
**Geld, Wahrung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 2
Juni / juin 1991**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	103
Sommaire	104
Sommario	105
Abstracts	106
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	107
Situation économique et monétaire	135
<hr/>	
Peter Gerber: Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 26. April 1991	163
Peter Gerber: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 26 avril 1991	165
<hr/>	
Markus Lusser: Generalversammlungsreferat vom 26. April 1991	167
Markus Lusser: Exposé à l'Assemblée générale du 26 avril 1991	172
<hr/>	
Monique Dubois, Georg Rich und Umberto Schwarz: Währungspolitische Aspekte eines Beitritts der Schweiz zum Internationalen Währungsfonds	177
Monique Dubois, Georg Rich et Umberto Schwarz: Aspects monétaires de l'adhésion de la Suisse au Fonds monétaire international	181
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	185
Chronique monétaire	185

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 107–133)

Im ersten Quartal 1991 verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum in den grossen Industrieländern weiter, wobei die konjunkturelle Abflachung durch den Golfkrieg zusätzlich verstärkt wurde. In den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien verschärfte sich die Rezession. Die französische und die italienische Wirtschaft stagnierte. Auch in Deutschland und Japan verlor die Hochkonjunktur etwas an Schwung. Infolge der konjunkturellen Abkühlung nahm die durchschnittliche Arbeitslosenquote der Industrieländer leicht zu. Dagegen bildete sich die Teuerung in den OECD-Ländern vor allem dank tieferer Erdölpreise deutlich zurück. Die OECD revidierte ihre Wachstumsprognose für 1991 nach unten; sie rechnet indessen damit, dass das konjunkturelle Wellental in der zweiten Jahreshälfte 1991 durchschritten werden wird. Nachdem die amerikanischen Währungsbehörden im Herbst 1990 ihren geldpolitischen Kurs gelockert hatten, gingen auch die britischen Währungsbehörden im ersten Quartal zu einer expansiveren Geldpolitik über. Dagegen behielten die deutsche und die japanische Zentralbank ihren restriktiven Kurs bei.

Zum ersten Mal seit Anfang 1983 ging das reale Bruttoinlandprodukt in der Schweiz im ersten Quartal gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal zurück. Während die Inlandnachfrage nur leicht abnahm, liess die ausländische Nachfrage deutlich nach. Die Teuerung blieb hoch. Der Landesindex der Konsumentenpreise erhöhte sich im ersten Quartal 1991 um 5,9%. Im Mai kletterten die Konsumentenpreise um 6,3%, nachdem im April die Teuerungsrate noch bei 5,9% verharrt hatte. Die Arbeitsmarktlage verschlechterte sich: Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote stieg auf 0,9%, und die Zahl der von Kurzarbeit betroffenen Arbeitskräfte nahm markant zu.

Die Nationalbank führt seit dem Spätsommer 1990 eine etwas weniger restriktive Geldpolitik. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stieg deshalb von durchschnittlich 28 800 Mio. im vierten Quartal 1990 auf 29 260 Mio. Franken im ersten Quartal 1991. Diese Zunahme spiegelte vor allem die Entwicklung des Notenumlaufs, der im ersten Quartal wieder zunahm, nachdem er während

rund zweier Jahre geschrumpft war. Für das zweite Quartal rechnet die Nationalbank mit einem durchschnittlichen Stand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 29,4 Mrd. Franken.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 163–164)

Der Präsident der Bankrates der Schweizerischen Nationalbank, Peter Gerber, ging in seiner Eröffnungsansprache auf die wirtschaftlichen Probleme in verschiedenen Ländern ein. Zu den schon länger bestehenden Strukturproblemen der Weltwirtschaft, wie die Überschuldung vieler Entwicklungsländer, die Probleme des internationalen Handels und das erst wenig reduzierte Leistungsbilanzdefizit der USA, stellt sich nun zusätzlich eine weltweite Abschwächung der Konjunktur ein. Auch in der Schweiz beruhigt sich das konjunkturelle Klima. Eine solche Beruhigung bildet aber die Voraussetzung, die Preisstabilität zurückzugewinnen. Der Präsident der Schweizerischen Nationalbank, Markus Lusser, erläuterte in seinem Referat die Strategie der Nationalbank, das Ziel des stabilen Preisniveaus zu erreichen. Wäre die Teuerungsbekämpfung mit der Fixierung des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark oder dem ECU erfolgreicher gewesen? Der Referent betont, dass auch ein fixer Wechselkurs keine Garantie bietet für eine elegante Umschiffung aller geldpolitischen Klippen, die gegenwärtig die Bekämpfung der Teuerung erschweren.

Währungspolitische Aspekte eines Beitritts der Schweiz zum Internationalen Währungsfonds (S. 177–180)

Der Bundesrat hat dem Parlament Mitte Mai den Beitritt zu den Institutionen von Bretton Woods, d.h. dem Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Weltbankgruppe, vorgeschlagen. Für die Nationalbank steht der Beitritt zum IWF wegen seiner währungspolitischen Bedeutung im Vordergrund. Als stark auslandorientiertes Land profitiert die Schweiz im besonderem Masse von stabilen Währungsverhältnissen. Diesem Vorteil sind die Kosten eines Beitritts zum IWF gegenüberzustellen, welche in Form von Ertragseinbussen auf den Währungsreserven anfallen.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 135–162)

Au premier trimestre de 1991, le ralentissement de la croissance économique a continué dans les grands pays industrialisés, la guerre du Golfe ayant accentué l'affaiblissement de la conjoncture. La récession s'est aggravé aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Les économies française et italienne ont stagné, alors que la haute conjoncture a perdu un peu de sa vigueur en Allemagne et au Japon. Du fait de la conjoncture moins bonne, le taux moyen de chômage a augmenté légèrement dans les pays industrialisés. En revanche, le renchérissement a diminué nettement dans la zone de l'OCDE, grâce principalement au recul des prix pétroliers. L'OCDE a révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour l'année 1991. Elle s'attend toutefois à ce que la conjoncture franchisse le creux de la vague dans la seconde moitié de 1991. Les autorités monétaires britanniques ont assoupli leur politique au premier trimestre. Aux Etats-Unis, les rênes monétaires avaient déjà été relâchées en automne 1990. Quant aux banques centrales allemande et japonaise, elles ont maintenu le cours restrictif de leur politique.

En Suisse, le produit intérieur brut réel était inférieur, au premier trimestre, à son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Un tel repli n'avait plus été enregistré depuis le début de 1983. La demande intérieure n'a faibli que légèrement, mais la demande étrangère a diminué nettement. Le renchérissement est resté élevé. Au premier trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5,9% le niveau observé un an auparavant. Sur le marché du travail, la situation s'est détériorée: après correction des variations saisonnières, le taux de chômage a augmenté à 0,9% et le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail s'est accru sensiblement.

Depuis la fin de l'été 1990, la Banque nationale mène une politique un peu moins restrictive. Aussi la monnaie centrale dessaisonnalisée a-t-elle progressé légèrement. L'évolution des billets en circulation a joué un rôle primordial dans cette progression. Après avoir diminué pendant deux ans environ, les billets en circulation ont

augmenté au premier trimestre. Pour le deuxième trimestre de 1991, la Banque nationale table sur un volume de monnaie centrale dessaisonnalisée de 29,4 milliards de francs en moyenne.

Assemblée générale des actionnaires (p. 165–166)

Dans son allocution d'ouverture, M. Peter Gerber, président du Conseil de banque de la Banque nationale suisse, a fait un tour d'horizon des problèmes économiques. L'économie mondiale, confrontée depuis un certain temps déjà à des problèmes structurels – endettement des pays en développement, problèmes du commerce international, déficit persistant de la balance courante des Etats-Unis –, doit faire face également à un affaiblissement de la conjoncture. En Suisse aussi, la conjoncture marque un ralentissement. Une telle modération de l'activité économique est nécessaire au rétablissement de la stabilité des prix. M. Markus Lusser, président de la Direction générale, a commenté dans son exposé la stratégie que suit la Banque nationale pour atteindre son objectif, à savoir un niveau des prix stable. Aurions-nous eu un renchérissement moins élevé si le franc avait été rattaché au mark allemand ou à l'Ecu? Le conférencier relève qu'un système de cours fixes ne garantit pas, lui non plus, une navigation aisée, se jouant de tous les écueils qui compliquent notre lutte contre l'inflation.

