. Aussi leur part aux émissions totales a-t-elle passé de 29% en 1989 à quelque 61% au premier trimestre. Par contre, les émissions d'em-

prunts assortis de droits de conversion ou d'option ont été orientées à la baisse à la suite de la chute des cours à la bourse de Tokyo. Cette forte baisse qui avait conduit dans un premier temps à ajourner le lancement de nouveaux emprunts assortis de droits de conversion ou d'option par des débiteurs japonais a entraîné finalement l'annulation pure et simple d'émissions déjà autorisées. Au premier trimestre de 1990, les emprunts convertibles ont donc diminué de 2%, et la croissance des emprunts à option a faibli pour s'inscrire à 8%. Il faut remonter au quatrième trimestre de 1988 pour trouver une plus faible contribution de ces deux catégories de titres au total des émissions.

Au premier trimestre, les débiteurs japonais ont de nouveau été presque les seuls (93%) à émettre des emprunts convertibles ou à option. Néanmoins, la part du Japon aux exportations totales de capitaux a diminué fortement au profit de celle des autres pays industrialisés, notamment européens. Cela s'explique par la reprise des émissions d'emprunts classiques et par la crise de la bourse de Tokyo. La part du Japon a passé de 50% en 1989 à 33% au premier trimestre. En revanche, celle des autres pays industrialisés s'est élevée de 36% à un peu plus de 57%. La contribution des débiteurs européens a augmenté à 43%, et celle des emprunteurs nord-américains, à 14%. En ce qui concerne les autres groupes de pays, il convient de relever que la part de l'Europe de l'Est, qui avait nettement progressé en 1989 pour atteindre près de 8%, s'est repliée au-dessous de 2% au premier trimestre. Quant à la part

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1986	42 461,0	6 768,0	1 259,7	50 488,7
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1989	31 281,0	10 154,1	517,8	41 952,9
1989 1er trim.	7 291,0	1 776,5	137,0	9 204,5
1989 2e trim.	9 717,2	2 655,9	89,0	12 462,1
1989 3e trim.	5 956,8	3 582,1	117,7	9 656,6
1989 4e trim.	8 316,0	2 139,6	174,1	10 629,7
1990 1er trim.	11 247,8	2 203,9	165,2	13 616,9

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

des organisations internationales de développement, elle a également reculé, passant de 5% à 2%.

Une modification des dispositions d'octobre 1988 afférentes aux exportations de capitaux est entrée en vigueur le 1er mars 1990. La Banque nationale autorise dorénavant les établissements financiers qui ne sont pas soumis à la loi sur les banques à participer à des émissions en francs suisses, en tant que membres de syndicats, pour autant que ces opérations soient liées à l'exécution d'accords internationaux sur la restructuration de la dette d'un pays et que les papiers-values ne soient pas offerts en souscription publique. Pour le reste, les dispositions actuelles sont appliquées. En outre, la nouvelle pratique adoptée en matière d'émissions permet de lancer en Suisse des emprunts en Ecus ou lié à ces derniers. Parmi les émissions en monnaies étrangères, le compartiment en Ecus vient donc maintenant s'ajouter aux deux anciens secteurs en dollars américains et canadiens.

Bilans bancaires et crédits

A fin mars 1990, le total des bilans des 69 banques dépassait de 7,4% – ou de 5,1%, abstraction faite des fluctuations du dollar – le niveau enregistré un an auparavant. Les montants libellés en dollars américains représentaient 16% environ de ce total.

Les placements financiers ont de nouveau diminué fortement puisque, à la fin du premier trimestre de 1990, ils s'inscrivaient 28% au-dessous du montant observé un an auparavant. Leur part au total des bilans ne s'établissait qu'à 10% à fin mars, soit au niveau le plus bas de l'après-guerre. Les liquidités ont reculé de 13,8%; une nouvelle fois les avoirs en comptes de virements à la Banque nationale sont à l'origine de cette évolution. Un autre plancher record a été enregistré par le solde des affaires interbancaires; celles-ci ont dégagé un excédent de 250 millions de francs. Une année auparavant, ce solde avait atteint 39 milliards de francs et représenté un peu plus de 5% du total des bilans. Seuls les effets de change et les papiers monétaires ont augmenté entre la fin du mois de mars 1989 et la période correspon-

dante de 1990; la croissance des premiers s'est chiffrée à 15,9%, et celle des seconds, à 11,5%.

Les 506 banques ont amélioré la gestion de leurs liquidités entre le premier trimestre de 1989 et la même période de 1990. Durant la période d'application allant du 20 février au 19 mars 1989, les disponibilités des banques dépassaient de 70% celles qu'elles étaient tenues de détenir en vertu de l'ordonnance d'exécution de la loi sur les banques. Au cours de la période correspondante de 1990, ce ratio (liquidité I) a passé à 151%.

Atteignant 13,8% à fin mars, le taux annuel de croissance des crédits est resté élevé. Comparée à l'expansion durant le premier trimestre de 1989 (5%), la croissance des crédits a toutefois faibli de janvier à mars 1990 (3,2%). Parmi les crédits à la clientèle suisse, les débiteurs ont progressé de 15,2%, et les prêts hypothécaires, de 12,1%, soit à un rythme encore soutenu, mais plus aussi vigoureux que celui des mois précédents. En ce qui concerne les crédits de construction, les limites ouvertes et les crédits utilisés dépassaient, à fin février (les données à fin mars n'étant pas encore disponibles), de 11,8% et de 12% les niveaux observés un an auparavant.

Le passif des bilans bancaires a été caractérisé par une faible croissance des fonds du public. Ces derniers ont progressé de 5,5% entre la fin du premier trimestre de 1989 et fin mars 1990; leur taux de croissance est resté ainsi loin derrière celui des crédits nets octroyés. En l'espace d'une année, les créanciers à vue ont diminué de près de 11%, alors que les créanciers à terme augmentaient de plus de 21%. Les comptes créanciers à terme libellés en francs suisses et détenus par des résidents ont de nouveau enregistré une très forte croissance (42%). Par contre, les fonds d'épargne ont continué de reculer. Au premier trimestre uniquement, les fonds déposés sur des livrets et carnets de dépôts ont fléchi de plus de 7 milliards de francs; par rapport au premier trimestre de 1989, le recul a été de 11,4%. A fin mars, les obligations de caisse et les obligations dépassaient de 10,7% le niveau observé un an auparavant.

Les affaires fiduciaires des 69 banques ont haussé de 23,6% en l'espace d'une année.

Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank*

Peter Gerber, Präsident des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank

1. Seit unserer letzten Generalversammlung waren wir Zeugen einer atemberaubenden politischen Entwicklung in Europa. In den sogenannten Satellitenstaaten des Sowjetimperiums sind – mit Duldung und teilweise sogar Ermutigung durch die Sowjetunion – scheinbar fest gefügte Strukturen, die seit mehreren Jahrzehnten bestehen, in wenigen Wochen in sich zusammengefallen. Gestatten Sie mir, einige Überlegungen zu diesem Umbruch und zur Lage der Schweiz anzustellen.

2. Bereits im Jahre 1848 hatte eine revolutionäre Welle, die als «Völkerfrühling» in die Geschichte einging, verkrustete Regimes in einer Reihe von Ländern Europas überspült. Im gleichen Jahr erschien bekanntlich das Kommunistische Manifest von Marx und Engels, das die Entwicklung des Kommunismus als militante Ideologie begründete. Die Ironie der Geschichte bringt es mit sich, dass im Jahre 1989 mit dem neuen Völkerfrühling in Osteuropa anscheinend auch die militante kommunistische Ideologie ihr Ende gefunden hat.

Der Umbruch im Osten ist für die freie Welt Anlass zu Genugtuung. Bisher unterdrückte Völker schüttelten – mit Ausnahme Rumäniens zumindest vorläufig ohne Blutvergiessen – das Joch der Knechtschaft ab und erhielten die Möglichkeit, ihre Geschicke selbst in die Hand zu nehmen. Der Westen andererseits sieht sich unverhofft befreit vom jahrzehntelangen Druck des Sowjetimperiums, das erklärtermassen beabsichtigte, die ganze Welt zu seinem wirtschaftlichen und politischen System zu bekehren. Der mutmassliche Verzicht der Sowjetunion auf den weltweiten ideologischen Kampf wird auch zur Entspannung in anderen Teilen der Welt beitragen. Denn die Sowjetunion wird wohl nicht mehr bereit sein, jede revolutionäre Bewegung in der Welt zu unterstützen, die sich als marxistisch-leninistisch

bezeichnet. Umgekehrt werden auch die USA es nicht mehr für nötig finden, jedem fragwürdigen Regime unter die Arme zu greifen, nur weil es auch den Kampf gegen den Kommunismus auf seine Fahnen geschrieben hat.

3. Die weltpolitische Konstellation hat sich damit grundlegend verändert. Über die politischen Konsequenzen kann heute nur spekuliert werden. Für die Nationalbank wäre es vor allem interessant zu wissen, was das Verblässen der kommunistischen Ideologie für die wirtschaftspolitische Auseinandersetzung in der Welt bedeutet. Im östlichen Mitteleuropa und in der Sowjetunion werden marktwirtschaftliche Tendenzen starken Auftrieb bekommen. Die Umstellung vom bisherigen Regime auf eine marktwirtschaftliche Ordnung wird allerdings – vielleicht weniger in der DDR – ein langwieriger und schmerzhafter Prozess sein. In der übrigen Welt ist mit dem Fiasko der kommunistischen Ideen noch nicht gewährleistet, dass nun das Zeitalter marktwirtschaftlicher Politik angebrochen ist. Ein gewisser Auftrieb liberaler Ideen in der Dritten Welt würde zwar nicht überraschen, nachdem den Advokaten der Planwirtschaft nun vollends der Wind aus den Segeln genommen wurde und die «Deregulierung» der letzten Jahre vielen Industriestaaten eine neue Dynamik verliehen hat. In den westlichen Industrieländern dürfte der Zusammenbruch der kommunistischen Ideologie aber keinen wesentlichen Einfluss auf die Wirtschaftspolitik ausüben, weil hier die Planwirtschaft kommunistischer Prägung schon lange kaum noch den Charakter eines Vorbilds hatte. Es ist vielmehr zu befürchten, dass die zumindest punktuell – auch in unserem Lande – noch starken dirigistischen Tendenzen nicht tangiert werden.

4. Auch für Europa selbst hat der Völkerfrühling weittragende Konsequenzen. Das Zentrum Europas rückt gegen die Mitte des Kontinents. Die Grenze liegt nicht mehr an der Elbe, sondern an der Ostgrenze Polens, und vielleicht geht mit der

* gehalten in Bern am 27. April 1990

Zeit auch die Vision de Gaulles vom Europa vom Atlantik bis zum Ural in Erfüllung. Deutschland wird durch die Wiedervereinigung grösser und stärker.

Die in den letzten Jahren bemerkenswerte Dynamik der Europäischen Gemeinschaft, die zielstrebig auf EG 92 und die europäische Währungsunion hinsteuert, könnte durch die Vorgänge im östlichen Europa gebremst werden. Einerseits werden die Kräfte der Bundesrepublik in nächster Zeit in hohem Masse durch die Integration der DDR in die BRD absorbiert werden, so dass Deutschland der europäischen Integration weniger Aufmerksamkeit widmen können. Ausserdem könnte das Nachlassen der äusseren Bedrohung die Motivation für die politische Einigung Europas dämpfen. Andererseits werden auch die Staaten des östlichen Mitteleuropa ihren Platz im europäischen Einigungsprozess finden wollen. Sollte sich die europäische Integration dadurch verzögern, so könnte dies aus schweizerischer Sicht eine Chance bieten: Die zur Zeit recht zentralistisch konzipierte EG könnte sich im Sinne mehr föderativer Strukturen ändern, und die Schweiz könnte die Besinnungspause erhalten, deren sie bedarf, um ihre Stellung in Europa und in der Welt zu definieren.

5. In der Schweiz scheint es populär zu sein, Fehlentwicklungen in unserem Land an den Pranger zu stellen. Ich habe einen grossen Teil meines Lebens der Politik auf verschiedenen Ebenen gewidmet. Es trifft auch mich schmerzlich, wenn in unserem Land Missstände aufgedeckt werden. Auch ich bin selbstverständlich der Meinung, dass wir Fehler korrigieren und Missstände so rasch wie möglich beheben müssen. Für die Tendenz, das Schlechte zu suchen und es dann triumphierend in unverhältnismässiger Weise breitzuschlagen, fehlt mir aber das Verständnis. Damit schafft man ein Bild unseres Landes, das nicht den Realitäten entspricht. Gerade das brauchen wir aber dringend in dieser Periode des Umbruchs: ein realistisches Bild unseres eigenen Landes, seiner Stärken – und seiner Schwächen.

Auch wenn manches in unserem Land zu wünschen übriglassen mag, so vermag die Schweiz doch im Vergleich mit anderen Ländern nach wie vor durchaus zu bestehen. Sie ist das Industrie-

land mit dem höchsten Sozialprodukt pro Kopf in der Welt. Ihr Wohlstand beruht nicht auf Bodenschätzen oder anderen natürlichen Vorteilen, sondern auf der Leistungsfähigkeit und dem Leistungswillen ihrer Bewohner sowie einer grossen Zahl von Unternehmen. Dank dem Umstand, dass der Anteil der kleinen und mittleren Unternehmen bei uns grösser ist als in vergleichbaren Ländern, ist der Wohlstand breit abgestützt und gegenüber den Ungewissheiten des Weltmarktes relativ gut abgesichert, und es haben auch recht viele Menschen Anteil an diesem Wohlstand. Die Schweiz erfreut sich also relativ ausgeglichener sozialer Verhältnisse. Unser Land erzielt seit Jahren einen sehr hohen Überschuss in seiner Ertragsbilanz: Es verwendet somit nicht seine ganze Produktion für Konsumzwecke oder Investitionen im Inland, sondern es stellt einen erheblichen Teil seiner Produktion dem Ausland zur Verfügung. In wirtschaftlicher Hinsicht ist die Schweiz also insgesamt überaus erfolgreich.

Auch das politische System der Schweiz kann sich im internationalen Vergleich durchaus sehen lassen. Wir haben ein System, das dem Einzelnen relativ viel Einflussmöglichkeiten einräumt (direkte Demokratie). Wir haben ferner in unserer bald siebenhundertjährigen Geschichte ein föderalistisches Staatswesen geschaffen, das es Menschen verschiedener Kulturen ermöglicht, in Eintracht miteinander zu leben. Besonders unser Föderalismus könnte für die europäische Integration durchaus beispielhaft wirken.

Trotz dieser positiven Aspekte hat das Ansehen der Schweiz in der Welt in den letzten Jahren gelitten. Dazu haben besonders einige Fälle von Geldwäscherei sowie der Ruf unseres Bankensystems, es diene ausländischen Potentaten und Steuerflüchtlingen als Zufluchtsort für auf zweifelhafte Weise erworbene Mittel, beigetragen. Richtig ist, dass unser Bankensystem in den letzten Jahren für allerlei zwielichtige Geschäfte missbraucht wurde. Die Schweiz mit ihrem traditionell freien Geld- und Kapitalverkehr bot sich dazu leider besonders an. Richtig ist aber auch, dass wohl kein anderes Land inzwischen so viel getan hat, um solche Operationen zu verunmöglichen.

Auf dem Gebiet der Wirtschafts- und der Stabili-

tätspolitik hat das Bild der Schweiz an Leuchtkraft verloren, weil die anderen Industrieländer stark aufgeholt haben. Bis vor wenigen Jahren waren es ausser der Schweiz nur wenige Hartwährungsländer, die ihre Währung stabil zu halten und so ausgeglichene soziale Verhältnisse zu begünstigen vermochten. Heute ist die Schweiz nur noch eines von einer ganzen Reihe von Ländern, die sich wirtschaftlicher und sozialer Stabilität erfreuen.

Allerdings mehren sich die Anzeichen dafür, dass die Schweiz den Grenzen ihrer wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit nahegekommen ist. Die menschlichen und die natürlichen Ressourcen werden immer stärker beansprucht, und die Arbeit in den Betrieben wird immer anspruchsvoller. Wer hier mithalten kann und will, für den ist ausgezeichnet gesorgt. Es scheint aber mehr und mehr Leute zu geben, die das Arbeitstempo nicht mehr mithalten können oder wollen. Aus diesen Leuten rekrutieren sich die Randgruppen, die nicht in die Gesellschaft integriert sind. Eine der Aufgaben unseres Landes wird sein, auch diesen Menschen einen angemessenen Platz in unserer Gesellschaft einzuräumen.

6. Meine Damen und Herren! Wir leben in einer Zeit des Umbruchs. Solche Zeiten sind in besonderem Masse mit Chancen, aber auch mit Risiken verbunden. Wenn wir die Geschicke unseres Landes in der Hand behalten wollen, müssen wir die Chancen bestmöglich nutzen. Voraussetzung dafür ist, dass wir uns über die zukünftige Rolle unseres Landes in Europa und in der Welt klarwerden. Als kleines Land müssen wir immer etwas besser sein, um in der Welt der Mächtigen zu bestehen. Besser sein können wir nur im Wettbewerb mit anderen, sowohl auf internationaler als auch auf nationaler Ebene. In einer Welt, die aufgrund der leistungsfähigen Verkehrsverbindungen immer kleiner wird, müssen wir im Rahmen unserer Möglichkeiten auch unsere Rolle bei der Lösung der drängenden Probleme im Ausland spielen und die internationale Zusammenarbeit verstärken.

Wir müssen deshalb unsere Wirtschaftsordnung bzw. unsere wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in dem Sinne weiterentwickeln, dass der Wettbewerb der Ideen, der Güter und der Dienst-

leistungen gewährleistet wird. Nur so werden wir die Qualität des Standortes Schweiz erhalten und verbessern können. Zu den wesentlichen Rahmenbedingungen gehört neben einer mässigen Staatsquote, einem guten Bildungssystem, einer leistungsfähigen Energieversorgung und günstigen Verkehrsverbindungen auch ein stabiles Preisniveau. Die Stabilisierung des Preisniveaus ist bekanntlich die Hauptaufgabe der Nationalbank.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse*

Allocution d'ouverture de Peter Gerber,
président du Conseil de banque de la Banque nationale suisse

1. Depuis notre dernière Assemblée générale, nous avons été les témoins de développements politiques fulgurants en Europe. Dans les pays satellites de l'empire soviétique, des structures apparemment solides et immuables depuis des dizaines d'années se sont effondrées en quelques semaines sous l'œil indulgent et, même parfois, avec les encouragements de l'Union soviétique. J'aimerais formuler quelques réflexions sur ces bouleversements qui marquent notre temps et aussi sur la situation de la Suisse.

2. En 1848 déjà, une vague révolutionnaire, entrée dans l'histoire sous le nom de «printemps des peuples», avait déferlé sur un certain nombre de pays européens aux régimes fossilisés. Fondement de l'idéologie militante du communisme, le Manifeste du parti communiste, de Marx et Engels, paraissait la même année, comme vous le savez. L'ironie de l'histoire a voulu qu'en 1989 le nouveau printemps des peuples de l'Europe de l'Est a apparemment mis fin à l'idéologie militante du communisme.

Les événements d'Europe de l'Est sont réjouissants pour le monde libre. Les peuples asservis ont secoué leurs chaînes – sans effusion de sang, pour le moment du moins, à l'exception de la Roumanie – et ont eu la possibilité de prendre leur destinée en mains. D'un autre côté, l'Ouest se voit libéré, d'une manière inespérée, de la pression que l'empire soviétique exerçait sur lui, depuis des dizaines d'années, en visant ouvertement à convertir le monde entier à son système économique et politique. L'abandon présumé du combat idéologique au niveau mondial par l'Union soviétique contribuera aussi à la détente dans d'autres régions de la planète. L'Union soviétique ne sera sans doute plus disposée à aider chaque mouvement révolutionnaire se réclamant du marxisme-léninisme. Inversement, il n'apparaîtra plus nécessaire aux Etats-Unis de soutenir

n'importe quel régime douteux pour la simple raison que celui-ci a notamment inscrit la lutte contre le communisme à son programme.

3. La constellation politique du monde en a été modifiée fondamentalement. Quant aux conséquences que ce changement aura sur le plan politique, elles ne peuvent faire l'objet que de spéculations à l'heure actuelle. Pour la Banque nationale, il serait avant tout intéressant de connaître les effets de cet effacement idéologique sur les problèmes de politique économique à l'échelle mondiale. Dans la partie orientale de l'Europe centrale et en Union soviétique, les tendances vers l'économie de marché vont gagner fortement en importance. Le passage au système d'économie de marché sera toutefois long et douloureux – en RDA, il s'effectuera peut-être mieux qu'ailleurs. Dans le reste du monde, la faillite des idées communistes n'annoncera toutefois pas l'entrée dans l'ère de l'économie de marché. Un certain essor des idées libérales dans le tiers monde ne devrait certes pas surprendre, étant donné qu'en fin de compte l'herbe a été coupée sous les pieds des tenants de l'économie planifiée et que la «déréglementation» de ces dernières années a conféré une nouvelle dynamique à maints pays industrialisés. Dans les pays industrialisés de l'Occident, l'effondrement de l'idéologie communiste ne devrait cependant pas influencer fortement sur la politique économique, car l'économie planifiée d'obédience communiste n'y a depuis longtemps guère servi de modèle. Il est plus à craindre que des tendances encore fortement dirigistes, observées dans certains domaines du moins et dans notre pays également, ne soient pas touchées par cette évolution.

4. Pour l'Europe aussi, ce printemps des peuples entraîne de profonds changements. Son centre de gravité va se déplacer vers le milieu du continent, ses frontières passant des bords de l'Elbe aux confins orientaux de la Pologne. Il se peut même que la vision du général de Gaulle d'une Europe allant de l'Atlantique à l'Oural

* Berne, le 27 avril 1990

prenne forme au fil du temps. Quant à l'Allemagne, elle deviendra plus grande et plus forte grâce à la réunification.

La dynamique qui a marqué fortement ces dernières années l'évolution de la Communauté européenne vers le grand marché de 92 et l'union monétaire pourrait perdre de sa force du fait des bouleversements en Europe de l'Est. D'une part, la République fédérale consacrerait ces prochains temps l'essentiel de ses forces à l'intégration de la RDA et accordera de ce fait moins d'attention au processus d'unification européenne. En outre, la motivation qui sous-tend la marche vers l'union politique de l'Europe va peut-être faiblir à la suite de l'atténuation de la menace extérieure. D'autre part, les Etats de la partie orientale de l'Europe centrale voudront aussi jouer un rôle dans le processus d'unification européenne. Si un certain retard devait ainsi être pris sur cette voie, il constituerait une chance dans l'optique suisse. En effet, la conception assez centralisatrice de la CE, qui prévaut actuellement, pourrait être revue et évoluer vers une approche plus fédéraliste des structures communautaires. En outre, la Suisse bénéficierait d'une pause nécessaire pour lui permettre de définir sa position en Europe et dans le monde.

5. En Suisse, il paraît de bon ton de monter en épingle certaines évolutions malencontreuses. J'ai consacré une grande partie de ma vie à la politique, à différents niveaux. Cela m'attriste beaucoup lorsque des irrégularités sont commises dans notre pays. Bien sûr, je suis aussi d'avis que les erreurs doivent être corrigées et les irrégularités réparées aussi rapidement que possible. Par contre, je n'arrive pas à comprendre la tendance qui consiste à rechercher partout le mal et, ensuite, à le propager triomphalement dans une mesure disproportionnée. De cette façon, on crée une image de la Suisse qui ne correspond pas à la réalité. Or, dans la période agitée que nous vivons, nous avons justement un urgent besoin d'une image réaliste reflétant les forces et les faiblesses de notre pays.

Même si maintes choses laissent à désirer, la Suisse peut toujours tenir la comparaison avec d'autres pays. Elle est le pays industrialisé qui a le produit national par habitant le plus élevé du

monde. Son haut niveau de vie ne provient pas de richesses naturelles ou d'autres avantages du même type, mais est dû aux capacités et à la volonté de ses habitants et d'un grand nombre d'entrepreneurs. Comme la part des petites et moyennes entreprises à l'ensemble de l'économie est plus importante chez nous que dans des pays comparables, il repose sur une large assise et bénéficie ainsi d'une protection relativement bonne face aux aléas des marchés mondiaux. En outre, il est partagé par une très grande partie de la population, ce qui assure des rapports sociaux assez équilibrés. Depuis des années, notre balance des transactions courantes dégage des excédents très élevés. Aussi notre production n'est-elle pas entièrement consommée ou investie sur le territoire national, mais également, pour une part non négligeable, mise à disposition de l'étranger. Du point de vue économique, les résultats enregistrés par la Suisse sont excellents dans l'ensemble.

De même, le système politique de la Suisse n'a pas à rougir d'une comparaison internationale. Grâce à la démocratie directe, il octroie à chaque citoyen des possibilités d'influence relativement grandes. De plus, nous avons créé au cours des presque sept cents ans de notre histoire une forme d'Etat fédéral qui permet à des personnes de cultures différentes de vivre en harmonie. Cette structure fédéraliste pourrait parfaitement servir de modèle à l'unification de l'Europe.

Malgré ces aspects positifs, l'image de la Suisse dans le monde a été ternie ces dernières années. Quelques cas de blanchiment d'argent sale et la réputation de notre système bancaire de servir de lieu de refuge à des fonds acquis de manière douteuse par des potentats étrangers ou des personnes désirant se soustraire à l'impôt ont contribué à cette détérioration. Il est vrai que notre système bancaire a été utilisé pour toutes sortes d'affaires louches ces dernières années. Malheureusement, la Suisse est particulièrement exposée, car la libre circulation des capitaux y est traditionnellement assurée. Mais il n'en est pas moins vrai qu'aucun autre pays n'a entretemps autant fait pour s'opposer à de telles opérations.

En matière de politique économique et dans le domaine de la stabilité des prix, l'image de la

Suisse a perdu de son éclat, car les autres pays industrialisés ont bien rattrapé leur retard. Il y a quelques années encore, la Suisse et un petit nombre de pays à monnaie forte étaient seuls en mesure de maintenir leur monnaie stable et, partant, de favoriser des rapports sociaux équilibrés. Aujourd'hui, elle n'est plus qu'un pays parmi beaucoup d'autres à pouvoir profiter de conditions économiques et sociales stables.

Les signes annonçant que la Suisse a bientôt atteint les limites de ses capacités économiques se multiplient toutefois. Les ressources humaines et naturelles sont de plus en plus soumises à des pressions et les tâches à accomplir deviennent toujours plus exigeantes. D'excellentes conditions sont offertes à ceux qui veulent et peuvent supporter ces contraintes. Il semble toutefois qu'un nombre de plus en plus élevé de gens ne peuvent ou ne désirent plus les assumer. Ces gens appartiennent aux groupes de marginaux qui se situent en dehors de la société. Une des tâches qui incombe à notre pays est de les réinsérer et de leur trouver une place appropriée dans celle-ci.

6. La période dans laquelle nous vivons, Mesdames et Messieurs, est en pleine mutation. De telles périodes offrent de belles occasions, mais font aussi courir des risques dans une mesure toute particulière. Si nous voulons rester maître de la destinée de notre pays, nous devons profiter au mieux des occasions qui se présentent. Pour cela, il convient d'avoir une vision claire du rôle que notre pays devra jouer à l'avenir en Europe et dans le monde. En tant que petit pays, nous devons toujours faire un peu mieux que les autres pour pouvoir subsister dans le monde des puissants. Etre meilleur que les autres, nous ne le pouvons qu'en nous mesurant à eux au niveau international, mais aussi sur le plan national. Dans un monde aux dimensions toujours plus réduites grâce aux réseaux de communications performants, nous avons également un rôle à jouer, dans la mesure de nos possibilités, pour résoudre les problèmes urgents qui se posent à l'étranger et pour renforcer la collaboration internationale.

C'est pourquoi nous devons développer notre système économique et l'environnement général

dans lequel celui-ci s'inscrit de telle sorte que la concurrence des idées, des biens et des services soit assurée. De cette manière uniquement, il sera possible de maintenir et d'améliorer le niveau de qualité des produits au label suisse. Au nombre des éléments formant cet environnement général figure notamment une part modérée des dépenses de l'Etat au PNB, un bon système d'éducation, un approvisionnement performant en énergie, des réseaux de communications adéquats, mais aussi un niveau stable des prix. Cette stabilisation des prix constitue, vous le savez, la tâche essentielle de la Banque nationale.

Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

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

Der geldpolitische Übertragungsmechanismus: Eigenschaften und Probleme

Die Nationalbank durchlief, als ich vor einem Jahr zu Ihnen sprach, turbulente Zeiten. Die Teuerung bewegte sich noch auf tiefem Niveau. Alles deutete aber auf eine Beschleunigung des Preisauftriebs hin. Unsere Wirtschaft, die sich schon 1988 unerwartet kräftig entwickelt hatte, zeigte alarmierende Anzeichen einer konjunkturellen Überhitzung. Der ausgetrocknete Arbeitsmarkt und die hohe Kapazitätsauslastung der Industrie drohten eine Inflationsspirale in Bewegung zu setzen. Der Kurszerfall des Schweizer Frankens, der sich Anfang 1989 beschleunigt hatte, verstärkte die binnenwirtschaftlichen Teuerungsimpulse. Der Aufschwung der Konjunktur in Westeuropa, der alle Prognosen übertraf, heizte die schweizerische Wirtschaft über einen Exportboom weiter an.

1. Ursachen und Verlauf der aktuellen Teuerung

Unsere Geldpolitik ist – wir machten nie einen Hehl daraus – für die Überhitzung der Konjunktur und den Anstieg der Teuerung mitverantwortlich. Der eher expansive Kurs, den wir 1987 und in der ersten Hälfte 1988 führten, schuf ein freilich beschränktes Inflationspotential. Wir nahmen zu Recht oder zu Unrecht auf die bis Anfang 1988 anhaltende Neigung des Schweizer Frankens zur Stärke und auf den Börsenkrach vom Oktober 1987 Rücksicht. Die Unsicherheit, die von der Revision der Liquiditätsvorschriften und von der Einführung des elektronischen Interbank-Zahlungssystems SIC ausging, trug dazu bei, dass unsere Geldpolitik in der ersten Hälfte 1988 expansiv blieb.