Aspects monétaires de l'adhésion de la Suisse au FMI (p. 161–184)

A la mi-mai, le Conseil fédéral a demandé aux Chambres d'approuver l'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods, soit au Fonds monétaire international (FMI) et au Groupe de la Banque mondiale. Pour la Banque nationale, le FMI est l'institution la plus importante, étant donné son rôle sur le plan monétaire. Du fait des liens économiques étroits qu'elle entretient avec l'étranger, la Suisse ne peut tirer que de substantiels avantages d'un ordre monétaire stable. Les avantages doivent être comparés au coût d'une adhésion au FMI, coût qui consistera en une diminution des recettes tirées des réserves monétaires.

Sommario

Situazione economica e monetaria

(p. 107–162)

Durante il primo trimestre del 1991, il rallentamento della crescita economica è proseguito nei principali paesi industrializzati, la guerra del Golfo avendo accresciuto l'indebolimento congiunturale. La recessione si è accentuata negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In Francia e in Italia l'economia ha accusato un ristagno, mentre l'alta congiuntura conosciuta in Germania e in Giappone ha in parte perso del suo vigore. Il clima congiunturale meno favorevole ha provocato un leggero aumento del tasso medio di disoccupazione nei paesi industrializzati. È per contro nettamente diminuito il rincaro nei paesi dell'OCSE, soprattutto in seguito alla diminuzione dei prezzi del petrolio. L'OCSE ha corretto al ribasso le proprie previsioni di crescita per il 1991 ma si aspetta tuttavia che la congiuntura superi il punto più basso nella seconda metà del 1991. Le autorità monetarie britanniche hanno reso più espansiva la loro politica durante il primo trimestre. Negli Stati Uniti, la politica monetaria era già stata allentata nell'autunno del 1990. La banca centrale tedesca e quella giapponese hanno invece mantenuto il corso restrittivo della loro politica.

In Svizzera, per la prima volta dall'inizio del 1983, il prodotto interno lordo reale è stato inferiore, nel primo trimestre, al livello registrato nel periodo corrispondente dell'anno precedente. La domanda interna è diminuita solo in modo leggero, mentre quella estera è nettamente calata. Il rincaro è rimasto elevato. Nel primo trimestre, l'indice dei prezzi al consumo superava del 5,9% il livello registrato un anno prima. La situazione sul mercato del lavoro si è degradata: dopo la correzione delle variazioni stagionali, il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 0,9% e il numero delle persone toccate da riduzioni dell'orario di lavoro è in sensibile aumento. Dalla fine dell'estate del 1990, la Banca nazionale conduce una politica un po' meno restrittiva. Di conseguenza la base monetaria destagionalizzata è leggermente aumentata. L'evoluzione dei biglietti in circolazione ha svolto un ruolo determinante in questa progressione. Dopo una diminuzione negli ultimi due anni, i biglietti in circolazione sono aumentati

durante il primo trimestre. Per il secondo trimestre del 1991, la Banca nazionale conta su un volume medio di base monetaria destagionalizzata di 29,4 miliardi di franchi.

Assemblea generale degli azionisti

(p. 163–166)

Nel suo discorso introduttivo, il presidente del Consiglio di banca della Banca nazionale svizzera, Peter Gerber, ha fatto un giro d'orizzonte dei problemi economici. L'economia mondiale, che da tempo incontra problemi di natura strutturale – indebitamento dei paesi in via di sviluppo, problemi inerenti il commercio internazionale, persistente deficit del bilancio corrente degli Stati Uniti –, deve inoltre far fronte a un indebolimento della congiuntura. Anche in Svizzera la congiuntura si trova in una fase di rallentamento. Questa moderazione dell'attività economica è d'altronde necessaria per poter ritornare alla stabilità del livello dei prezzi. Il presidente della Direzione generale, Markus Lusser, ha commentato nel suo discorso la strategia messa in atto dalla Banca nazionale allo scopo di raggiungere l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Il rincaro sarebbe forse stato meno marcato se il franco fosse stato ancorato al marco tedesco o all'ECU? Il conferenziere ha fatto notare che neppure un sistema di cambi fissi può garantire una navigazione tranquilla, al riparo da tutti gli scogli che incontra attualmente la nostra lotta contro l'inflazione.

Aspetti monetari dell'adesione della Svizzera al FMI (p. 177–184)

A metà maggio, il Consiglio federale ha chiesto alle Camere di approvare l'adesione della Svizzera alle istituzioni di Bretton Woods, ossia al Fondo monetario internazionale (FMI) e al Gruppo della Banca mondiale. Il FMI è considerato dalla Banca nazionale l'istituzione di maggiore importanza visto il ruolo che svolge su piano monetario. Per gli stretti legami economici che intrattiene con l'estero, la Svizzera non può che trarre importanti vantaggi da un ordine monetario stabile. I vantaggi devono essere confrontati con il costo dell'adesione al FMI, che consisterà in una diminuzione degli introiti provenienti dalle riserve monetarie.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 107–162)

Economic growth continued to slow down in the major industrialised countries during the first quarter of 1991, a development that was exacerbated by the war in the Gulf. In the United States and in Britain the recession deepened. The French and Italian economies stagnated, and in Germany and Japan the boom also lost some of its momentum. In the industrialised countries the cooling of the economic climate led to a slight rise in average unemployment levels. The OECD countries, on the other hand, witnessed a marked decline in inflation brought about mainly by lower oil prices. The OECD effected a downward adjustment of its growth forecast for 1991; however, it expects the trough of the economic setback to be passed in the second half of 1991. In the first quarter of the year the British monetary authorities pursued a more expansionary policy, following in the footsteps of the US monetary authorities, which had already eased the monetary reins in autumn 1990. The German and Japanese central banks, by contrast, adhered to their restrictive course.

For the first time since the beginning of 1983 real gross domestic product in Switzerland declined from the year-back level in the first quarter of 1991. While domestic demand receded only slightly, foreign demand fell conspicuously. Inflation remained high. The national consumer price index rose by 5.9% in the first quarter. In May consumer prices spiralled by 6.3% after inflation had still stood at 5.9% in April. The situation in the labour market deteriorated: the seasonally-adjusted unemployment figure moved up to 0.9%, while the number of persons on short-time work increased markedly.

Since late summer of 1990 the Swiss National Bank has been pursuing a somewhat less restrictive monetary policy. The seasonally-adjusted monetary base accordingly expanded from an average of Sfr 28,800 million in the fourth quarter of 1990 to Sfr 29,260 million in the first quarter of 1991. This increase reflected mainly the development in note circulation, which picked up once more in the first quarter after having contracted

for about two years running. In the second quarter of 1991 the Swiss National Bank anticipates an average level of the seasonally-adjusted monetary base of Sfr 29.4 billion.

General Meeting of Shareholders (pp. 163–166)

In his opening speech the President of the Bank Council of the Swiss National Bank, Peter Gerber, dealt with the economic problems of various countries. Structural problems such as the indebtedness of numerous less developed countries, the problems of international trade and the only inconsiderably lower US current account deficit have been afflicting the world economy for some time. To these are now added a worldwide slackening of economic activity. In Switzerland, too, the economic climate is cooling. Such a slow-down is, however, indispensable for regaining price stability. In his address the Chairman of the Governing Board, Markus Lusser, expounded the strategy pursued by the Swiss National Bank to achieve its goal of a stable price level. Would the battle against inflation have been more successful if the Swiss franc had a fixed exchange rate against the D-mark or the ECU? The speaker emphasises that not even a fixed exchange rate is a guarantee that all the monetary obstacles currently complicating the fight against inflation can be easily circumvented.