Einige Kritiker werfen uns vor, wir hätten die geldpolitischen Zügel schleifen lassen. Wir hätten das Geldangebot nicht rasch genug an die Verringerung der Nachfrage, die die neuen Vorschriften über die Bankenliquidität und das SIC auslösten, angepasst. Viele, die heute von einem «Sündenfall» der Nationalbank sprechen, schlugen damals allerdings andere Töne an. Sie klagten über die bedrohliche Stärke des Schweizer Frankens. Oder sie prangerten unsere zu knausrige Haltung nach dem Börsenkrach von 1987 an. Einige Banken forderten uns auf, den Geldmarkt grosszügig mit Liquidität zu versorgen, um ihnen die Anpassung an das neue Interbank-Zahlungssystem SIC zu erleichtern. Die Erfahrungen von 1987 und Anfang 1988 bestätigten aber eine Wahrheit: Geldpolitischer Aktivismus macht sich selten bezahlt.

Wir betreiben grundsätzlich keine aktivistische Geldpolitik. Unsere Aufgabe ist es, ein stabiles Preisniveau zu gewährleisten. Abweichungen vom mittelfristig angelegten geldpolitischen Pfad erscheinen manchmal zwar als unvermeidlich. Wir müssen sie jedoch meistens mit einer höheren Teuerung bezahlen. Wir werden diese Lehre künftig noch stärker beherzigen. Ich hoffe, unsere heutigen Kritiker werden uns – sollte in der Öffentlichkeit wieder einmal der Ruf nach geldpolitischem Aktivismus erschallen – dabei unterstützen.

Wir erkannten die Inflationsrisiken, die aus unserem etwas expansiveren Kurs erwachsen, bereits im Sommer 1988. Daher kehrten wir zu einer strikt stabilitätsorientierten Geldpolitik zurück. Wir strafften in der zweiten Hälfte 1988 unsere monetären Zügel. In den ersten Monaten 1989 mehrten sich die Anzeichen, dass wir die Inflationsgefahren unterschätzt hatten. Entwicklungen, die wir bei der Festlegung des Geldmengenziels für 1989 nicht voraussehen konnten, nährten den Preisauftrieb. Der Schweizer Franken wertete sich stärker, als aufgrund der expansiveren Geldpolitik der beiden Vorjahre angenommen werden musste, ab. Der massive Zinsan-

* gehalten in Bern am 27. April 1990

stieg im Ausland und eine zu pessimistische Einschätzung der Aussichten des schweizerischen Finanzplatzes trugen zur Abschwächung unserer Währung bei. Sie schürte über den Anstieg der Importpreise das Inflationsfeuer. Eine ähnliche Wirkung ging von der rasanten Verteuerung der Preise für Benzin und Heizöl aus.

Diese Entwicklungen veranlassten uns, die monetäre Bremse im Frühjahr 1989 stärker anzuziehen. Die Zinssätze kletterten als Folge der schärferen Gangart auf ein Niveau, das wir seit 1981 nicht mehr erreicht hatten. Wir konnten trotzdem nicht verhindern, dass die Teuerung im Laufe des Jahres 1989 auf rund 5% stieg. Verschiedene Anzeichen deuten darauf hin, dass unsere restriktive Geldpolitik zu greifen beginnt. Die Teuerung wird zwar für einige Monate auf hohem Niveau verharren. Im Mai, wenn die Wohnungsmieten im Index der Konsumentenpreise neu erfasst werden, wird sie noch einmal merklich ansteigen. Gegen das Jahresende dürfte sich der Aufwärtstrend der Teuerung aber endgültig umkehren.

Die Entwicklung der Frankenkurse am Devisenmarkt vermittelt ein ähnliches Bild. Der Franken hatte sich im Herbst 1989 gegenüber den EWS-Währungen erneut abgeschwächt. Die Lage am Devisenmarkt scheint sich dieses Jahr aber beruhigt zu haben. Der Franken notiert allerdings gegenüber den EWS-Währungen noch wesentlich schwächer als im Jahre 1988.

Der Kampf gegen die Inflation ist, auch wenn wir die Entwicklung der Teuerung optimistischer als vor einem Jahr beurteilen, noch nicht gewonnen. Die Prognostiker rechnen mit einem Rückgang des Wachstums der schweizerischen Wirtschaft. Die konjunkturelle Überhitzung ist aber nach wie vor ausgeprägt. Wir haben keine andere Wahl, als unsere restriktive Geldpolitik fortzusetzen.

2. Lange Reaktionszeit der Geldpolitik – Gründe der Wirkungsverzögerung

Unser Restriktionskurs beeinflusst – damit müssen wir uns wohl oder übel abfinden – das Preisniveau nur mit grosser zeitlicher Verzögerung. In der Schweiz verstreichen erfahrungsgemäss

zwei bis drei Jahre, bis sich eine Änderung der Geldpolitik im Preisniveau niederschlägt. Wo liegen die Ursachen dieser Wirkungsverzögerung, die in Zeiten steigender Preise die Geduld der Öffentlichkeit und der Nationalbank derart strapazieren? Es gibt mehrere Gründe. Ich gehe auf drei näher ein:

- Ein erster Grund der Wirkungsverzögerung – wohl der Hauptgrund – liegt in der Art und Weise, in der monetäre Impulse auf die Realwirtschaft übertragen werden. Der Zinssatz ist das wichtigste Glied in der Übertragungskette. Verknappen wir das Geldangebot, so steigen die inländischen Zinssätze. Die Finanzierungskosten verteuern sich. Unternehmungen und Haushalte sehen sich veranlasst, ihre Ausgaben für Investitionen, weitere Güter und Dienstleistungen zu drosseln. Die Bauinvestitionen reagieren besonders empfindlich. Der Zinsanstieg dämpft anders gesagt das Wachstum der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen. Wir vermögen auf diese Weise dem Preisaufrtrieb entgegenzuwirken. Unternehmungen und Haushalte reagieren allerdings – es versteht sich von selbst – nicht sofort auf eine Zinserhöhung. Sie können die Arbeiten an halbfertigen Investitionsprojekten nicht einfach abbrechen. Es lohnt sich jedoch, neue Investitionsprojekte angesichts der Zinserhöhung zurückzustellen. Beginnt sich die Geschäftstätigkeit in den zinsempfindlichen Branchen abzuschwächen, so verstreicht wiederum Zeit, bis die Wirkungen der restriktiven Geldpolitik auch auf die restlichen Sektoren der Wirtschaft übergreifen.
- Der Wechselkurs, er spielt im geldpolitischen Übertragungsmechanismus ebenfalls eine bedeutende Rolle, ist ein zweiter Grund für die Verzögerung, mit der die Preise auf eine Änderung der Geldpolitik reagieren. Der Zinsanstieg erhöht die Attraktivität von Anlagen im Inland. Der Aussenwert des Schweizer Frankens erhöht sich. Dies bremst den Preisaufrtrieb bei den Importgütern. Die Frankenaufwertung trägt gleichzeitig zu einer Mässigung der ausländischen Nachfrage nach schweizerischen Gütern und Dienstleistungen bei. Die restriktive Geldpolitik beeinflusst den Wechselkurs in der Regel zwar rascher als das Realwachstum

und die Teuerung. Aber auch der Aussenwert des Frankens pflegt nur äusserst träge auf geldpolitische Impulse zu reagieren. Unsere Währung schwächte sich bis Ende 1989 schrittweise ab, obwohl wir die geldpolitischen Zügel schon im Herbst 1988 gestrafft hatten. Dies war keine neue Erfahrung. Der Franken verhielt sich bereits während der Inflationsphase von 1979 bis 81 ähnlich. Er neigte damals trotz der restriktiven Geldpolitik der Nationalbank noch lange Zeit zur Schwäche.

- Ein dritter Grund für die lange Reaktionszeit liegt in den Eingriffen des Staates in das Preisgefüge. Staatlich administrierte Preise werden nur sehr träge an die allgemeine Entwicklung der Teuerung angepasst. Kommt die Anpassung aber in Gang, so sehen wir uns geballten, massiven Preiserhöhungen gegenüber. Dieses Problem zeigt sich bei den Wohnungsmieten besonders krass. Die Missbrauchsgesetzgebung im Mietwesen schafft eine enge Verknüpfung zwischen der Entwicklung der Mieten und der Hypothekarzinsen. Die negativen Folgen sind uns allen bekannt. Eine Verknappung des Geldangebots übt kurzfristig eine geradezu perverse Wirkung auf die Teuerung aus. Der Anstieg der Hypothekarzinsen, den die restriktive Geldpolitik auslöst, darf gemäss der Missbrauchsgesetzgebung auf die Mieter überwältigt werden. Die Mieten klettern deshalb regelmässig, wenn wir unsere geldpolitischen Zügel straffen, in die Höhe. Die Wirkungen der Geldpolitik werden durch diesen Überwälzungsmechanismus zwar nicht ausser Kraft gesetzt. Die restriktive Gangart mässigt die Teuerung früher oder später trotz des Anstiegs der Wohnungsmieten. Der Überwälzungsmechanismus erschwert jedoch die Teuerungsbekämpfung. Er zögert die Anpassung des Preisniveaus an die restriktive Geldpolitik hinaus.

Wir kennen Überwälzungsmechanismen, die die Geldpolitik behindern können, nicht nur im Mieterschutz. Ein Anstieg der Teuerung bewirkt in der Regel auch eine entsprechende Erhöhung der Nominallöhne. Die Unternehmungen sind bestrebt, die gestiegenen Lohnkosten auf die Preise zu überwälzen. Das Teuerungskarussell dreht sich munter. Die Gefahr, dass eine eigentli-

che Lohn-Preis-Spirale in Gang kommt, ist allerdings nicht so gross, wie häufig befürchtet wird. Beharren wir auf unserer restriktiven Geldpolitik, so bleiben die Möglichkeiten, die höheren Lohnkosten auf die Verbraucher zu überwälzen, beschränkt. Die restriktive Geldpolitik drosselt die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen. Die Unternehmungen laufen Gefahr, ihre Produkte zu den heraufgesetzten Preisen nicht mehr verkaufen zu können. Sie schneiden sich ins eigene Fleisch. Es drohen ihnen Umsatzeinbussen. Geht die Produktion zurück, sinkt auch die Beschäftigung. Damit entsteht die Gefahr einer Zunahme der Arbeitslosigkeit.

Die staatlich festgelegten Preise wurden in der Vergangenheit ebenfalls häufig nur mit zeitlicher Verzögerung an die allgemeine Teuerungsentwicklung angepasst. Ich bin nicht sicher, ob dieses Problem heute noch eine grosse Rolle spielt. Die Preise landwirtschaftlicher Produkte zum Beispiel wurden Anfang Februar vergleichsweise speditiv an die allgemeine Entwicklung der Teuerung angeglichen.

Ich kenne kein Patentrezept, das es uns gestatten würde, den geldpolitischen Bremsweg drastisch zu kürzen. Wir müssen mit der unangenehmen Tatsache, dass der Kampf gegen die Teuerung nicht über Nacht gewonnen werden kann, leben. Verbesserungen sind aber möglich. Der Bremsweg der Geldpolitik ist in einigen Bereichen kürzer geworden. Er kann und sollte in anderen gekürzt werden.

3. Verzicht auf direkte Eingriffe in das Zinsgefüge – Verbesserungen des Übertragungsmechanismus im Bereiche der Wohnungsmieten

Der Geld- und Kapitalmarkt ist ein Teilbereich, in dem sich die Übertragung monetärer Impulse beschleunigt hat. Die Teuerung reagiert um so schneller auf die Verknappung des Geldangebots, je rascher die inländischen Zinssätze steigen. Wir beeinflussen – ich kann es nicht genug betonen – die Teuerung vor allem über die Zinssätze. Daher sind wir an einer möglichst hohen Flexibilität der Zinssätze am Geld- und Kapitalmarkt interessiert. Staatliche Eingriffe in das

Zinsgefüge mindern die Flexibilität der Zinssätze. Das gleiche gilt für Kartellabsprachen unter den Banken.

Wir sind aus diesem Grunde der Meinung, die Zinsbildung am Geld- und Kapitalmarkt müsse dem Wechselspiel von Angebot und Nachfrage überlassen bleiben. Dies erklärt unsere Weigerung, direkt in das Zinsgefüge einzugreifen. Wir beschränken uns darauf, die Zinsentwicklung über die Steuerung des Geldangebots zu beeinflussen. Noch vor zehn Jahren nahmen wir – wir werden gelegentlich daran erinnert – eine andere Haltung ein. Wir unterstützten während der Inflationsphase von 1979 bis 81 die Bestrebungen, die Vergütung auf Hypotheken, zumindest teilweise, vom allgemeinen Zinsanstieg abzukoppeln. Zu diesem Zwecke zögerten wir auch Zinserhöhungen auf den Kassaobligationen, die sich vom Markt her aufdrängten, künstlich hinaus. Die Hypothekarzinsen stiegen nur mit zeitlicher Verzögerung an. Der Bremsweg der restriktiven Geldpolitik, die die Nationalbank damals führte, verlängerte sich.

Wir wollen diesen Fehler nicht mehr begehen. Daher sahen wir, als wir die geldpolitischen Zügel in der zweiten Hälfte 1988 strafften, von erneuten Eingriffen in das Zinsgefüge – von Druckversuchen auf die Banken – ab. Wir begrüßten es vielmehr, dass nötige Anpassungen der Hypothekarzinsen an die Marktentwicklung speditiv erfolgten. Diese liberale Haltung wird sich, davon bin ich überzeugt, bezahlt machen. Prognosen sind angesichts der Entwicklung in Osteuropa – in Deutschland – heute doppelt unsicher. Trotzdem will ich eine wagen. Ich glaube, dass wir die Früchte unserer restriktiven Geldpolitik dieses Mal rascher als in den frühen achtziger Jahren ernten können.

Unsere liberale Haltung stösst nicht überall auf Begeisterung. Hauseigentümer- und Mieterverbände werfen uns vor, wir bekämpften die Teuerung auf ihrem Buckel. Dieser Vorwurf ist unberechtigt. Teuerungsbekämpfung ohne höhere Zinssätze ist, ich wiederhole es, zum Scheitern verurteilt. Wir alle, alle Schweizer, müssen die Kosten der restriktiven Geldpolitik wohl oder übel tragen. Ich sehe nicht ein, weshalb einzelne Gruppen unserer Bevölkerung durch Zinsen, die

künstlich niedrig gehalten werden, privilegiert werden sollten. Wir sind alle daran interessiert, dass wir möglichst schnell zu einem stabilen Preisniveau zurückfinden. Eine niedrige Teuerung wird wieder zu niedrigen Zinsen führen: niedrige Zinsen nicht nur für einzelne privilegierte Kreise, sondern für die ganze Bevölkerung.

Ich bin mir bewusst, dass viele Mieter an unserer restriktiven Geldpolitik schwer tragen. Die Mieten kletterten als Folge der jüngsten Zinshausse unentwegt in die Höhe. Wir dürfen aus dem starken Anstieg der Mieten aber, ich möchte davor warnen, keine voreiligen Schlüsse ziehen. Die Übertragung monetärer Impulse muss nicht zwingend über Kanäle, die die Mieter besonders hart treffen, laufen. Die Schwierigkeiten, die den Mietern aus den hohen Zinsen erwachsen, liegen nicht in der Natur der Geldpolitik. Sie ergeben sich aus der Ausgestaltung des schweizerischen Mieterschutzes. Wie könnte der Übertragungsmechanismus im Bereiche der Mieten von Wohnungen verbessert werden? Lassen Sie mich auf diese Frage näher eingehen!

Die Mieter sind gemäss geltendem Recht befugt, vor Gericht die Herabsetzung von Mietzinsen, die ihnen als missbräuchlich hoch erscheinen, zu verlangen. Die gesetzlichen Kriterien des Missbrauchs werden in einer Verordnung präzisiert. Sie wird gegenwärtig revidiert. Der Entwurf der neuen «Verordnung über die Miete und Pacht von Wohn- und Geschäftsräumen» sieht vor, dass Zinserhöhungen auf den Hypotheken wie bisher zumindest teilweise auf die Mieter überwält werden dürfen. Das Niveau der Hypothekarzinsen und der Berechnungsmodus für die Mieten bestimmen in der neuen Regelung über das Ausmass der zulässigen Überwälzung. Je höher die Hypothekarzinsen steigen, um so mehr werden die Möglichkeiten der Überwälzung beschränkt. Dies war zwar schon bisher der Fall. Neu ist allerdings, dass das Mass der erlaubten Überwälzung niedriger festgesetzt ist. Zusätzlich dürfen nur Vermieter, die reine Kostenmieten verrechnen, bei einer Erhöhung der Hypothekarzinsen die gesamte Mehrbelastung auf dem investierten Kapital im Mietzins berücksichtigen.

Der Verordnungsentwurf verringert, gemessen an der geltenden Regelung, die Überwälzungs-

möglichkeiten. Wir begrüssen diese teilweise Entkoppelung von Mieten und Hypothekarzins. Sie dürfte die Teuerungsimpulse, die in der kurzen Frist von unserer restriktiven Geldpolitik ausgehen, mässigen. Der falsche Eindruck, die restriktive Geldpolitik sei eine stumpfe Waffe und heize letztlich die Teuerung noch an, vermöchte sich in der Öffentlichkeit nicht mehr wie heute festzuhaken.

Der Verordnungsentwurf löst allerdings nicht alle Probleme, die der Geldpolitik aus dem Mieterschutz erwachsen. Die Schutzbestimmungen haben aus unserer Sicht einen grossen Nachteil: Die Mieten werden nicht kontinuierlich an die Veränderungen der Angebots- und Nachfrageverhältnisse am Wohnungsmarkt angepasst. Bei geringer Teuerung und tiefen Hypothekarzinsen hinken sie hinter dem Niveau, das der Wohnungsmarkt auf Grund der Nachfragesituation verlangen würde, her. Die offizielle Statistik der Konsumentenpreise unterschätzt dann die tatsächliche Teuerung. Wir könnten dadurch verleitet werden, eine zu expansive Politik zu führen. Die Mieten werden erst an die Marktentwicklung angepasst, wenn die Teuerung und die Hypothekarzinsen steigen. Die Anpassung der Mieten an die Änderungen der Angebots- und Nachfrageverhältnisse am Wohnungsmarkt wird, anders gesagt, nicht verhindert. Sie wird lediglich hinausgezögert.

4. Der Wohnungsmarkt im Banne der Verknappung des Baulands und des Anstiegs der Bodenpreise – Probleme und Lösungen

Ich bin nicht sicher, ob die vorgeschlagene Neuregelung eine Anpassung der Mieten an die Marktentwicklung gewährleistet. Sie wird zwar, wie ich schon ausführte, den kurzfristigen Zusammenhang zwischen Mieten und Hypothekarzins lockern. Die Beschränkung der Überwälzungsmöglichkeiten könnte aber, sollten die Gerichte wie bisher hauptsächlich auf den Hypothekarzins abstellen, dazu führen, dass die Mieten sich im Laufe der Zeit immer mehr von jenem Niveau, das Angebot und Nachfrage am Wohnungsmarkt in Einklang bringt, entfernen. Die langfristige Entwicklung der marktgerechten Miete wird von einer Vielzahl von Angebots- und Nachfragefaktoren bestimmt. Der Hypothekar-

zins ist nur einer von vielen Faktoren, die diese Entwicklung beeinflussen. Die gesetzlich geregelte Verknüpfung des Mietzinses mit dem Hypothekarzins sollte demnach nicht dazu führen, dass Mietanpassungen an Entwicklungen der anderen Determinanten verunmöglicht werden.

Die vorgeschlagene Neuregelung ist nicht so konzipiert, dass sie eine Anpassung der Mieten an die Marktentwicklung verunmöglicht. Die Vermieter können trotz verminderter Überwälzung grundsätzlich immer noch marktkonforme Mieten festlegen. Die Gerichte müssten allerdings mehr als bisher auf die übrigen Kriterien für die Bestimmung von Missbräuchen abstellen. Ich denke besonders an die Kriterien der Orts- und Quartierüblichkeit.

Es wäre bedauerlich, wenn der Mieterschutz in eine Mietzinskontrolle umfunktioniert würde. Der Sinn des Mieterschutzes kann nicht darin liegen, die Mieten künstlich niedrig zu halten. Sie sollten marktkonform sein. Werden die Preise in einem wichtigen Sektor, in einem Sektor wie dem Wohnungsmarkt, künstlich tief gehalten, entsteht ein falsches Bild der Teuerungsentwicklung. Die Teuerung wird nicht beseitigt. Sie wird verdrängt. Dies ist nicht die einzige Gefahr. Der Anreiz, mit dem vorhandenen Wohnraum haushälterisch umzugehen, schwindet. Die Bautätigkeit wird beeinträchtigt. Das Angebot an Wohnraum wird eingeschränkt. Der Mieterschutz erwiese sich als Bumerang.

Ich werde mit dem Postulat der marktkonformen Mieten, ich bin mir dessen bewusst, nicht überall auf Anklang stossen. Das Wohnen verteuert sich je länger, je mehr. Der Grund liegt nicht allein in der steigenden Nachfrage nach Wohnraum. Auch die strikte schweizerische Zonenplanung trägt dazu bei. Wir benötigen – wer wollte daran zweifeln? – eine Zonenplanung. Sie schützt Natur und Landschaft vor einer ungezügelten Bautätigkeit. Natur- und Landschaftsschutz haben jedoch ihren Preis. Die Zonenplanung verknappt das Angebot an Bauland. Bodenpreise und Wohnkosten werden in die Höhe getrieben. Ihr Anstieg könnte durch eine verbesserte Ausnützung des vorhandenen Baulandes, durch deutlich erhöhte Ausnutzungsziffern, gebremst werden. Diese Massnahme würde die Lage am Wohnungsmarkt mil-

dem. Sie vermöchte sie aber nicht grundsätzlich zu ändern. Das gleiche gilt für unsere restriktive Geldpolitik. Sie wird den Anstieg der Bodenpreise mässigen. An der Tatsache, dass der Boden ein knappes Gut bleiben wird, vermag sie aber nichts zu ändern.

Die starke Erhöhung der Bodenpreise schlägt sich früher oder später in steigenden Mieten nieder. Die Mieten für Neuwohnungen hängen aus offensichtlichen Gründen von den aktuellen Bodenpreisen ab. Der Zusammenhang zwischen Mieten und Bodenpreisen ist dagegen bei Altwohnungen weniger direkt. Werden die Preise auf dem Wohnungsmarkt vorwiegend durch Angebot und Nachfrage bestimmt, so gleichen sich mit der Zeit die Mieten für Alt- jenen für Neuwohnungen an. Marktkonforme Mieten für Altwohnungen spiegeln nicht die Bodenpreise, die beim Bau der Wohnungen vorherrschten, sondern die aktuellen Werte wider. Die Mieter haben bei einer marktkonformen Ausgestaltung der Preise am Wohnungsmarkt die steigenden Kosten des Baulandes, auch dann, wenn sie eine Altwohnung beanspruchen, voll zu tragen.

Was heisst dies? Marktkonforme Preise für Wohnungen bewirken, verbunden mit der zunehmenden Verknappung des Baulandes, eine Umverteilung von Einkommen. Diese Umverteilung von den Mietern zu den Landbesitzern wird von vielen Schweizern als ungerecht empfunden. Weshalb sollen die Eigentümer von Immobilien – so fragen sie sich – auf Kosten der Mieter profitieren? Sie erbringen für die gestiegenen Landpreise keine zusätzlichen wirtschaftlichen Leistungen. Sie profitieren lediglich von der Tatsache, dass sie ein Gut, das je länger, je knapper wird, besitzen. Diese Wirkungen auf die Einkommensverteilung werden dort, wo die Bodenpreise aufgrund staatlicher Massnahmen steigen, als besonders stossend empfunden. Ich denke zum Beispiel an Änderungen der Zonenpläne oder an Verbesserungen des Verkehrswesens, die die Bodenpreise in die Höhe klettern lassen.

Gerade wer marktkonforme Preise für Wohnungen befürwortet, muss die Wirkungen der steigenden Bodenpreise auf die Einkommensverteilung ernst nehmen. Dieses Problem lässt sich nicht auf einfache Art und Weise lösen. Ich frage

mich dennoch, ob die optimale Lösung in einem Mieterschutz, der das Wohnen künstlich zu verbilligen sucht, liegt. Es wäre sinnvoll, andere Lösungen zu prüfen. Die Umverteilung der Einkommen, die sich aus dem Anstieg der Bodenpreise ergibt, liesse sich zum Beispiel auch mit fiskalischen Massnahmen korrigieren.

Andere Probleme, die sich aus der teilweisen Abkoppelung der Mieten vom Hypothekarzins ergeben, sind leichter zu lösen. Die Vermieter müssten künftig einen grösseren Teil des Risikos, das sich aus Änderungen des Hypothekarzins ergibt, tragen. Sie könnten es nicht voll auf die Mieter überwälzen. Die Abdeckung solcher Risiken erfordert aber keine staatlichen Eingriffe. Sie ist vielmehr eine Aufgabe des Bankensystems. Die Banken sind auch in der Lage, sie zu erfüllen. Der schweizerische Hypothekarmarkt wandelte sich in den letzten Jahren stark. Der Wettbewerb intensivierte sich. Die Banken erweiterten mit der Einführung von Festhypotheken und anderer Kreditformen ihre Angebotspalette. Der Hypothekarmarkt bietet Vermietern, die das Risiko von Zinsänderungen nicht selbst tragen möchten, damit Möglichkeiten der Absicherung.

5. Der geldpolitische Kurs im laufenden Jahr

Teuerungsbekämpfung erfordert – dies wird aus meinen Ausführungen ersichtlich – Geduld und Beharrlichkeit. Wir haben keine andere Wahl, als mit einem konsequenten, stetigen Restriktionskurs mittelfristig unser Ziel eines stabilen Preisniveaus zu verfolgen. Kurzfristige Nacht-und-Nebel-Aktionen nützen nichts. Wir müssen uns hüten, unsere Nerven zu verlieren. Deshalb dürfen wir auf die hohe Teuerung auch nicht kopflos, mit einer übermässig restriktiven Geldpolitik, reagieren.

Diese Haltung prägt unsere aktuelle Politik. Lassen Sie mich zum Schluss den geldpolitischen Kurs, den wir in den vergangenen Monaten verfolgten und in der nahen Zukunft weiterzuführen gedenken, erläutern!

Wir legten für 1990 ein Wachstumsziel von 2% für die Notenbankgeldmenge fest. Ein auf 2% begrenztes Wachstum der Notenbankgeldmenge

reicht nach unserer Meinung aus, um das Preisniveau mittelfristig zu stabilisieren. Wir unterschritten den Zielwert von 2% im Jahre 1989 beträchtlich. Dies gilt selbst, wenn die Notenbankgeldmenge um die Verschiebungen in der Nachfrage, die der Revision der Liquiditätsvorschriften und der Einführung des Interbank-Zahlungssystems SIC entsprangen, bereinigt wird.

Die Verschärfung der Geldpolitik drängte sich angesichts der beunruhigenden Beschleunigung der Teuerung auf. Wir waren uns jedoch bewusst, dass wir das Geldmengenwachstum früher oder später auf den Zielpfad von 2% zurückführen müssen. Wir möchten eine Überreaktion auf den Teuerungsanstieg vermeiden. Mit der Vorgabe von 2% taten wir der Öffentlichkeit unsere Absicht, so bald als möglich auf den mittelfristigen Zielpfad einzuschwenken, kund.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge verringerte sich im ersten Quartal 1990 weiter. Sie liegt nach wie vor unter dem Zielpfad. Der Rückgang betrug gegenüber dem vierten Quartal 1989 – auf das Jahr hochgerechnet – durchschnittlich 3,5%. Die Verminderung der Geldmenge bedeutet nicht, dass wir unsere Absicht, den Zielpfad von 2% mittelfristig wieder zu erreichen, aufgegeben hätten. Sie spiegelt vielmehr die massive Verschärfung unserer Geldpolitik im Vorjahr wider. Die Straffung unserer Geldpolitik äusserte sich vorerst wie üblich in einer Verringerung der Giro Guthaben, die die Banken bei der Nationalbank halten. Mit einer zeitlichen Verzögerung von einigen Monaten begann auch das Wachstum des Notenumlaufs zu schrumpfen. Dies entspricht weitgehend dem in der Vergangenheit beobachteten Muster. Der Zinsanstieg, der mit einer Verknappung des Geldangebots einhergeht, pflegt nach einer Weile das Wachstum des Notenumlaufs zu dämpfen. Banknoten in grossen Stückelungen werden nicht nur als Zahlungsmittel, sondern auch als Anlageobjekt verwendet. Die Anleger sind bei einer Zinshausse aber bestrebt, zinslose Banknoten in verzinsliche Aktiven umzuwandeln.

Der Notenumlauf sank wie schon in den Vormonaten auch im ersten Quartal des laufenden Jahres. Wir streben seit Jahresanfang Giro Guthaben von rund 3 Mrd. Franken an. Das Wachstum der

Notenbankgeldmenge liegt deshalb weiterhin unter dem Zielwert von 2%. Dies muss aber nicht für die kommenden Monate gelten. Das Wachstum des Notenumlaufs dürfte sich im Laufe dieses Jahres – sollten die schweizerischen Zinssätze nicht weiter in die Höhe klettern – wieder beschleunigen. Beständen wir auf einer monatlichen Erfüllung unserer Geldmengenziele, so müssten wir im gegenwärtigen Zeitpunkt die Giro Guthaben deutlich ausweiten. Wir hätten sie jedoch schon in einigen Monaten wieder abzubauen. Die Geldmarktsätze würden parallel zu dieser Entwicklung der Giro Guthaben vorerst sinken, um im Sommer oder Herbst 1990 erneut zu steigen.