Monetary policy aspects of Switzerland's entry to the International Monetary Fund (pp. 177–184)

In mid-May the Federal Council submitted a motion in parliament for Switzerland's entry to the Bretton Woods institutions, i.e. the International Monetary Fund (IMF) and the World Bank group. Because of the implications for monetary policy the Swiss National Bank attaches particular importance to accession to the IMF. As a strongly internationally-oriented country Switzerland derives considerable benefits from stable monetary conditions. The costs of IMF membership in the form of lost earnings on monetary reserves must be weighed against this advantage.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 7. Juni 1991*

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

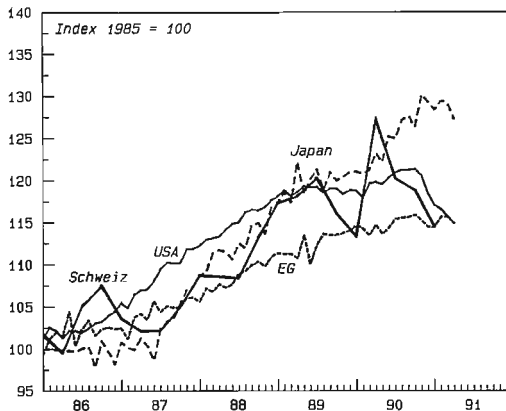
1. Ausland

Konjunkturentwicklung

Im ersten Quartal 1991 verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum in den grossen Industrieländern weiter, wobei die konjunkturelle Abschwächung durch den Golfkrieg verstärkt wurde. Besonders betroffen war vor allem der internationale Reiseverkehr. Im OECD-Raum blieben die ausgeprägten konjunkturellen Unterschiede zwischen den angelsächsischen Ländern sowie Deutschland und Japan bestehen. Während sich die Rezession in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien verschärfte, expandierten die deutsche und die japanische Wirtschaft weiter. Die Hochkonjunktur verlor jedoch auch in diesen beiden Ländern etwas an Schwung. Bei einer noch immer kräftigen Binnennachfrage verringerte sich in Deutschland das Wachstum der Auslandnachfrage, während in Japan die Binnennachfrage zurückging. In Frankreich und Italien setzten sich die Stagnationstendenzen, die sich bereits im zweiten Halbjahr 1990 abgezeichnet hatten, fort.

Die Beendigung des Golfkrieges Ende Februar beseitigte zwar einige Unsicherheiten, welche die wirtschaftliche Aktivität der Industrieländer seit dem Ausbruch der Golfkrise im Sommer 1990 zusätzlich gehemmt hatten. Dies dürfte jedoch nicht genügen, um die Wachstumsflaute, die inzwischen viele Industrieländer erfasst hat, auszugleichen. Gemäss OECD wird das reale Brutto-sozialprodukt ihrer Mitgliedsländer im Jahre 1991 lediglich um durchschnittlich 1% steigen, nachdem ursprünglich ein Zuwachs von 2,1% prognostiziert worden war. Die OECD rechnet jedoch

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

damit, dass das konjunkturelle Wellental im zweiten Halbjahr 1991 durchschritten und das Wachstum im Jahre 1992 wieder deutlich stärker ausfallen wird.

Die konjunkturelle Abflachung liess die durchschnittliche Arbeitslosenquote der OECD-Länder von 6,3% im Dezember 1990 auf 6,8% im März ansteigen. Am stärksten nahm die Zahl der Arbeitslosen in Grossbritannien und in den Vereinigten Staaten zu. Mit der Ausnahme Japans wiesen auch die übrigen grossen Industrieländer eine leicht höhere Arbeitslosigkeit aus.

Die durchschnittliche Inflationsrate der OECD-Länder bildete sich im ersten Quartal weiter zurück. Im März betrug sie noch 6,3%, gegenüber 7,2% im Dezember des vergangenen Jahres. Zur Teuerungsentspannung trugen insbesondere die nach Mitte Januar stark nachlassenden Erdölpreise bei. Ende März lag der Erdölpreis bei 20 Dollar pro Barrel, nachdem er im September 1990 auf rund 33 Dollar pro Barrel gestiegen war.

* Der Bericht wurde Mitte Mai abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Februar, März und April 1991 bekannt wurden.

Wirtschaftspolitik

Die konjunkturelle Abschwächung veranlasste die amerikanischen Währungsbehörden, ihre Geldpolitik im ersten Quartal weiter zu lockern. Die Federal Funds Rate wurde erneut zurückgenommen und der offizielle Diskontsatz bis Ende April in zwei Schritten auf 5,5% herabgesetzt. Aus den gleichen Gründen wie das Federal Reserve Board lockerten auch die britischen Währungsbehörden ihre straffen geldpolitischen Zügel, so dass die Banken ihren Basissatz zwischen Februar und April schrittweise auf 12,0% zurücknahmen. Demgegenüber hielten die deutschen und die japanischen Währungsbehörden an ihrer restriktiven Geldpolitik fest, da sie das Risiko einer Zunahme der Inflation immer noch als hoch einschätzten. Nachdem die Deutsche Bundesbank den Diskont- und Lombardsatz Anfang Februar erneut um einen halben Prozentpunkt auf 6,5% bzw. 9,0% heraufgesetzt hatte, stabilisierten sich die kurzfristigen Zinssätze. In Japan erhöhten sie sich dagegen nochmals leicht. Angesichts der tiefen Teuerung und der konjunkturellen Abschwächung senkte die Banque de France ihren Interventionsatz am Geldmarkt um einen Viertelprozentpunkt auf 9,0%. Auch die italienische Zentralbank lockerte ihre Geldpolitik. Die kurzfristigen Sätze bildeten sich zurück, und der offizielle Diskontsatz wurde Mitte Mai um einen halben Prozentpunkt auf 11,5% herabgesetzt.

Infolge der konjunkturellen Abschwächung verschlechterten sich die Staatsfinanzen insbesondere in den angelsächsischen Ländern. In den Vereinigten Staaten dürften die Einnahmen gemäss ersten Schätzungen konjunkturbedingt hinter den Voraussagen zurückbleiben, so dass das Haushaltsdefizit im Fiskaljahr 1990/91 höher ausfallen wird, als ursprünglich erwartet worden war. Die britische Regierung rechnet in ihrem Vorschlag für das Fiskaljahr 1991/92 wieder mit einem Defizit, nachdem der Staatshaushalt seit 1986/87 stets Überschüsse ausgewiesen hatte. Zur Stützung der Konjunktur wurde die Körperschaftsteuer herabgesetzt. In Deutschland treten am 1. Juli bedeutende Steuererhöhungen zur Finanzierung der Aufbauarbeit in den neuen Bundesländern in Kraft. Damit soll der Anstieg des Defizits begrenzt werden. In Frankreich wurden im

ersten Quartal die Staatsausgaben für 1991 leicht gekürzt, um eine Zunahme des Budgetfehlbetrags zu verhindern.

Devisenmarkt

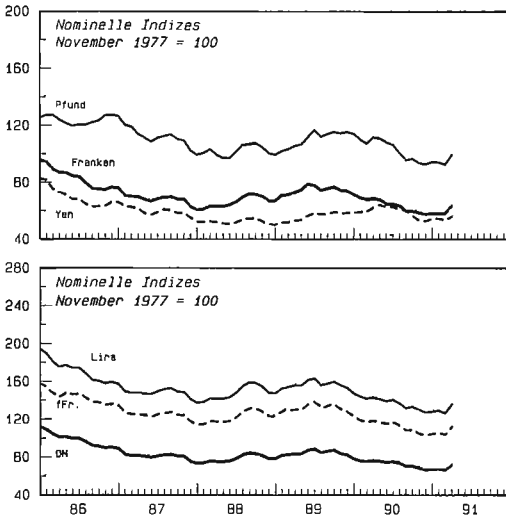
Die Beendigung des Golfkrieges stärkte den amerikanischen Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen. Von Februar bis Mai 1991 stieg der Dollarkurs gegenüber dem japanischen Yen um 5,5% und gegenüber den Währungen des Europäischen Währungs-Systems (EWS) zwischen 15,2% und 19,0%. Die Währungsbehörden intervenierten mehrmals an den Devisenmärkten, um den Kursanstieg des Dollars zu bremsen. Der Schweizer Franken verlor gegenüber dem Dollar im gleichen Zeitraum um 19,0% an Wert. Die täglichen Kursschwankungen des Dollars stiegen in den vier Monaten von Februar bis Mai 1991 auf mehr als das Doppelte der vorangegangenen vier Monate.