Dieser vorübergehende Zinsrückgang wäre unerwünscht. Er müsste den Eindruck erwecken, wir wollten unseren Restriktionskurs mässigen. Wir würden gleichzeitig die Gefahr einer Abschwächung des Schweizer Frankens am Devisenmarkt heraufbeschwören. Wir sind jedoch nicht bereit, einen erneuten Kurszerfall unserer Währung hinzunehmen. Mit unserem gegenwärtigen Kurs streben wir die Stabilisierung des Preisniveaus und eine Befestigung des Wechselkurses, diese Ziele sind für uns zur Zeit siamesische Zwillinge, gleichzeitig an. Wir wollen unsere bisherigen Erfolge bei der Bekämpfung der Teuerung nicht aufs Spiel setzen. Deshalb müssen wir unsere aussenwirtschaftliche Flanke geldpolitisch absichern. Eine nachhaltige Abschwächung des Schweizer Frankens würde die Teuerung – über die Erhöhung der Importpreise – auf breiter Front wieder anfachen. Sie könnte eine gefährliche Lohn-Preis-Spirale auslösen.

Das Verhalten der Giro Guthaben bereitet uns ebenfalls Sorgen. Die Banken passten ihre Giro Guthaben inzwischen zwar weitgehend an die neuen Liquiditätsvorschriften und an das Interbank-Zahlungssystem SIC an. Viele Banken betreiben aber zunehmend ein aggressiveres Cash-Management. Einzelne greifen zu fragwürdigen Methoden. Die Disziplin bei der Erfüllung der Vorschriften zur Kassenliquidität scheint abzunehmen. 504 Institute haben die Vorschriften zu beachten. 18 Banken meldeten 1988 eine Unterdeckung. Im letzten Jahr verzeichneten wir bereits 41 Verstösse. Wir betrachten sie nicht als Kavaliersdelikte. Daher beantragten wir der Eid-

genössischen Bankenkommission, gegen fehlbare Banken bei wiederholten Verletzungen der Vorschriften Strafanzeige zu erstatten.

Der Kampf gegen die Teuerung erfordert Geduld und Beharrlichkeit. Bequeme Abkürzungen gibt es auf dem beschwerlichen Weg, der zu einem stabilen Preisniveau führt, nicht. Wir müssen uns

auch damit abfinden, dass uns unerwartete Entwicklungen jederzeit einen Strich durch unsere Rechnung machen können. Ich bin – trotz der Ihnen dargelegten Schwierigkeiten – aber überzeugt, dass der Tag, an dem wir die Früchte unserer restriktiven Geldpolitik ernten dürfen, näherückt.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse*

Exposé de Markus Lusser, président de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Le mécanisme de transmission de la politique monétaire – Particularités et problèmes

Il y a un an, quand je m'adressais à vous, nous étions déjà entrés dans une phase agitée. Le renchérissement était encore faible, mais tout indiquait une prochaine accélération de la hausse des prix. Notre économie, qui avait enregistré en 1988 une croissance d'une vigueur inattendue, montrait des signes alarmants de surchauffe. Etant donné l'assèchement du marché du travail et le taux élevé d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, une spirale inflationniste menaçait de se mettre en mouvement. L'effritement du cours du franc, particulièrement sensible au début de 1989, renforçait les impulsions inflationnistes d'origine intérieure. Dans les pays occidentaux européens, la conjoncture marquait un essor dépassant toutes les prévisions, d'où également une stimulation de notre économie par un boom des exportations.

1. Origines et évolution du renchérissement actuel

Notre politique monétaire, nous ne l'avons jamais caché, a joué un rôle dans la surchauffe de notre économie et dans l'accélération du renchérissement. Le cours plutôt expansionniste de notre politique en 1987 et au premier semestre de 1988 a créé un potentiel inflationniste restreint. A bon ou mauvais escient, nous avons tenu compte de la tendance au raffermissement qui caractérisait le franc suisse jusqu'au début de 1988 et du krach boursier d'octobre 1987. L'incertitude découlant de la révision des dispositions sur les liquidités bancaires et de l'introduction du système électronique de paiements interbancaires SIC a contribué également au maintien du cours expansionniste de notre politique monétaire au premier semestre de 1988.

Beaucoup nous reprochent maintenant d'avoir relâché les rênes monétaires dans cette phase. Nous n'aurions pas adapté suffisamment vite l'offre de monnaie à la diminution que la demande a enregistrée à la suite de la mise en vigueur des nouvelles dispositions régissant les liquidités bancaires et de l'introduction du SIC. Un grand nombre de ceux qui estiment aujourd'hui que la Banque nationale a commis une erreur affichaient alors d'autres opinions. Les uns se plaignaient de la fermeté menaçante du franc, d'autres dénonçaient notre attitude trop stricte après le krach boursier de 1987 et d'autres encore – des banques – nous invitaient à approvisionner généreusement le marché monétaire en liquidités pour faciliter leur adaptation au SIC. Les expériences faites en 1987 et au début de 1988 ont confirmé cependant une vérité connue depuis longtemps: une politique monétaire interventionniste est rarement payante.

Fondamentalement, nous ne menons pas une politique monétaire interventionniste. Notre tâche est de maintenir la stabilité du niveau des prix. Des écarts par rapport à notre stratégie axée sur le moyen terme paraissent parfois inévitables. Nous devons toutefois en payer le prix, sous forme généralement d'un renchérissement accru. A l'avenir, nous tiendrons davantage encore compte de cette leçon. J'espère que ceux qui nous adressent aujourd'hui des reproches ne nous ménageront pas leur soutien si, un jour, des appels sont de nouveau lancés pour que la Banque nationale infléchisse le cours de la politique monétaire dans un sens ou dans l'autre.

Dès l'été de 1988, nous avons perçu les risques inflationnistes engendrés par le cours un peu expansionniste de notre politique. C'est pourquoi nous sommes revenus à une politique monétaire axée strictement sur la stabilité et nous avons resserré les rênes monétaires au second semestre de 1988. Les signes indiquant que nous avions sous-estimé les dangers inflationnistes se sont multipliés pendant les premiers mois de

* Berne, le 27 avril 1990

1989. Des évolutions que nous ne pouvions prévoir au moment de la fixation de l'objectif monétaire pour 1989 ont renforcé la tendance à la hausse des prix. Sur les marchés des changes, le franc suisse a faibli au delà de ce qui peut être expliqué par la politique monétaire expansionniste des deux années précédentes. La forte hausse des taux d'intérêt à l'étranger et le jugement pessimiste porté sur les perspectives de la place financière suisse ont contribué à ce repli de notre monnaie. L'évolution sur les marchés des changes a engendré une augmentation des prix à l'importation et, partant, attisé l'inflation. Des effets analogues ont découlé de la vive hausse des prix de l'essence et du mazout.

Ces évolutions nous ont amenés, au printemps de 1989, à donner un nouveau tour de vis à notre politique. Les taux d'intérêt ont alors augmenté pour atteindre un niveau qui n'avait plus été observé depuis 1981. Nous n'avons cependant pas pu éviter le passage, au cours de 1989, à un taux de renchérissement d'environ 5%. Aujourd'hui, plusieurs indices montrent que notre politique monétaire restrictive commence à agir. L'inflation restera cependant à un niveau élevé pendant quelques mois encore. En mai, elle enregistrera de nouveau une hausse sensible, du fait que l'évolution des loyers des logements entrera, comme tous les six mois, dans l'indice des prix à la consommation. Mais la tendance à l'accélération du renchérissement devrait s'inverser définitivement vers la fin de l'année.

Sur les marchés des changes, le franc a marqué un redressement. Il a certes encore perdu du terrain, en automne de 1989, face aux monnaies du Système monétaire européen (SME). La situation semble toutefois s'être apaisée cette année. Vis-à-vis des monnaies du SME, le franc est néanmoins toujours sensiblement inférieur à ses niveaux de 1988.

La lutte contre l'inflation n'est pas encore gagnée, bien que nous soyons plus optimistes qu'il y a un an au sujet de l'évolution du niveau des prix. Les spécialistes de la conjoncture s'attendent à un ralentissement de la croissance de l'économie suisse. La surchauffe étant toujours très nette, nous n'avons pas d'autre choix que de poursuivre notre politique monétaire restrictive.

2. Temps de réaction à la politique monétaire – Raisons de la lenteur du mécanisme de transmission

Le cours restrictif de la politique monétaire n'influe qu'après un important laps de temps sur le niveau des prix, et nous devons nous en accommoder. En Suisse, l'expérience montre qu'il faut attendre deux à trois années avant qu'une modification de la politique monétaire ait des répercussions sur le niveau des prix. Quelles sont les raisons de ce long délai qui, en période d'inflation, met à l'épreuve la patience du public et de la Banque nationale ? Il y en a plusieurs et je n'en commenterai que trois :

- La première – sans doute la principale – vient de la manière avec laquelle les impulsions monétaires sont transmises à l'économie. Les taux d'intérêt constituent le chaînon le plus important du mécanisme de transmission. Si nous réduisons l'offre de monnaie, les taux d'intérêt augmentent en Suisse, d'où une hausse des coûts de financement. Les entreprises et les ménages sont alors incités à freiner leurs dépenses d'investissement et de consommation. La construction réagit tout particulièrement. En d'autres termes, la hausse des taux modère la croissance de la demande de biens et de services. Nous pouvons ainsi combattre le renchérissement. Bien évidemment, les entreprises et les ménages ne réagissent pas immédiatement à une augmentation des taux d'intérêt. Quand un projet d'investissement est en cours d'exécution, on ne peut tout simplement arrêter les travaux. Il est cependant préférable, dans une phase de hausse des taux, de reporter des projets d'investissement. L'activité commence donc à faiblir dans les branches les plus sensibles aux variations des taux d'intérêt, mais il faut encore du temps pour que les répercussions de la politique monétaire restrictive s'étendent également aux autres branches de l'économie.
- Les cours de change – deuxième raison du décalage avec lequel les prix réagissent à une modification de la politique monétaire – jouent eux aussi un rôle important dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. La hausse des taux d'intérêt accroît l'attrait des placements en Suisse, ce qui conduit à un raf-

fermissement du franc sur les marchés des changes et, partant, à une modération de l'augmentation des prix des biens importés. La revalorisation du franc contribue simultanément à freiner la demande étrangère de biens et de services suisses. Généralement, la politique monétaire restrictive influe plus rapidement sur les cours de change que sur la croissance réelle et le renchérissement. Mais, même la valeur extérieure du franc ne réagit que très lentement aux impulsions venant de la politique monétaire. Bien que nous ayons resserré les rênes monétaires en automne de 1988 déjà, notre monnaie a faibli graduellement jusqu'à la fin de 1989. Il ne faut cependant pas y voir une expérience nouvelle. Dans la phase inflationniste des années 1979 à 1981, le franc avait déjà eu un comportement semblable; sa tendance à la baisse s'était en effet maintenue longtemps, en dépit de la politique monétaire restrictive de la Banque nationale.

- Une troisième raison est due aux interventions de l'Etat dans le domaine des prix. Les prix administrés sont souvent adaptés avec beaucoup de retard à l'évolution générale du renchérissement. Mais, quand le mouvement d'adaptation se met en marche, nous sommes confrontés à des vagues de hausses massives. Ce problème est particulièrement frappant dans le domaine des loyers des logements. La législation contre les abus dans le secteur locatif a créé un lien étroit entre l'évolution des taux hypothécaires et celle des loyers. Les conséquences négatives de ce lien sont bien connues. Une réduction de l'offre de monnaie entraîne, à court terme, des effets carrément pervers sur le renchérissement. La hausse des taux hypothécaires, due à la politique monétaire restrictive, peut être répercutée sur les loyers, en vertu de la législation contre les abus dans le secteur locatif. Aussi les loyers augmentent-ils chaque fois que nous resserrons les rênes monétaires. Les effets de notre politique ne sont cependant pas jugulés par ce mécanisme de répercussion. Tôt ou tard, le cours restrictif conduit à une modération du renchérissement, en dépit de la hausse des loyers. Le mécanisme de répercussion rend toutefois plus difficile la lutte contre le renchérissement. Il retarde l'adaptation du ni-

veau des prix à la politique monétaire restrictive.

De tels mécanismes existent aussi dans d'autres domaines que la protection des locataires. L'accélération du renchérissement conduit généralement à une augmentation des salaires nominaux. Les entreprises s'efforcent alors de répercuter l'accroissement des coûts salariaux sur les prix. Le manège inflationniste se met ainsi à tourner. Le danger de voir apparaître une escalade des prix et des salaires n'est toutefois pas aussi grand qu'on l'imagine souvent. Si nous maintenons le degré de rigueur de notre politique, les possibilités de répercuter les hausses de salaires sur les consommateurs sont restreintes. La politique monétaire restrictive réduit en effet la demande de biens et de services. Les entreprises qui adaptent leurs prix courent donc le risque de ne plus pouvoir écouler leurs produits. Elles suivent une stratégie qui peut aller à l'encontre de leurs intérêts. Si la production diminue, l'emploi marquera lui aussi un repli, d'où le danger d'une augmentation du chômage.

Souvent, dans le passé, les prix administrés suivaient avec retard l'évolution générale du renchérissement. Je ne suis pas sûr que ce problème joue aujourd'hui encore un rôle important. Ainsi, le relèvement des prix des produits agricoles, en février dernier, a permis d'adapter ce secteur avec une relative célérité à la hausse générale du niveau des prix.

Malheureusement, je ne connais aucune solution miracle pour réduire sensiblement le temps de freinage avec lequel opère la politique monétaire. Nous devons nous accommoder du fait, peu agréable, que la victoire contre le renchérissement ne peut être remportée du jour au lendemain. Dans certains domaines, notre politique agit plus rapidement qu'autrefois. Dans d'autres, le temps de freinage peut encore être réduit et il faut nous employer à le diminuer.

3. Aucune intervention directe sur les taux d'intérêt – Amélioration du mécanisme de transmission dans le domaine des loyers

La transmission des impulsions monétaires s'est

accélérée sur les marchés de l'argent et des capitaux. Plus les taux d'intérêt augmentent rapidement, plus le renchérissement réagit vite à la réduction de l'offre de monnaie. Notre influence sur le renchérissement – je ne le soulignerai jamais assez – passe par les taux d'intérêt. Il est par conséquent souhaitable que la flexibilité des rémunérations servies sur les marchés monétaire et financier soit aussi forte que possible. Les interventions étatiques dans le domaine des taux d'intérêt et les ententes cartellaires entre banques entravent la flexibilité des taux d'intérêt.

Pour cette raison, nous estimons que la formation des taux d'intérêt sur les marchés de l'argent et des capitaux doit être laissée au libre jeu des forces de l'offre et de la demande. Cela explique notre refus d'intervenir directement dans la formation des taux. Nous nous bornons à influencer sur leur évolution par la gestion de l'offre de monnaie. Il y a dix ans, nous avions à ce propos une autre attitude, et on nous le rappelle encore parfois. Pendant la phase inflationniste des années 1979 à 1981, nous avons soutenu les efforts pour détacher, au moins en partie, les taux hypothécaires de l'évolution générale des rémunérations. A cette fin, nous avons notamment retardé artificiellement la hausse des taux des bons de caisse, hausse qui était pourtant imposée par le marché. Les taux hypothécaires avaient été ainsi adaptés avec retard, ce qui avait allongé le temps de freinage de la politique monétaire restrictive que nous menions alors.

Nous ne voulons plus commettre cette erreur. Aussi, dans la seconde moitié de 1988, lors du resserrement des rênes monétaires, la Banque nationale s'est-elle abstenue d'intervenir dans le domaine des taux d'intérêt ou de tenter de faire pression sur les banques. Nous avons cependant constaté, avec satisfaction, que l'adaptation des taux hypothécaires à l'évolution du marché se faisait rapidement. Cette attitude libérale, j'en suis persuadé, sera payante. Etant donné les développements en Europe de l'Est et tout spécialement en Allemagne, il est aujourd'hui particulièrement difficile de se livrer à des prévisions, mais je crois que nous pourrions cette fois cueillir les fruits de notre politique restrictive plus rapidement que cela avait été le cas au début des années quatre-vingt.

Notre attitude libérale ne soulève pas un enthousiasme unanime. Les associations de propriétaires et de locataires nous reprochent de mener la lutte contre l'inflation sur leur dos. Ce reproche n'est pas justifié. Combattre l'inflation sans une hausse des taux d'intérêt serait, je le répète, voué à l'échec. Bon gré mal gré, nous devons tous supporter les coûts de la politique monétaire restrictive. Je ne vois pas pourquoi certaines couches de la population devraient être privilégiées grâce à des taux d'intérêt maintenus artificiellement bas. En fin de compte, nous avons tous intérêt à retrouver le plus vite possible la stabilité du niveau des prix. Un faible taux de renchérissement permet le retour à des taux d'intérêt bas, et ceux-ci ne sont pas réservés à certains milieux privilégiés; nous en profitons en effet tous.

Je suis conscient du fait que notre politique restrictive frappe de plein fouet de nombreux locataires. A la suite des récentes hausses de taux d'intérêt, les loyers ont augmenté irrésistiblement. Je voudrais cependant vous inviter à ne pas en tirer de conclusions hâtives. La transmission des impulsions monétaires ne doit pas obligatoirement passer par des canaux qui accablent les locataires. Les difficultés que ceux-ci subissent du fait des taux d'intérêt élevés ne sont pas inhérentes à la politique monétaire. Elles découlent de la législation adoptée en Suisse pour protéger les locataires. Comment le mécanisme de transmission pourrait-il être amélioré dans le domaine des loyers? Permettez-moi d'aborder cette question plus en détail.

En vertu des dispositions légales qui sont actuellement en vigueur, les locataires peuvent s'adresser à un tribunal pour demander la réduction de loyers qui leur paraissent abusivement élevés. Les critères d'abus sont précisés dans une ordonnance en cours de révision. Le projet qui a été établi – nouvelle ordonnance sur le bail à loyer et le bail à ferme des logements et des locaux commerciaux – prévoit que les hausses de taux hypothécaires pourront, comme cela est déjà le cas aujourd'hui, être répercutées en partie en tout cas sur les loyers. Le niveau des taux hypothécaires et le mode de calcul des loyers détermineront l'étendue de la répercussion possible; plus les taux hypothécaires seront élevés, plus les possibilités de répercuter les hausses seront ré-

duites. Ce principe existe déjà dans la réglementation actuelle. A l'avenir, la part pouvant être répercutée sera plus restreinte. De plus, seuls les propriétaires qui basent leurs loyers uniquement sur les coûts pourront, lors d'une hausse des taux hypothécaires, tenir compte dans les loyers de l'augmentation totale des charges sur le capital investi.

Par rapport à la réglementation actuelle, le projet d'ordonnance réduit les répercussions possibles sur les loyers. Nous nous réjouissons à l'idée de voir le lien entre les taux hypothécaires et les loyers partiellement brisé. Ainsi, les poussées de renchérissement qui sont engendrées, dans une première phase, par notre politique monétaire restrictive devraient devenir plus modérées. Le public pourrait dès lors abandonner la fausse impression qu'il a aujourd'hui de la politique monétaire restrictive et ne plus considérer celle-ci comme une arme émoussée qui, finalement, attise le renchérissement.

Le projet d'ordonnance ne résout cependant pas tous les problèmes que la protection des locataires engendre pour la politique monétaire. Les dispositions contre les abus dans le secteur locatif ont à nos yeux un grès inconvénient. Les loyers ne sont pas adaptés continuellement aux variations de l'offre et de la demande sur le marché des logements. Lorsque le renchérissement et les taux hypothécaires sont bas, ils se maintiennent au-dessous du niveau exigé par la demande sur le marché des logements. La statistique officielle des prix à la consommation sous-estime alors le renchérissement effectif. Nous pourrions par conséquent être amenés à donner un cours trop expansionniste à notre politique. Les loyers ne sont adaptés à l'évolution du marché qu'après l'accélération du renchérissement et la hausse des taux hypothécaires. En d'autres termes, l'adaptation des loyers aux modifications de l'offre et de la demande de logements est simplement retardée et non empêchée.

4. Le marché des logements sous l'influence de la rareté et du renchérissement des terrains à construire – Problèmes et solutions

Je ne suis pas certain que la nouvelle réglementa-

tion proposée garantisse l'adaptation des loyers à l'évolution du marché. Elle affaiblira, je l'ai déjà souligné, le lien à court terme entre les taux hypothécaires et les loyers. Mais la limitation des possibilités de répercussion pourrait amener les loyers – si les tribunaux continuent à se fonder principalement sur les taux hypothécaires – à s'écarter toujours plus du niveau qui assure l'équilibre entre l'offre et la demande de logements. A long terme, des loyers conformes au marché dépendent d'un grand nombre de facteurs qui influent sur l'offre et la demande. Les taux hypothécaires ne sont qu'un de ces facteurs. Le lien que les dispositions légales établissent entre les loyers et les taux hypothécaires ne devrait par conséquent pas aboutir à rendre impossible l'adaptation des loyers à l'évolution des autres facteurs déterminants.

La nouvelle réglementation proposée n'est pas conçue pour empêcher toute adaptation des loyers à l'évolution du marché. Fondamentalement, les propriétaires pourront toujours fixer des loyers conformes au marché, malgré la diminution des possibilités de répercussion. Il faudrait cependant que les tribunaux, dans l'examen des cas, accordent plus de poids que précédemment à d'autres critères. Je pense en particulier à ce qui est habituel dans la localité ou dans le quartier.

Il serait regrettable de voir la protection des locataires se transformer en un contrôle des loyers. La protection des locataires ne doit pas viser à maintenir artificiellement bas les loyers. Ceux-ci doivent être à un niveau conforme au marché. Si les prix sont maintenus artificiellement bas dans un secteur important comme celui du marché des logements, il en résulte une image faussée de l'évolution du renchérissement. L'inflation est refoulée, mais pas jugulée. Il y a aussi d'autres dangers. L'incitation à user avec parcimonie de l'espace habitable disponible disparaît. L'activité fléchit dans le secteur de la construction, et l'offre de logements diminue. La protection des locataires se retourne ainsi contre ceux qu'elle veut défendre.

Un plaidoyer pour des loyers conformes au marché ne rencontrera pas un écho favorable dans tous les milieux, j'en suis parfaitement conscient.

Les dépenses consacrées au logement augmentent sans cesse, et leur expansion ne s'explique pas uniquement par la demande. La répartition rigoureuse du territoire en zones contribue également à accroître le prix des terrains à construire et, partant, ceux des logements. Elle est nécessaire – qui en douterait ? – parce qu'elle protège la nature et les paysages contre une implantation anarchique des constructions. Une telle protection n'est toutefois pas gratuite. La répartition en zones réduit l'offre d'espaces à construire, ce qui pousse à la hausse le prix des terrains et le coût de la construction. Cette hausse pourrait être freinée par une meilleure utilisation des sols disponibles, c'est-à-dire par un net relèvement du taux d'occupation des sols. Cette mesure atténuerait les tensions sur le marché des logements, mais ne modifierait pas fondamentalement la situation. La même observation peut être faite au sujet de notre politique monétaire restrictive; celle-ci modère la hausse du prix des terrains, mais ne change rien au fait que le sol est un bien rare.

La forte croissance du prix des terrains se répercute tôt ou tard sur les loyers. Les prix de location des nouveaux appartements dépendent pour des raisons bien évidentes du coût actuel des terrains. Dans le cas des anciens logements, le lien entre le prix des terrains et les loyers n'est toutefois pas aussi direct. Si les prix sur le marché des logements sont déterminés essentiellement en fonction de l'offre et de la demande, les loyers des anciens logements s'alignent à la longue sur ceux des nouveaux logements. Pour les anciens logements, des loyers conformes au marché reflètent ainsi le prix actuel des terrains et non celui qui était courant au moment de la construction de l'immeuble. Les locataires ont donc à supporter entièrement la hausse du coût des terrains, même si leur logement est déjà ancien.

Qu'est-ce que cela signifie ? Des loyers conformes au marché, dans une phase de rareté croissante des terrains, entraînent des transferts de revenus des locataires aux propriétaires fonciers. Pour nombre de nos concitoyens, une telle redistribution des revenus est injuste. Pourquoi les propriétaires d'immeubles devraient-ils faire des profits sur le dos des locataires ? Ils ne fournissent aucune prestation économique supplémen-

taire qui correspond à la hausse du prix des terrains. Ils tirent profit uniquement du fait qu'ils possèdent un bien devenant de plus en plus rare. Ces transferts de revenus sont jugés tout particulièrement choquants quand la hausse du prix des terrains est due à des mesures étatiques. Je pense notamment aux modifications des plans de zone ou à des améliorations dans les moyens de communications.

Ceux qui préconisent des loyers conformes au marché doivent prendre au sérieux les effets que la hausse du prix des terrains entraîne sur la répartition des revenus. Ce problème ne peut être résolu aisément. Je doute cependant qu'une protection des locataires, qui vise à réduire artificiellement les loyers, soit la solution optimale. Il serait judicieux d'examiner d'autres possibilités. La redistribution des revenus qu'engendre l'augmentation du prix des terrains peut être corrigée notamment par des mesures fiscales.

D'autres problèmes qui résultent de l'affaiblissement du lien entre les loyers et les taux hypothécaires sont plus faciles à résoudre. A l'avenir, les propriétaires auront probablement à prendre à leur charge une plus grande part des risques liés aux modifications des taux hypothécaires. Ils ne pourront pas répercuter entièrement les hausses sur les locataires. La couverture de tels risques n'exige toutefois aucune intervention étatique. Elle est en effet une tâche du système bancaire, qui est aussi en mesure de la remplir. Ces dernières années, le marché hypothécaire a connu d'importants changements en Suisse. La concurrence s'y est intensifiée. Les banques ont élargi leur offre en introduisant des hypothèques à taux fixe et d'autres solutions. Le marché hypothécaire propose ainsi des possibilités de couverture aux propriétaires qui ne veulent pas assumer seuls le risque des modifications de taux d'intérêt.

5. La politique monétaire en 1990

La lutte contre l'inflation exige – mes propos le montrent – de la patience et de la ténacité. Nous n'avons pas d'autre choix que de maintenir notre politique monétaire résolument restrictive pour atteindre, à moyen terme, la stabilité du niveau

des prix. Des opérations coups-de-poing ne servent à rien. Nous devons veiller à ne pas perdre notre sang-froid et à ne pas réagir de façon irréfléchie, c'est-à-dire en renforçant exagérément le cours restrictif de notre politique.

La politique que nous menons actuellement s'inspire de ces principes. Pour conclure, permettez-moi de commenter le cours que nous avons donné à la politique monétaire ces derniers mois et que nous entendons suivre dans un avenir proche.

Nous avons fixé notre objectif monétaire pour 1990 sous forme d'une croissance de 2% de la monnaie centrale dessaisonnalisée. A notre avis, limiter à 2% l'augmentation de la monnaie centrale devrait permettre de stabiliser le niveau des prix dans la moyenne période. En 1989, nous n'avons pas atteint, et de loin, l'objectif monétaire de 2%, même si l'on fait abstraction des modifications de la demande de monnaie qui ont découlé de la révision des dispositions sur les liquidités bancaires et de l'introduction du système de paiements interbancaires SIC.

Etant donné l'accélération du renchérissement, il a fallu accentuer le cours restrictif de la politique monétaire. Nous n'avons cependant jamais perdu de vue la nécessité de ramener tôt ou tard la monnaie centrale sur le sentier de croissance de 2%. Nous aimerions éviter de réagir exagérément à l'accélération du renchérissement. En fixant pour 1990 un objectif de 2%, nous avons montré clairement notre intention de retrouver aussi rapidement que possible le rythme de croissance visé à moyen terme.

La monnaie centrale dessaisonnalisée a continué son mouvement de repli au premier trimestre de 1990. Elle évolue toujours au-dessous du sentier de croissance prévu. Par rapport au quatrième trimestre de 1989, elle a diminué en moyenne de 3,5% en taux annualisé. Ce recul ne signifie pas que nous avons abandonné notre intention de revenir à moyen terme au rythme de croissance de 2%. Il reflète le net tour de vis donné à notre politique l'an dernier. Le resserrement des rênes monétaires s'est traduit d'abord par une diminution des avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale. Quelques

mois plus tard, la croissance des billets en circulation a commencé à marquer un ralentissement. Cette réaction correspond largement à ce que nous avons observé lors des précédentes phases de lutte contre l'inflation. La hausse des taux d'intérêt, due au resserrement de l'offre de monnaie, freine après un certain temps la progression des billets en circulation. Les grosses coupures ne sont pas utilisées uniquement comme moyen de paiement; elles servent aussi à des fins de placement. Dans une phase d'augmentation des taux, les investisseurs sont incités à convertir leurs billets de banque en actifs rémunérés.

Les billets en circulation ont ainsi reculé au premier trimestre de 1990, comme au cours des mois précédents. Depuis le début de l'année, nous cherchons à maintenir à environ 3 milliards de francs le volume des avoirs en comptes de virements. C'est pourquoi la monnaie centrale évolue toujours au-dessous de l'objectif de 2%. Au cours des prochains mois, les billets en circulation devraient de nouveau augmenter, à condition toutefois que les taux d'intérêt ne montent plus en Suisse. Si nous voulions atteindre nos objectifs monétaires mensuels, nous devrions maintenant accroître fortement le volume des avoirs en comptes de virements. Dans quelques mois, nous serions toutefois obligés de le réduire de nouveau. Parallèlement à l'évolution des avoirs en comptes de virements, les taux à court terme baisseraient dans une première phase, puis se redresseraient de nouveau en été ou en automne de 1990.

Un tel repi temporaire des rémunérations n'est pas du tout souhaitable. Il donnerait l'impression d'un assouplissement du cours restrictif de la politique monétaire. Simultanément, nous risquons de provoquer un affaiblissement du franc suisse sur les marchés des changes. Nous ne sommes cependant pas disposés à accepter un nouvel effritement de notre monnaie. Par notre politique restrictive, nous visons maintenant à la fois la stabilisation du niveau des prix et la fermeté du franc sur les marchés des changes, soit deux objectifs qui, pour nous, sont actuellement des frères siamois. Pour ne pas compromettre la lutte contre l'inflation, nous devons éviter autant que possible des impulsions venant de l'exté-

rieur. Un mouvement de repli du franc engendrerait une hausse des prix des biens importés, ce qui attiserait de nouveau l'inflation sur une grande échelle et pourrait déclencher une dangereuse escalade des prix et des salaires.