Trotz der Höherbewertung lag der Wert des amerikanischen Dollars zwischen Februar und Mai 1991 immer noch unter seinem entsprechenden Vorjahresniveau. Der Rückgang betrug zwischen 2,8% und 10,0% gegenüber den Währungen des EWS, 6,4% gegenüber dem Schweizer Franken und 11,2% gegenüber dem japanischen Yen.

Auf handelsgewichteter Basis verlor der Dollar im ersten Quartal 1991 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode nominal um 6,2% und real um 6,5% an Wert. Demgegenüber gewann der Yen nominal um 7,4% und real um 3,6% an Wert. Auf handelsgewichteter Basis wertete sich die D-Mark nominal um 1,4% auf, hingegen real um 1,5% ab. Der Schweizer Franken lag über dem entsprechenden Vorjahresstand (nominal um 4,2% und real um 6,3%).

Innerhalb des EWS entstanden zeitweise beträchtliche Spannungen, da insbesondere der französische Franken gegenüber der spanischen Peseta unter Abwertungsdruck geriet. Die Zentralbanken Spaniens und Frankreichs mussten deshalb zwischen Februar und Mai in erheblichem Umfang auf den Devisenmärkten intervenieren, um ihre Währungen innerhalb der Bandbreite des EWS zu halten.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Internationale Wirtschafts- und Währungsfragen

Der Gouverneursrat des Internationalen Währungsfonds (IWF) stimmte im April dem Beitritt der Schweiz zum IWF bei und räumte der Schweiz einen Kapitalanteil (Quote) in Höhe von 1,7 Mrd. Sonderziehungsrechten (SZR) ein (März 1991: 1 SZR = 1,91 Fr.). Der schweizerische Kapitalanteil soll im Rahmen der neunten Quotenrevision, die eine generelle Erhöhung des Kapitals des IWF um 50% vorsieht und bis Ende Jahr ratifiziert werden dürfte, auf 2,47 Mrd. SZR erhöht werden. Der Gouverneursrat der Weltbank wird seinerseits im Juni über den schweizerischen Beitritt zur Weltbankgruppe beschliessen. Inzwischen verabschiedete der Bundesrat die Botschaft über den Beitritt der Schweiz zu den Institutionen von Bretton Woods. Der Ständerat wird darüber in der Sommersession beraten. Der Bund wird den Kapitalanteil an der Weltbankgruppe, d.h. der Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (Weltbank) sowie ihren beiden Schwesterorganisationen, der Internationalen Finanz-Corporation (IFC) und der Internationalen Entwicklungsorganisation (IDA), finanzieren. Die der Weltbank eingeräumten Kreditzusagen belaufen sich auf 3,32 Mrd. Dollar bzw. 4,99 Mrd. Franken (zu Märzkursen). Die

Schweizerische Nationalbank übernimmt dagegen den mit dem Beitritt zum IWF verbundenen finanziellen Beitrag in Höhe von rund 2,47 SZR bzw. 4,73 Mrd. Franken. Knapp ein Viertel dieser Summe ist in Fremdwährungen aufzubringen; für den restlichen Teil sind auf Schweizer Franken lautende, nicht handelbare und unverzinsliche Schuldverschreibungen zu hinterlegen, auf die der IWF im Bedarfsfall ziehen kann. Die Kapitalbeteiligung am IWF kommt einer Umschichtung von Währungsreserven gleich. Dabei können Kosten in Form von Ertragseinbussen entstehen. Der Entwurf des Bundesgesetzes über die Mitwirkung der Schweiz an den Institutionen von Bretton Woods sieht vor, dass der Bundesrat in der Durchführung der Mitgliedschaft beim IWF mit der Nationalbank zusammenarbeitet und die schweizerischen Vertreter beim IWF im Einvernehmen mit der Nationalbank bezeichnet.

In den ersten Monaten dieses Jahres gewährte der IWF allen osteuropäischen Ländern mit Ausnahme der Sowjetunion, Jugoslawiens und Albaniens umfangreiche Kredite. Die gesamte für 1991 geplante Finanzierungshilfe beträgt 5 Mrd. Dollar; dies entspricht einem Viertel des vom IWF auf insgesamt rund 20 Mrd. Dollar geschätzten Finanzbedarfs dieser Länder. Die Kreditgewährung erfolgte im Falle Polens und Ungarns in Form der längerfristigen Erweiterten Finanzierungsfazilität (Extended Financing Facility) und im Falle der Tschechoslowakei, Bulgariens und Rumäniens in Form von Bereitschaftskrediten (Stand-by Arrangement). Alle fünf Länder kamen ferner in den Genuss der kompensatorischen Eventualfazilität (Compensatory and Contingency Financing Facility, CCFF).

Der Pariser Club, die Organisation der Gläubigerländer, kam Mitte März 1991 der Forderung Polens nach Schuldenreduktion nach und erliess 50% der offiziellen Aussenschuld von insgesamt 33,5 Mrd. Dollar. Die Modalitäten dieses grosszügigen Schuldenerlasses wurden Ende April in einem formellen Umschuldungsabkommen festgelegt. Die Vereinigten Staaten und Frankreich gingen noch weiter und boten eine Reduktion der polnischen Schuld um 70% bzw. 60% an. Damit honorierte der Pariser Club die grossen Anstrengungen Polens zur Reform und Sanierung seiner Wirtschaft. Die Schweiz ist an diesem Umschul-

dungsabkommen mit insgesamt 420 Mio. Dollar beteiligt.

Am 15. April wurde die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD) offiziell eröffnet. Die EBRD soll den Aufbau des privatwirtschaftlichen Sektors in den osteuropäischen Ländern unterstützen. Aus diesem Grund sollen mindestens 60% seiner Finanzhilfe an den Privatsektor gewährt werden. Die Schweiz beteiligte sich am Kapital der EBRD mit 2,28% bzw. 410 Mio. Franken.

Nach zähen Verhandlungen über die Regelung der Zahlungsrückstände stand in Brasilien Anfang April 1991 der Abschluss eines Abkommens über Bankforderungen in Höhe von rund 50 Mrd. Dollar in Sichtweite. Bis Ende 1991 will Brasilien die seit Juli 1989 geschuldeten Zinsen von rund 8 Mrd. Dollar bezahlen, wobei ein Viertel aus eigenen Devisenbeständen beglichen werden soll. Der Rest wird von den Banken in Form einer Anleihe, die nach dem Abschluss des Umschuldungsabkommens gezeichnet werden soll, vorgeschossen. Zuvor muss Brasilien allerdings mit dem IWF ein neues Bereitschaftsabkommen aushandeln, da das im Herbst 1990 grundsätzlich vereinbarte Finanzierungspaket angesichts der erneuten Destabilisierung der brasilianischen Wirtschaft überholt ist.

2. Schweiz

Die wirtschaftliche Entwicklung schwächte sich in der Schweiz im ersten Quartal 1991 deutlich ab, nachdem eine Verlangsamung des Wachstums schon ab Herbst 1990 sichtbar geworden war. Das reale Bruttoinlandsprodukt ging zum ersten Mal seit Anfang 1983 gegenüber der Vorjahresperiode zurück (-0,3%). Die Bau- und Ausstattungsinvestitionen sanken deutlich unter das Vorjahresniveau. Obwohl die Konsumausgaben expandierten, verringerte sich die Inlandnachfrage insgesamt. Auch die Auslandsnachfrage liess spürbar nach. Die Güterausfuhren, die während drei Jahren hohe Zuwachsraten aufgewiesen hatten, sanken im ersten Quartal unter das Vorjahresniveau.

Die Teuerung blieb weiterhin hoch: Der Landes-

index der Konsumentenpreise lag im ersten Quartal 1991 um 5,9% über dem Vorjahreswert. Im Mai kletterten die Konsumentenpreise vor allem als Folge der gestiegenen Wohnungsmieten und Bahntarife erneut deutlich in die Höhe. Die Jahresteuierung belief sich in diesem Monat daher auf 6,3%. Die Arbeitslosigkeit erhöhte sich weiter: Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote stieg von 0,6% im vierten Quartal 1990 auf 0,9% im ersten Quartal 1991. Die Zahl der gemeldeten offenen Stellen sank weiter, während diejenige der von Kurzarbeit betroffenen Arbeitskräfte markant zunahm.