Dans le domaine des avoirs en comptes de virements, nous avons aussi quelques soucis. Pour l'essentiel, les banques ont maintenant adapté leurs avoirs en comptes de virements aux nouvelles dispositions sur les liquidités et au système de paiements interbancaires SIC. De nombreux établissements gèrent cependant avec plus d'agressivité leurs encaisses. Quelques-uns recourent même à des méthodes pas très orthodoxes. L'observation des dispositions régissant la liquidité de caisse laisse semble-t-il un peu à désirer. 504 établissements sont soumis à ces dispositions. 18 banques ont annoncé une couverture

insuffisante au cours de 1988. L'an dernier, le nombre des violations a passé à 41. Pour nous, ces cas ne sont pas des peccadilles. Nous avons par conséquent demandé à la Commission fédérale des banques de dénoncer au Département fédéral des finances les établissements ayant violé à plusieurs reprises les dispositions légales dans ce domaine.

La lutte contre l'inflation exige patience et ténacité. Le difficile chemin qui mène à la stabilité du niveau des prix ne connaît pas de raccourcis faciles. En outre, nous devons nous accommoder du fait que des évolutions inattendues peuvent survenir à tout instant et remettre en question certains résultats. En dépit des difficultés que j'ai évoquées, je suis fermement convaincu que le jour où nous pourrons récolter les fruits de notre politique approche.

Umlaufgeschwindigkeit und Volatilität der Geldmenge M_1

von Andreas M. Fischer*

1. Einführung

Die Schweizerische Nationalbank verfolgt seit 1973 eine Geldmengenpolitik. Sie strebt dabei ein Wachstum der Notenbankgeldmenge auf mittlere Sicht an. Auf diese Weise versucht sie, das Preisniveau stabil zu halten. Obwohl sich die Nationalbank grundsätzlich am Ziel eines stabilen Preisniveaus orientiert, nimmt sie bei der Festlegung ihrer Geldpolitik auch auf andere Faktoren – insbesondere die Wechselkurslage – Rücksicht. Sie betrachtet daher ihre Geldmengenziele nicht als völlig starre Regeln, sondern weicht unter Umständen kurzfristig vom angekündigten Kurs ab (Rich 1987).

Das pragmatische Vorgehen der Nationalbank führte dazu, dass die Notenbankgeldmenge zeitweise stark um ihren längerfristigen Trend schwankt. Die Geldmenge M_1 bewegte sich in den letzten Jahren noch ausgeprägter als die Notenbankgeldmenge. Das in Grafik 1 dargestellte Volatilitätsmass illustriert diesen Sachverhalt. Die Grafik lässt gleichzeitig erkennen, dass Volatilität und Umlaufgeschwindigkeit von M_1 negativ miteinander korreliert sind. Eine vorhersehbare Umlaufgeschwindigkeit – anders ausgedrückt: eine stabile Geldnachfragefunktion – ist für die erfolgreiche Durchführung einer Geldmengenpolitik von zentraler Bedeutung. Der in Grafik 1 festgestellte Zusammenhang zwischen Umlaufgeschwindigkeit und Volatilität von M_1 wirft darum die Frage auf, ob von der Geldpolitik in der Schweiz destabilisierende Einflüsse auf Umlaufgeschwindigkeit und Geldnachfrage ausgingen. Die Frage müsste bejaht werden, wenn sich die von der Geldpolitik beeinflusste Volatilität der Geldmenge als eine wichtige Ursache der Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit erwiese. Ein massgeblicher Einfluss der Volatilität auf die Geldnachfrage würde für die schweizerische Geldpolitik bedeuten, dass der Forderung der Monetaristen nach einer Verstetigung des Geldmengenwachstums

(Brunner [1983] und Poole [1982]) vermehrtes Gewicht beizumessen wäre.

Friedman (1984) behauptete im Zusammenhang mit der Geldmengenpolitik, welche das amerikanische Federal Reserve Board 1979–82 führte, dass eine volatile Geldmengenentwicklung tatsächlich die Geldnachfrage und damit die Umlaufgeschwindigkeit beeinflusse. Während der genannten Periode stieg die Volatilität der amerikanischen Geldmenge stark an, die Geldnachfrage erhöhte sich, und die Umlaufgeschwindigkeit sank. Friedmans Hypothese deutet diese Entwicklung kausal: Eine kurzfristig sehr unstete Geldpolitik erhöht die Unsicherheit über die künftige Geldmengenentwicklung.¹ Je grösser diese Unsicherheit – gemessen an der Volatilität der Geldmenge – ist, desto höher fällt der Vermögensanteil aus, den Haushalte und Unternehmungen in Form von Geld statt von nicht liquiden Anlagen halten wollen. Da die Geldnachfrage somit bei höherer Volatilität der Geldmenge steigt, ergibt sich eine gegenläufige Beziehung zwischen Volatilität und Umlaufgeschwindigkeit.

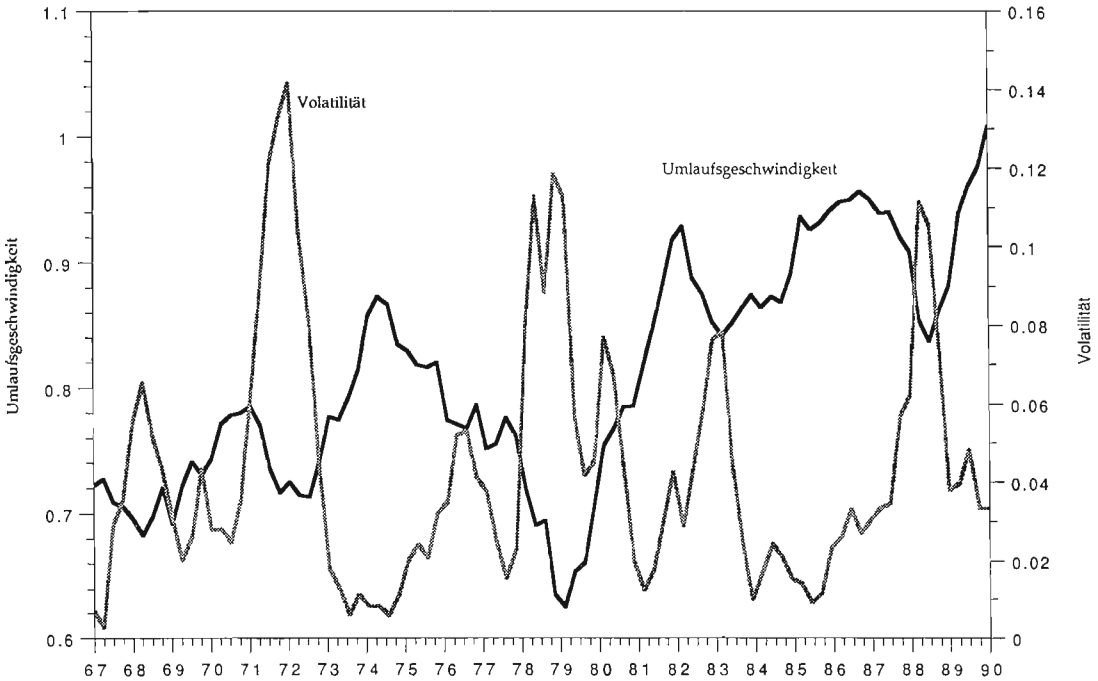
Für die Vereinigten Staaten überprüften Hall und Noble (1987) die Friedman-Hypothese. Aufgrund eines bivariaten Kausalitätstests nach Granger (1969) ermittelten sie die Volatilität der Geld-

¹ Andere Erklärungen besagen, dass die Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit auf Änderungen der traditionellen Bestimmungsvariablen der Geldnachfrage zurückgeführt werden können. Bei steigender Inflation wird beispielsweise auch die Umlaufgeschwindigkeit zunehmen, da in diesem Fall Geld weniger attraktiv ist als andere Vermögensanlagen (Judd und Scadding [1982] und Stone und Thornton [1987]).

Ein anderer Hauptgrund für Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit in den Vereinigten Staaten ist die Einführung neuer Finanzinstrumente. Voicker (1983) und Stone und Thornton (1987) behaupten, dass Finanzinnovationen die Nachfrage nach Sichteinlagen im Verhältnis zu anderen Vermögensanlagen erhöhten. In den Vereinigten Staaten sind beispielsweise die «NOW Accounts» (verzinsliche Sichteinlagen) ein Teil der Geldmenge M_1 . Dies bedeutet, dass die Umlaufgeschwindigkeit durch die neue Definition der Geldmenge verändert worden ist.

* Bereich Volkswirtschaft, Schweizerische Nationalbank

Grafik 1: Umlaufgeschwindigkeit und Volatilität



menge als wichtigen Bestimmungsgrund der Umlaufgeschwindigkeit. Weitere Untersuchungen von Brocato und Smith (1989) sowie von Mehra (1989) zeigten allerdings, dass dieses Ergebnis nicht gesichert ist; die Granger-Kausalitätstests führen nämlich je nach Spezifikation zu unterschiedlichen Resultaten.

Im vorliegenden Aufsatz wird die Friedman-Hypothese für die Schweiz untersucht. Dabei benutzen wir statt der in den USA verwendeten bivariaten Granger-Tests eine multivariate Spezifikation. Sie erlaubt, neben der Volatilität der Geldmenge auch andere, für die Erklärung der schweizerischen Umlaufgeschwindigkeit wichtige Einflussfaktoren wie Zinssätze und Wechselkurse (Rich [1987, 1990], Rich und Béguelin [1985]) in die Überprüfung einzubeziehen. Ein weiterer Test der Hypothese wird zudem im Rahmen einer Geldnachfragefunktion durchgeführt. Dabei wird geprüft, ob eine verbesserte Erklärung der schweizerischen Geldnachfrage resultiert, wenn die Volatilität der Geldmenge als zusätzlicher Einflussfaktor in die Gleichung miteinbezogen wird.

2. Granger-Tests

Um die Friedman-Hypothese in einem multivariaten Fall mit dem Granger-Test zu überprüfen, wird ein vektorautoregressives (VAR-)System spezifiziert,

$$\begin{bmatrix} \beta_{11}(L) & \beta_{12}(L) & \beta_{13}(L) \\ \beta_{21}(L) & \beta_{22}(L) & \beta_{23}(L) \\ \beta_{31}(L) & \beta_{32}(L) & \beta_{33}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} v_t \\ x_t \\ s_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \\ \mu_{3t} \end{bmatrix} \quad (1)$$

Darin bezeichnet v_t die Umlaufgeschwindigkeit von M_1 , x_t sind andere Variablen, μ_t ist ein normalverteilter Störterm, und s_t ist ein Mass für die Volatilität der Geldmengenwachstumsrate.

Um s_t zu modellieren, haben wir ein gleitendes Mittel benützt. Dies ist die am häufigsten verwendete Methode, um Unsicherheitsvariablen zu konstruieren (Gylfason [1981], Klein [1977], Pindyck [1984]). Gemäss dieser Methode wird die Volatilität (s_t) des Geldwachstums M_1 folgendermassen definiert:

$$s_t = k^{-1} \sum_{j=0}^{k-1} (\Delta M_{1,t-j} \Delta \rho_{t-j}^{M_1})^2, \quad (2)$$

$$\text{wobei } \Delta \rho_{t-j}^{M_1} = k^{-1} \sum_{i=0}^{k-1} \Delta M_{1,t-i}$$

In Gleichung (2) wird angenommen, dass alle Variablen stationär sind. Es gibt weder für diese Definition der Volatilität noch für die lineare Form von Gleichung (2) eine zwingende ökonomische Begründung. Unklarheiten bestehen auch bezüglich der Wahl der Verzögerungslängen k . Für M_1 stellt sich heraus, dass zwischen $k=4$ oder $k=8$ keine grossen Unterschiede bestehen, jedoch zwischen $k=2$ und $k=4$.²

Da wir uns nicht für die Rückwirkungen der Umlaufgeschwindigkeit auf die anderen Variablen des Systems interessieren, brauchen wir hier nicht das ganze VAR-System zu berücksichtigen. Um unsere Granger-Kausalitätstests durchzuführen, können wir es auf eine Gleichung reduzieren, nämlich auf

$$v_t = a_0 + \sum_{i=1}^p a_i v_{t-i} + \sum_{i=1}^r \gamma_i x_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_i s_{t-i} + \mu_{1t} \quad (3)$$

Granger-Kausalität heisst in unserem Falle folgendes: Wenn s_{t-k} kein Bestimmungsgrund für v_t ist – d. h., wenn s_{t-k} für $k > 0$ bezüglich v_t nicht kausal ist –, dann sind die beiden Wahrscheinlichkeitsdichtefunktionen $F(v_{t+k}|I_t)$ und $F(v_{t+k}|I_t - s_t)$ gleich (I_t bezeichnet jede verfügbare Information).³

Die Kausalität im Sinne Grangers wird mit einer F-Statistik unter der Nullhypothese, dass alle Koeffizienten der verzögerten Werte (s_t) in Gleichung (3) insignifikant ($\beta_i = 0$) sind, überprüft. Falls wir die Nullhypothese nicht verwerfen können, hat die Volatilität der Geldmenge keinen nachweisbaren Einfluss auf die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge.

Bekanntlich hängen die Resultate des Granger-Tests von der Wahl der Verzögerungslängen ab. Wenn diese zu kurz sind, verzerren sie die geschätzten Koeffizienten und führen zu irreführenden Ergebnissen. Wenn die Verzögerungen zu lange sind, sind die geschätzten Koeffizienten ineffizient. Aufgrund der Resultate einer ausführli-

chen Monte-Carlo-Untersuchung über Verzögerungslängen und Granger-Tests empfehlen Thornton und Batten (1985) das «Final Prediction Error»-Kriterium (FPE) zur Bestimmung der Länge der Verzögerungen.

3. Die empirischen Ergebnisse

Die Friedman-Hypothese wird anhand von Gleichung (3) mit Quartalsdaten für die Periode 1973:1–1989:4 überprüft. Die Elemente des Vektors x_t sind Preise (p), gemessen am Index der Konsumentenpreise, der Frankenkurs des Dollars (e) und der Dreimonatssatz für Eurofranken-Quartalsendwerte (i). Die Umlaufgeschwindigkeit (v_t) ist definiert als nominelles Bruttosozialprodukt dividiert durch die Geldmenge M_1 (Quartalsendwerte), die Volatilität von M_1 (s_t) ist in Gleichung (2) angegeben. Alle Variablen sind als Logarithmen ausgedrückt und mit Ausnahme der Zinsen und des Wechselkurses saisonbereinigt. Um die Länge der Verzögerungen zu bestimmen, haben wir das FPE-Kriterium verwendet.⁴ Die Gleichung wird in Differenzenform geschätzt. Die angegebenen F-Statistiken sind unter der Nullhypothese berechnet, dass alle Koeffizienten der verzögerten Werte (s_t) in Gleichung (3) insignifikant sind. In unseren Tests haben wir zwei verschiedene Werte für s_t verwendet: $s(2)_t$ mit $k=2$ und $s(4)_t$ mit $k=4$.

Die Resultate sind in Tabelle 1 zusammengestellt. Aufgrund der Granger-Tests mit den zusätzlichen Variablen Preise, Wechselkurs und Zinssatz kann die Friedman-Hypothese weder für $s(2)_t$ noch für $s(4)_t$ verworfen werden. Gleichzeitig

² Verschiedene Studien wie Engle (1983), Engle et al. (1987) und Domowitz und Hakkio (1985) haben Engles (1982) «Autoregressive Conditional Heteroskedasticity» (ARCH) Struktur gebraucht, um s_t zu modellieren. Unsere Ergebnisse deuten darauf hin, dass ein solcher Prozess für M_1 nicht stationär wäre.