Die verfügbaren Indikatoren deuten darauf hin, dass die schweizerische Wirtschaft auch in den nächsten Monaten stagnieren wird. Die offenen Baukredite sanken unter das Vorjahresniveau. Der Indikator Geschäftsgang in der Industrie, der von der Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich (KOF-ETH) berechnet wird, ging erneut zurück. Ein ähnliches Absinken des Geschäftsganges, wie es seit Anfang 1990 zu beobachten ist, wurde zum letzten Mal von Ende 1981 bis Ende 1982 festgestellt. Die Bestellungseingänge, insbesondere aus dem Ausland, sanken, und der Auftragsbestand schrumpfte. Auch für die nahe Zukunft rechnen die Unternehmer deshalb mit einem schwächeren Geschäftsverlauf. Nur die Nahrungs- und Genussmittelindustrie, deren Geschäftsgang im ersten Quartal sogar ein Rekordhoch erreicht hatte, schätzt die Aussichten immer noch positiv ein.

Im ersten Quartal sank der Index des realen Schweizer Frankenurses unter das Niveau der Vorperiode. Im Vergleich zur Vorjahresperiode stieg der reale und exportgewichtete Kurs jedoch um 6,3% (4. Quartal 1990: 8,5%). Am stärksten wertete sich der Schweizer Franken gegenüber dem Dollar und der D-Mark auf.

Da die Nationalbank seit dem Spätsommer 1990 eine etwas weniger restriktive Geldpolitik führt, stieg die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge von durchschnittlich 28 800 Mio. Franken im vierten Quartal 1990 auf 29 260 Mio. Franken im ersten Quartal 1991. Diese Zunahme spiegelte vor allem die Entwicklung des Notenumlaufs, der im ersten Quartal wieder zunahm, nachdem er während rund zweier Jahre geschrumpft war. Die

Trendwende beim Notenumlauf ist hauptsächlich auf die leichte Mässigung des Restriktionskurses der Nationalbank zurückzuführen.

Als Folge der Änderung der Geldpolitik stabilisierten sich die Geldmarktsätze auf hohem Niveau. Die Obligationenrenditen sanken deutlich. Die Zinssätze auf Spareinlagen wurden jedoch vereinzelt noch geringfügig angehoben.

Für das zweite Quartal 1991 rechnet die Nationalbank mit einem durchschnittlichen Stand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 29,4 Mrd. Franken. Dies entspricht einem Zuwachs von rund 2% gegenüber dem vierten Quartal 1990.

B. Die Wirtschaftsentwicklung in wichtigen Industrieländern

Vereinigte Staaten

Die Rezession, in welche die amerikanische Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 1990 geraten war, setzte sich im ersten Quartal 1991 fort. Das reale Bruttosozialprodukt ging gegenüber dem Vorquartal um 2,6% zurück (alle Quartalszahlen sind auf das Jahr hochgerechnet). Während der Rückgang des Bruttosozialprodukts im vierten Quartal vor allem dem Lagerabbau zuzuschreiben war, waren im ersten Quartal 1991 hauptsächlich die um 2,8% tieferen Endverkäufe dafür verantwortlich. Die verfügbaren Konjunkturindikatoren zeigen auch für die nächsten Monate noch keine Trendwende an, obwohl die Finanzmärkte auf das Ende des Golfkrieges positiv reagierten.

Der Rückgang des Bruttosozialprodukts ist zum grössten Teil auf den scharfen Einbruch der Unternehmensinvestitionen zurückzuführen, die um 15,9% gegenüber dem Vorquartal abnahmen. Dagegen fielen die Konsumausgaben im ersten Quartal mit 1,3% weniger stark als in der Vorperiode (-3,4%). Neben der schrumpfenden Binnennachfrage nahmen im ersten Quartal auch die realen Exporte von Gütern und Dienstleistungen, die bis anhin eine bedeutende Konjunkturstütze gewesen waren, ab (-2,6%). Dies war zum Teil

eine Folge des Golfkrieges, der zu bedeutenden Ausfällen im Tourismus führte. Infolge der schwächeren Inlandnachfrage sanken jedoch die Importe erheblich stärker (-11,3%).

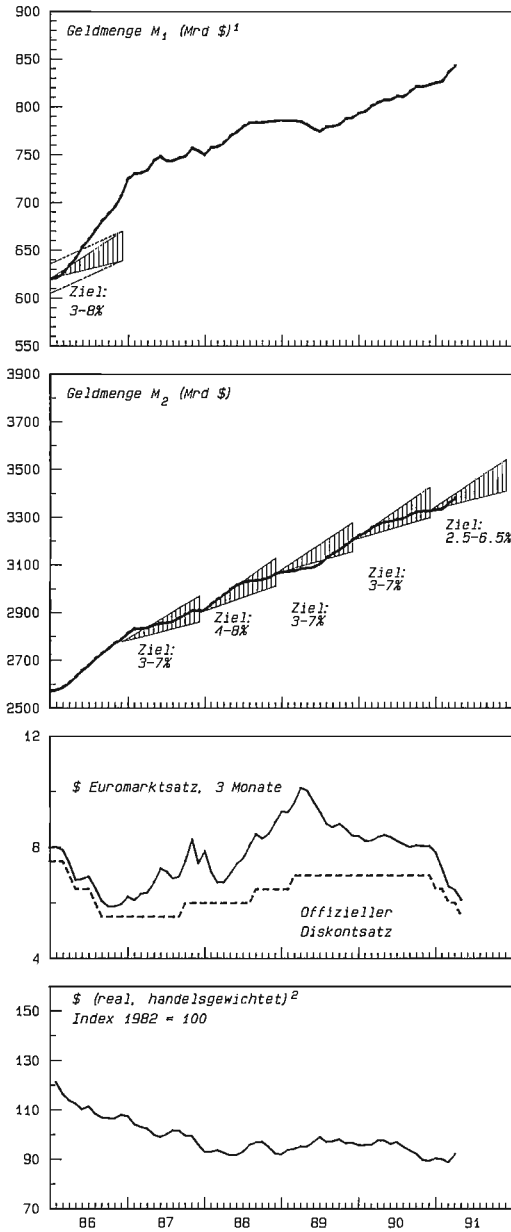
Die Industrieproduktion, die im vierten Quartal 1990 um 8,2% gefallen war, verringerte sich im ersten Quartal nochmals um 8,1% und lag damit um 2,3% unter dem entsprechenden Vorjahresquartal. Die Kapazitäten waren nur noch zu 79,3% ausgelastet, gegenüber 81,3% im Vorquartal, und die Beschäftigungslage verschlechterte sich entsprechend. Die Zahl der Beschäftigten nahm um durchschnittlich 243 000 Personen pro Monat ab (4. Quartal 1990: -195 000) und lag im Quartalsmittel um 0,5% tiefer als vor Jahresfrist. Die Arbeitslosenquote stieg dadurch von 5,9% im vierten Quartal 1990 auf 6,5% im ersten Quartal.

Die am Konsumentenpreisindex gemessene durchschnittliche Teuerung schwächte sich im Vorjahresvergleich auf 5,3% ab (4. Quartal 1990: 6,2%). Der Teuerungsrückgang ist den deutlich gesunkenen Erdölpreisen zuzuschreiben, die unmittelbar nach dem Ausbruch des Krieges im Golf sprunghaft gefallen waren. Die Kernrate, d.h. die um die Nahrungsmittel und Energie bereinigte Basisinflation, stieg hingegen gegenüber dem Vorquartal leicht an.

Der anhaltende Trend zum Abbau des Handelsbilanzdefizits wurde durch die tieferen Erdölpreise und das konjunkturbedingt niedrigere Importvolumen begünstigt. Die monatlichen Fehlbeträge der Handelsbilanz betrugen im Durchschnitt noch 5,5 Mrd. Dollar gegenüber 9 Mrd. Dollar im Vorquartal.

Aufgrund der rezessiven Entwicklung dürfte das Haushaltsdefizit des Bundes im Fiskaljahr 1991 höher ausfallen als im Voranschlag vorgesehen war. Das kumulierte Budgetdefizit für die erste Hälfte des Fiskaljahres von Oktober 1990 bis März 1991 wich zwar nur unwesentlich vom Voranschlag ab, doch ist dies auf temporäre Faktoren zurückzuführen. Die bis Ende März fast vollständig überwiesenen Beiträge der Alliierten an die Kosten des Golfkrieges und der vom Kongress verhängte Ausgabenstopp im Zusammenhang mit der Sanierung der Sparkassen dürften die Staatsrechnung um rund 25 Mrd. Dollar aufge-

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

² Quelle: OECD

bessert haben. Da der Kongress inzwischen zusätzliche Ausgaben in der Höhe von 78 Mrd. Dollar für die Sparkassensanierung bewilligte, wird das Defizit im zweiten Halbjahr erheblich über dem budgetierten Wert liegen. Gemäss offiziellen Schätzungen dürfte das Defizit insgesamt den Betrag von 300 Mrd. Dollar deutlich übersteigen.

Das Federal Reserve Board lockerte die Geldpolitik im ersten Quartal weiter, indem es in mehreren Schritten den Tagesgeldsatz für Federal Funds Rate, das wichtigste geldpolitische Instrument, von 7,25% Ende Dezember auf 5,75% im April zurücknahm. Am 1. Februar und am 29. April senkte das Fed zusätzlich den offiziellen Diskontsatz um je einen halben Prozentpunkt auf 5,5%. Die Dreimonatssätze am Eurodollarmarkt gingen weiter zurück, während die Zinssätze langfristiger Bundesobligationen über 8% verharren. Das Wachstum der Geldmenge M_2 begann sich als Folge der tieferen Zinssätze während des ersten Quartals zu beschleunigen. Im April lag die Geldmenge M_2 bereits im oberen Teil des Zielkorridors von 2,5 bis 6,5%.

Japan

Die japanische Wirtschaft zeigte im Winterhalbjahr 1990/1991 erste Zeichen einer Wachstumsverlangsamung. Das reale Bruttosozialprodukt nahm im vierten Quartal 1990 gegenüber dem Vorquartal auf Jahresbasis um 2,1% zu (3. Quartal 1990: + 4,6%) und lag um 4,6% über dem Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode. Zum ersten Mal seit beinahe fünf Jahren bildete sich die Binnennachfrage zurück. Der private Konsum sank gegenüber dem Vorquartal um 1,2%, nachdem er im dritten Quartal noch um 1,6% zugenommen hatte. Die Wohnbautätigkeit fiel um 6,4%, und die Lagerbestände wurden weiter abgebaut. Die Unternehmensinvestitionen expandierten hingegen wie in den Vorquartalen ungebrochen stark (+12,4%). Auch die Exporte stiegen mit 11,6% kräftig und erwiesen sich als wichtigste Konjunkturstütze. Die Importe nahmen infolge der nachlassenden Binnennachfrage um 2,4% ab.

Im Jahre 1991 dürfte sich die Konjunktur weiter abkühlen. Die Prognosen für das Wachstum des Bruttosozialprodukts liegen zwischen 3% und

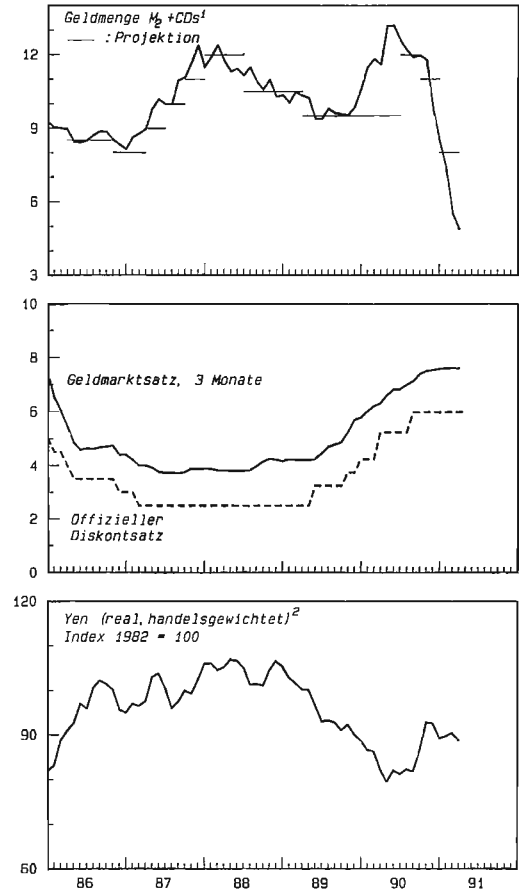
4%. Die Unternehmen steckten aufgrund des hohen Zinsniveaus und der zurückhaltenden Kreditvergabe der Banken ihre Investitionspläne deutlich zurück. Gemäss einer Umfrage des Unternehmerverbandes ist im Fiskaljahr 1991 (April 1991 bis März 1992) nur noch eine Zunahme der Unternehmensinvestitionen um 2,1% geplant, gegenüber 15,5% im Fiskaljahr 1990. Die Exporte, die von der Yen-Schwäche im Jahre 1990 und von den Anstrengungen der japanischen Exporteure zur Erschliessung neuer Märkte in Europa profitierten, sollten zusammen mit dem privaten Konsum, der sich im ersten Quartal nach vorliegenden Informationen erholt haben dürfte, die bedeutendsten Wachstumsstützen bilden. Die Industrieproduktion lag im ersten Quartal um 5,9% über dem Vorjahresstand.

Der Überschuss in der Leistungsbilanz weitete sich trotz des Beitrags von nahezu 9 Mrd. Dollar, den Japan an die Kosten des Golfkrieges entrichtete, von 6,4 Mrd. Dollar im vierten Quartal 1990 auf 17,0 Mrd. Dollar im ersten Quartal 1991 aus. Bestimmend dafür war einerseits der starke Rückgang der Auslandsreisen, der die Dienstleistungsbilanz erheblich entlastete. Andererseits wies die Handelsbilanz mit 22,8 Mrd. Dollar einen ausserordentlich hohen Überschuss aus.

Auf dem Arbeitsmarkt blieb die Situation äusserst angespannt. Da das Arbeitsangebot aus demographischen Gründen zurückgeht, dürfte sich daran auch bei einem spürbaren Wachstumsrückgang nichts ändern. Das Verhältnis der offenen Stellen zu den Stellenbewerbern nahm im ersten Quartal nochmals leicht auf 1,44 zu, und die Zahl der Beschäftigten lag im ersten Quartal um 2,1% höher als ein Jahr zuvor. Die Arbeitslosenquote verharrte wie in den Vorquartalen bei 2,1%.

Das Preisniveau stieg im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahresstand um 4,2% (4. Quartal 1990: + 3,8%). Die beschleunigte Teuerung ist vor allem noch den hohen Erdölpreisen, die mit einer zeitlichen Verzögerung von rund zwei Monaten in den Konsumentenpreisindex eingehen, zuzuschreiben. Die im Rahmen der Frühjahrsverhandlungen getätigten Lohnabschlüsse bei den Grossfirmen sehen im Durchschnitt eine Erhöhung von rund 5,5% vor, verglichen mit 5,9% im Vorjahr. Der ausgetrocknete Arbeitsmarkt dürfte

Grafik 4: Japan



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

² Quelle: OECD

allerdings im Dienstleistungssektor (speziell im Transportwesen) einen zusätzlichen Aufwärtssdruck auf die Löhne ausüben und einen raschen Teuerungsabbau erschweren.

Die Bank of Japan hielt im ersten Quartal trotz verstärktem Ruf nach einer Lockerung an ihrer restriktiven Geldpolitik fest. Der Satz für dreimonatige Geldmarktpapiere (Gensaki) verharrte nahezu unverändert bei 7,63% gegenüber 7,55% im Vorquartal. Der rasante Zinsanstieg der vergangenen Quartale führte zu einem deutlich langsameren Wachstum der monetären Aggregate.

Die Geldmenge $M_2 + CD$ übertraf den Wert des entsprechenden Vorjahresquartals nur noch um 6,0% (4. Quartal 1990: 10,1%). Die Projektion für das zweite Quartal wurde auf 4% (Vorquartal 8%) reduziert. Die Bank of Japan begründete ihren restriktiven geldpolitischen Kurs mit der unverminderten Inflationsgefahr.

Die Finanz- und Immobilienmärkte stabilisierten sich unter dem Druck des gestiegenen Zinsniveaus im ersten Quartal weiter. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen, die im vierten Quartal 1990 stark gefallen war, pendelte sich im ersten Quartal knapp über 6,5% ein. Die Obligationen machten damit die in den anderen Industrieländern nach Ausbruch des Golfkrieges eingetretenen Kursgewinne nicht mit. In den grossen Zentren liegen die Liegenschaftpreise inzwischen bis zu 25% unter den 1990 erzielten Höchstständen. Entgegen den Befürchtungen blieb der Preiszerfall bisher ohne grössere Auswirkungen auf die Finanzmärkte.

Deutschland

In Westdeutschland lag das reale Bruttozialprodukt im vierten Quartal 1990 um 4,9% (Vorquartal: 5,4%) über dem entsprechenden Vorjahreswert. Während der private Konsum mit 4,2% gleich stark wie im Vorquartal zunahm, erreichten die Brutto-Investitionen mit 6,2% die Wachstumsrate des Vorquartals (12%) nicht mehr. Vor allem die Bauinvestitionen stiegen deutlich weniger stark. Die Exporte nahmen nochmals zu (15%), wobei allerdings wichtige Branchen wie die Maschinen- und Automobilindustrie stagnierende bis rückläufige Auslandabsätze aufwiesen. Die Importe wuchsen im vierten Quartal wiederum kräftig; ausschlaggebend dafür war die Nachfrage aus den neuen Bundesländern. In Ostdeutschland war das reale Bruttoinlandprodukt gemäss Schätzungen des Deutschen Institutes für Wirtschaftsforschung (DIW) im dritten Quartal 1990 um ungefähr 35%, im vierten Quartal um 31% geringer als ein Jahr zuvor. Die Ausrüstungsinvestitionen gingen besonders stark zurück.

Im Jahre 1990 insgesamt betrug das Wachstum des realen westdeutschen Bruttozialproduktes gemäss den revidierten Angaben des

Statistischen Bundesamtes 4,5% (1989: 3,9%), davon sind etwa 1,5 Prozentpunkte auf die zusätzliche Nachfrage aus den neuen Bundesländern zurückzuführen. Das ostdeutsche Bruttoinlandprodukt nahm gemäss DIW um etwa 20% ab.

Trotz Abschwächung der Weltwirtschaft und trotz unerwartet höherer Kosten aus der Vereinigung weisen die wichtigen Indikatoren auf eine gute konjunkturelle Lage in Westdeutschland hin. Die Industrieproduktion, die im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 5,6% zugenommen hatte, wuchs in ähnlichem Umfang weiter. Die Auftragseingänge beim verarbeitenden Gewerbe verharrten insgesamt auf dem ausserordentlich hohen Niveau des vierten Quartals 1990. Während die Inlandbestellungen nochmals leicht zunahmen, ging jedoch die Auslandsnachfrage weiter zurück. Gemäss ersten Schätzungen lag das reale Bruttozialprodukt im ersten Quartal um 4,2% über dem entsprechenden Vorjahresniveau.

In den neuen Bundesländern traten im zweiten Halbjahr 1990 die Strukturprobleme in vollem Umfang zutage. Gemäss verschiedenen Schätzungen und Umfragen gingen die Produktion, die Auftragseingänge und der Detailhandelsabsatz weiter zurück. Im ersten Quartal des Jahres 1991 mehrten sich jedoch die Anzeichen einer Stabilisierung. Die Neugründungen im Kleingewerbe und die Investitionsvorhaben westdeutscher Unternehmen häufen sich. Gesamtwirtschaftlich hat der Schrumpfungprozess seinen Tiefpunkt jedoch noch nicht erreicht.

Die unterschiedliche Entwicklung auf dem west- und ostdeutschen Arbeitsmarkt setzte sich in den ersten Monaten des Jahres 1991 in akzentuierter Weise fort. Während die Arbeitslosenquote im Westen im ersten Quartal nur geringfügig auf 6,8% zunahm, stieg sie im Osten kontinuierlich von knapp 7% auf 9%. Die Umstrukturierung der ehemaligen Zentralverwaltungswirtschaft setzt jedoch mehr Arbeitskräfte frei, als in der Arbeitslosenquote ausgewiesen werden. Die Zahl der Westpendler nahm in den letzten Monaten stark zu, ebenso die der Kurzarbeitenden und Früh-Pensionierten. Das DIW, welches diesen Arbeitsausfall in Vollarbeitslosigkeit umrechnet, schätzt die «vollständige» Arbeitslosenquote auf über 20%.

Die durch den Konsumentenpreisindex gemessene Teuerung ging im ersten Quartal leicht zurück; sie betrug 2,7% gegenüber 3% im vierten Quartal 1990. Dies ist zum grossen Teil auf billigere Importgüter zurückzuführen. In Ostdeutschland stiegen dagegen die Verbraucherpreise deutlich an, weil bisher künstlich tiefgehaltene Tarife (Verkehr, Energie) vermehrt freigegeben werden.

Der Aktivsaldo der Handelsbilanz, die seit Juli 1990 nur noch für Gesamtdeutschland berechnet wird, sank saisonbereinigt von 14,9 Mrd. D-Mark im letzten Quartal 1990 auf 6,8 Mrd. D-Mark im ersten Vierteljahr 1991. Ausserdem nahm das Defizit der Übertragungsbilanz wegen der Zahlungen im Zusammenhang mit dem Golfkrieg stark zu. Deshalb schloss die Leistungsbilanz, deren Überschuss sich schon während des Jahres 1990 zurückgebildet hatte, im ersten Vierteljahr 1991 mit einem Defizit von 8,9 Mrd. D-Mark (Überschuss im 4. Quartal 1990: 8,3 Mrd. D-Mark) ab. Für das Jahr 1990 weist die gesamtdeutsche Zahlungsbilanz einen (vorläufigen) Handelsbilanz- und Leistungsbilanzüberschuss von 105,3 Mrd. D-Mark (1989: 134,6 Mrd.) bzw. von 77,4 Mrd. D-Mark (1989: 107,6 Mrd.) aus.

Die deutsche Regierung prognostiziert für 1991 wegen der schwächeren Auslandnachfrage und infolge höherer Steuern und Abgaben ein geringeres Wachstum als im vergangenen Jahr. Sie schätzt die reale Zunahme des westdeutschen Bruttoinlandproduktes auf 3–3,5%. Für die neuen Bundesländer beschränkt sie sich auf eine qualitative Vorschau. Danach wird der Einbruch bei Produktion und Beschäftigung erheblich grösser sein als ursprünglich angenommen wurde. Neue Betätigungsfelder im Dienstleistungssektor und im Bauwesen vermögen die strukturellen Anpassungen in der Industrie bei weitem nicht auszugleichen. Wann die Talsohle erreicht sein wird, lässt sich nicht voraussagen. Die Regierung hofft jedoch, durch Verbesserungen der Infrastruktur, durch eine rasche Klärung der Eigentumsverhältnisse und mit dem Aufbau einer funktionierenden Verwaltung die gravierendsten Investitionshemmnisse zu überwinden. Die Rentabilität der Unternehmen soll durch eine stärkere Lohn-differenzierung gegenüber Arbeitnehmern im Westen gestützt werden.

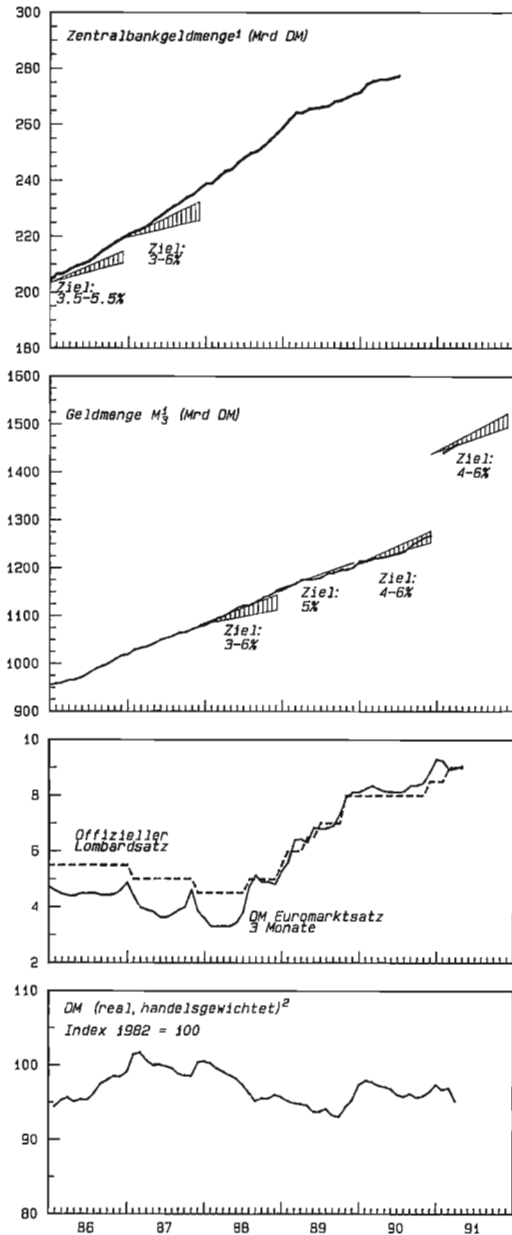
Im März verabschiedete die Regierung ein Steuerpaket zur Finanzierung der Aufbauarbeit in den neuen Bundesländern. Es tritt am 1. Juli 1991 in Kraft und wird in der zweiten Hälfte 1991 bzw. im Jahr 1992 Mehreinnahmen in der Höhe von schätzungsweise 18 Mrd. bzw. 28 Mrd. D-Mark bringen. Das Paket umfasst indirekte Steuererhöhungen auf Treibstoffen, Heizöl, Tabak und Versicherungsleistungen sowie einen befristeten Lohn-, Einkommens- und Körperschaftssteuer-Zuschlag von 7,5%. Im Jahre 1993 sollen zudem die Mehrwertsteuersätze erhöht werden.

In der Frage der privaten Vermögenswerte, die in der ehemaligen DDR nach 1949 verstaatlicht worden waren, wurde eine Einigung erzielt. Solche Werte sollen grundsätzlich den ursprünglichen Eigentümern zurückgegeben werden. Diskutiert wurde auch die Möglichkeit einer Privatisierung, verbunden mit einer Entschädigung der früheren Eigentümer. Sie scheiterte an den hohen Kosten für den Staat und an den Bewertungsproblemen. Sie ist ausnahmsweise vorgesehen, wenn volkswirtschaftliche Allgemeininteressen (Erhaltung von Arbeitsplätzen oder von notwendigem Wohnraum) auf dem Spiele stehen. Der vor 1949 enteignete Grossgrundbesitz ist von dieser Regelung nicht betroffen.

Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank blieb im ersten Quartal stark restriktiv. Auf den 1. Februar 1991 hob der Zentralbankrat die Leitzinssätze um je einen halben Prozentpunkt an. Der bereits im November 1990 erhöhte Lombardsatz beläuft sich jetzt auf 9%, der Diskontsatz auf 6½%. Im Offenmarktgeschäft (Pensionierung von Wertpapieren) liess die Bundesbank die Zinssätze erneut leicht ansteigen.

Am Geldmarkt setzte sich der seit dem Sommer 1990 anhaltende Zinsauftrieb fort. Die starke Anspannung, die um die Jahreswende geherrscht hatte, liess zwar im Februar und März 1991 etwas nach; die Zinssätze lagen aber stets über dem Durchschnittswert des Vorquartals. Für Dreimonatsgeld waren am Interbankenmarkt im März 9,1% zu entrichten (4. Quartal 1990: 8,9%). Die langfristigen Zinssätze gingen demgegenüber weiter zurück. Am inländischen Kapitalmarkt lag die Rendite festverzinslicher Wertpapiere im

Grafik 5: Deutschland



¹ Saisonbereinigt; ab 1991: einschliesslich der neuen Bundesländer; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Deutsche Bundesbank)

² Quelle: OECD

März noch bei 8,6%, verglichen mit 9,0% im Dezember 1990.

Das Zielaggregat der Bundesbank, die Geldmenge M₃, nahm Anfang 1991 nur langsam zu. Im Laufe des ersten Quartals beschleunigte sich das Geldmengenwachstum aber spürbar; das Aggregat M₃ übertraf im März den Wert des vierten Quartals 1990 hochgerechnet um 4,3%. Es lag damit erstmals innerhalb des für 1991 angestrebten Korridors von 4 bis 6 Prozent. Die geldpolitische Aussagekraft der Geldmenge M₃, die sich seit Jahresanfang auf das ganze Bundesgebiet bezieht, ist allerdings begrenzt. Gemäss Teilerhebungen wuchs M₃ in den westlichen Bundesländern nämlich erneut deutlich schneller als im Osten. Die Gefahr eines beschleunigten Preisanstiegs ist deshalb wohl noch nicht gebannt.

Frankreich

In Frankreich schwächte sich das Wachstum im vierten Quartal 1990 ab. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal um 2,2% (Zunahme im 3. Quartal: 3,3%). Der private Konsum trug mit einer Zunahme von 4,3% (2,6%) am stärksten zum Wachstum bei, während die Investitionen, die sich nur noch um 1,2% (2,6%) erhöhten, an Dynamik verloren. Die Exporte nahmen um 2,9% (5,1%) zu, die Importe um 3% (9%). Im gesamten Jahr 1990 entwickelte sich das französische Bruttoinlandprodukt deutlich schwächer als im vorangegangenen Jahr (1990: +2,6%; 1989: +4,3%). Der private Verbrauch wuchs im gleichen Rahmen (1990: +2,9%; 1989: +3,0%), der Anstieg der Investitionen sowie der Ein- und Ausfuhren flachten sich dagegen ab.

Die wichtigen Indikatoren weisen für das erste Vierteljahr 1991 auf eine fortgesetzte Schwäche der französischen Wirtschaft hin. Die Auftragsbestände und die Detailhandelsumsätze nahmen saisonbereinigt gegenüber dem vierten Quartal 1990 wie bereits im Vorquartal ab, und die Lager waren kleiner. Die industrielle Produktion, die im letzten Quartal 1990 deutlich geschrumpft war, ging weiter zurück, weil vor allem weniger Energie erzeugt wurde. Bezüglich der Investi-

tionen verhielten sich die Unternehmer abwartend. Die Jahreststeuerung sank im ersten Quartal 1991 auf 3,4%, gegenüber 3,6% im letzten Vierteljahr.

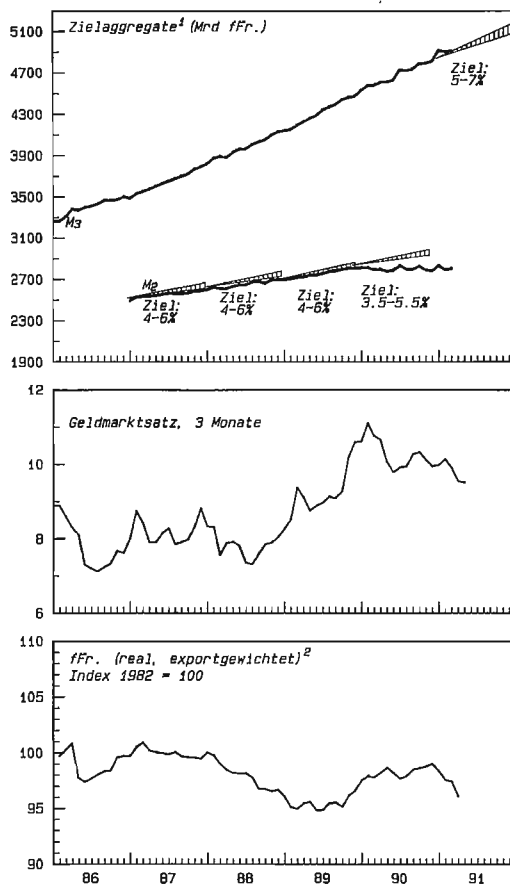
Ein ähnliches Bild zeigt sich auf den Arbeitsmärkten: Die Arbeitslosenquote, die im vierten