³ Diese Definition basiert auf zwei wichtigen Annahmen (Granger und Newbold [1986]). Erstens kann die Zukunft die Vergangenheit nicht kausal bestimmen, und zweitens enthält die Informationsmenge I_t alle kausalen Variablen für v_t .

⁴ Im Falle von Gleichung (3) ist $FPE(p,r,q) = \min [(T+p+r+q+1)SSR/(T-p-q-r-1)T]$. SSR = «squared sum of residuals».

Tabelle 1: Granger-(Kausalitäts-)Tests der Gleichung (2) in Differenzenform

	Anzahl Beobachtungen	$s_t(2)$	$s_t(4)$
$x_t = \Delta i_t$	68	F(5,52) = 5.24** FPE(5,5,5)	F(5,55) = 4.34** FPE(5,2,5)
$x_t = \Delta p_t$	68	F(5,56) = 5.14** FPE(5,5,5)	F(5,57) = 2.75* FPE(5,0,5)
$x_t = \Delta e_t$	68	F(5,61) = 2.50 FPE(1,0,5)	F(5,60) = 2.76* FPE(2,0,5)

* signifikant auf dem 95%-Signifikanzniveau

** signifikant auf dem 99%-Signifikanzniveau

deuten die Ergebnisse darauf hin, dass die Inflationsrate und der Frankenkurs des Dollars keine wichtigen Bestimmungsfaktoren der Umlaufgeschwindigkeit sind. Gemäss dem FPE-Kriterium beeinflussen nämlich diese beiden Variablen unsere Granger-Tests und damit auch die Umlaufgeschwindigkeit kaum.

Um die Resultate der Kausalitätstests zu überprüfen, untersuchten wir die Friedman-Hypothese zusätzlich im Rahmen einer Geldnachfragefunktion. Falls die Volatilität der Geldmenge tatsächlich die Umlaufgeschwindigkeit beeinflusst, müsste sie einen signifikanten Beitrag zur Erklärung der Geldnachfrage liefern. Um dies zu überprüfen, gingen wir von der folgenden «Error correction»-Geldnachfragefunktion (Hendry [1985]) aus:⁵

$$\Delta(m-p)_t = -0.00727 - 0.03900\Delta i_t + 0.33464\Delta y_t \quad (4)$$

$$\quad \quad \quad (-1.34) \quad \quad (-10.39) \quad \quad (2.67)$$

$$-0.14233(m-p-.5y)_{t-1} - 0.02061i_{t-1}$$

$$\quad \quad \quad (-4.08) \quad \quad \quad (-4.38)$$

$$R^2 = 0.77 \quad \text{see} = 1.39\%$$

$$\text{AR}(4,51) = 1.60 \quad \text{ARCH}(4,47) = 0.58$$

$$\text{Norm}(2) = 6.58 \quad \text{White}(8,46) = 0.46$$

Schätzperiode: 1973:1–1989:4

Alle Variablen – der dreimonatige Euromarktzinssatz (i_t), das Realeinkommen (y_t) und der Fehlerkorrekturausdruck $(m-p-.5y)_{t-1}$ – sind hochsignifikant. Ihre t-Werte sind in Klammern angegeben. Zusätzlich haben wir einige Spezifikationstests durchgeführt. Die alternative Hypothese für vier-

periodige Autokorrelation (AR) ist verworfen. Die beiden Heteroskedastizitäts-Tests – der Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (ARCH) Test und Whites (1980) genereller Test – verworfen die Nullhypothese von Homoskedastizität nicht. Auch der Test für Normalverteilung der Residuen ist nicht verworfen.⁶

Anhand der Geldnachfragefunktion (4) überprüfen wir nun, ob Grafik 1 nur eine Korrelation darstellt oder ob die Volatilität der Geldmenge M_t tatsächlich die Umlaufgeschwindigkeit beeinflusst. Die Regression einschliesslich der Volatilität führt zu folgenden Ergebnissen:

$$\Delta(m-p)_t = \quad \quad \quad (5)$$

$$-0.00599 - 0.03855\Delta i_t + 0.32480\Delta y_t$$

$$\quad \quad \quad (-1.05) \quad \quad \quad (-9.36) \quad \quad \quad (2.52)$$

$$-0.14296(m-p-.5y)_{t-1} - 0.02171i_{t-1}$$

$$\quad \quad \quad (-4.09) \quad \quad \quad (-4.43)$$

$$+ 0.4197s(4)_{t-1} + 0.06801s(4)_{t-2} - 0.00567s(4)_{t-3}$$

$$\quad \quad \quad (0.30) \quad \quad \quad (0.64) \quad \quad \quad (-0.05)$$

$$-0.09939s(4)_{t-4}$$

$$\quad \quad \quad (-0.86)$$

$$R^2 = 0.78 \quad \text{see} = 1.42\%$$

$$\text{AR}(4,57) = 1.39 \quad \text{ARCH}(4,43) = 0.47$$

$$\text{Norm}(2) = 5.66 \quad \text{White}(8,46) = 0.51$$

Schätzperiode: 1973:1–1989:4

Die Volatilität $[s(4)_{t-i}, i=1, \dots, 4]$ ist in (5) nicht signifikant. Ein F-Test für fehlende Variablen ergibt als Resultat $F(4,59) = 0.44$. Damit wird die Friedman-Hypothese verworfen. Anders als in Gleichung (3) spielt die Volatilität keine wichtige Rolle bei der Bestimmung der Umlaufgeschwindigkeit und der Geldnachfrage.

Das Resultat der Granger-Kausalitätstests lässt sich also gemäss unserer zusätzlichen Überprüfung nicht aufrechterhalten. Worauf ist dies zu-

⁵ Diese Art Funktion wurde für die Schweiz in verschiedenen Versionen untersucht (Ettlin [1989], Héri und Kugler [1987]).

⁶ Alle Spezifikationstests folgen einer F-Verteilung, ausser dem Test für Normalität, der eine Chi-Quadrat-Verteilung aufweist. Weitere Erklärungen zu Gleichung (4) finden sich in Fischer (1990).

rückzuführen? Die durchgeführten Kausalitätstests leiden möglicherweise an zwei Mängeln. Erstens misst die Volatilität der Geldmenge der Friedman-Hypothese eigentlich die Unsicherheit über den künftigen Verlauf der Geldpolitik. Sie ist also eine Erwartungsvariable, und dies bedeutet, dass eine auf die Zukunft bezogene Grösse einen Einfluss auf gegenwärtige Werte ausübt (Carlstrom und Gamber [1989]). In einem solchen Fall ist die erste der beiden weiter oben angeführten Annahmen des Granger-Tests verletzt; er kann über eine solche Kausalitätsbeziehung nichts Gültiges aussagen. Zweitens bezieht sich der Granger-Kausalitätstest auf alle verfügbaren Informationen. Natürlich haben wir eine sehr beschränkte Informationsmenge benützt und nur ein paar Variablen der Geldnachfrage im ersten Moment ihrer Verteilung beachtet. Die Möglichkeit einer Fehlspezifikation kann deshalb nicht ausgeschlossen werden.

4. Schlussbemerkungen

Wir haben die Friedman-Hypothese, wonach die Volatilität der Geldmenge einen Einfluss auf die Umlaufgeschwindigkeit hat, am Beispiel der Schweiz mit Kausalitätstests untersucht. Wie in Hall und Noble (1987) für die USA fanden wir zwar durch Granger-Tests einen Einfluss der Volatilität auf die Umlaufgeschwindigkeit. Eine zusätzliche Überprüfung der Hypothese zeigte jedoch, dass die Volatilität der Geldmenge M_1 keinen signifikanten Beitrag zur Erklärung der Geldnachfrage leistet. Dieses Resultat spricht im Falle der Schweiz gegen die Friedman-Hypothese und zeigt, dass die schweizerische Umlaufgeschwindigkeit hauptsächlich von anderen Einflüssen abhängt.

Literatur

- Brocato, Joe und Kenneth L. Smith (1989), «Velocity and the Variability of Money Growth: Evidence from Granger-Causality Tests», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 21, 258–261.
- Brunner, Karl (1983), «Has Monetarism Failed?» *Cato Journal*, 3, 23–62.
- Carlstrom, Charles T. und Edward N. Gamber (1989), «Why We Don't Know Whether Money Causes Output», Federal Reserve of Cleveland, *Economic Review*, 15–34.
- Domowitz, Ian und Craig Hakkio (1985), «Conditional Variance and the Risk Premium in the Foreign Exchange Market», *Journal of International Economics*, 19, 47–66.
- Engle, Robert F. (1982), «Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of the U.K. Inflation», *Econometrica*, 50, 987–1008.
- (1983) «Estimates of the Variance of U.S. Inflation based upon the ARCH Model», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 15, 286–301.
- Engle, Robert, David M. Lillien und Russel P. Robins (1987), «Estimating Time Varying Risk Premia in the Term Structure: The ARCH-M Model», *Econometrica*, 55, 251–276.
- Ettlin, Franz (1989), «Der Schweizerische Notenumlauf 1962–1988: Resultate einer ökonomischen Untersuchung aufgrund des Fehler-Korrektur-Ansatzes», *Geld, Währung und Konjunktur*, 3, 257–268.
- Fischer, Andreas M. (1990), «Is Money Really Exogeneous? Testing for Weak Exogeneity in Money Demand», SNB, Zürich, Mimeo.
- Friedman, Milton (1984), «Lessons from the 1979–82 Monetary Policy Experiments», *The American Economic Review, Papers and Proceedings*, 74, 397–400.
- Granger, Clive W. J. (1969), «Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross Spectral Methodology», *Econometrica*, 37, 424–438.
- Granger, Clive W. J. und Paul Newbold (1986), *Forecasting Economic Time Series*, second edition, Orlando, Fla. Academic Press.
- Gylfason, T. (1981), «Interest Rates, Inflation and the aggregate Consumption Function», *Review of Economics and Statistics*, 63, 233–245.
- Hall, Thomas E. und Nicholas R. Noble (1987), «Velocity and the Variability of Money Growth: Evidence from Granger-Causality Tests», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 19, 112–116.
- Hendry, David F. (1985), «Monetary Economics Myth and Econometric Reality», *Oxford Economic Review*, 1, 72–83.
- Heri, Erwin und Peter Kugler (1987), «Kurzfristige Dynamik und langfristiges Gleichgewicht: Das Beispiel der Geldnachfrage Schweiz», Univ. Bern.
- Judd, John und John Scadding (1982), «The Search for a Stable Money Demand Function: A Survey of the Post-1973 Literature», *Journal of Economic Literature*, 20, 993–1023.
- Klein, B. (1977), «The Demand for Quality-Adjusted Cash Balances: Price Uncertainty in the U.S. Demand for Money Function», *Journal of Political Economy*, 85, 691–715.
- Mehra, Yash P. (1989), «Velocity and the Variability of Money Growth: Evidence from Granger-Causality Tests», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 21, 262–265.
- Pindyck, Robert S. (1984), «Risk, Inflation and the Stock Market», *American Economic Review*, 74, 335–351.
- Poole, William (1982), «Federal Reserve Operating Procedures», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 14, 575–596.
- Rich, Georg (1987), «Swiss and United States Monetary Policy: Has Monetarism Failed?» Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review*, 3–16.
- (1990) «Exchange Rate Management under Floating Exchange Rates: A Skeptical Swiss View», *Journal of Banking and Finance*, forthcoming.
- Rich, Georg und Jean-Pierre Béguelin (1985), «Swiss Monetary Policy in the 1970s and 1980s», *Monetary Policy and*

- Monetary Regimes*, Graduate School of Management University of Rochester, *Center for Research in Government Policy and Business*, CS-17.
- Stone, Courtney C. und Daniel L. Thornton (1987), «Solving the 1980s Velocity Puzzle: A Progress Report», Federal Reserve Bank of St. Louis, *Economic Review*, 5–23.
- Thornton, Daniel L. (1983), «Why Does Velocity Matter?» Federal Reserve Bank of St. Louis, *Economic Review*, 5–13.
- Thornton, Daniel L. und Dallas S. Batten (1985), «Lag-Length Selection and Tests of Granger Causality between Money and Income», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 17, 164–178.
- Volcker, Paul A. (1983), «Statement to Congress», *The Federal Reserve Bulletin*, March 167–174.
- White, Hal (1980), «A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity», *Econometrica*, 48, 817–838.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Beitrittsgesuch der Schweiz an den IWF und die Weltbank

Anfang Juni reichte der Bundesrat ein Gesuch um Mitgliedschaft der Schweiz beim IWF und bei der Weltbankgruppe ein. Dem Beitrittsgesuch waren eingehende exploratorische Gespräche, welche der Vorsteher des Eidgenössischen Finanzdepartements und der Präsident der Nationalbank in den Ländern der Zehnergruppe und in verschiedenen Entwicklungsländern führten, vorgegangen. Der IWF wird der Schweiz auf Grund einer Analyse ihrer Volkswirtschaft im Verlaufe dieses Jahres eine Quote (Kapitalanteil) vorschlagen, die auch die Mitentscheidungsrechte im IWF und bei der Weltbank massgeblich bestimmen würde. Auf Grund der Offerte des IWF wird der Bundesrat über das weitere Vorgehen entscheiden.

Rückzahlung des Überbrückungskredites an Polen

Im Februar 1990 hat Polen einen Überbrückungskredit, der Ende Dezember 1989 von den Währungsbehörden der Zehnergruppe, Spaniens und Österreichs gewährt worden war (vgl. Quartalsheft Nr. 1/1990), zurückbezahlt. Das Engagement der Nationalbank, die eine Substitutionszusage über 7,5 Mio. Dollar an den von der BIZ koordinierten Kreditbetrag geleistet hatte, ist damit erloschen.

Demande d'adhésion de la Suisse au FMI et à la Banque mondiale

Au début du mois de juin, le Conseil fédéral a présenté au Fonds monétaire international (FMI) et à la Banque mondiale une demande en vue de l'adhésion de la Suisse à ces institutions. Auparavant, le chef du Département fédéral des finances et le président de la Direction générale de la Banque nationale avaient eu des discussions exploratoires approfondies avec des représentants des pays du Groupe des Dix et de plusieurs pays en développement. Cette année encore, le FMI estimera à combien devrait s'élever la quote-part de la Suisse. La quote-part d'un pays est établie à partir d'une analyse de son économie; le poids qu'un pays joue au sein des organes du FMI et de la Banque mondiale dépend pour l'essentiel de sa quote-part. Lorsqu'il aura connaissance des modalités, le Conseil fédéral décidera de la suite à donner au projet.

Remboursement du crédit relais accordé à la Pologne

En février 1990, la Pologne a remboursé le crédit relais que les autorités monétaires des pays du Groupe des Dix, de l'Espagne et de l'Autriche avaient accordé à fin décembre 1989 (voir bulletin trimestriel no 1 / 1990). La participation de la Banque nationale – une promesse de substitution de 7,5 millions de dollars pour la part du crédit qui a été coordonnée par la BRI – est ainsi devenue caduque.

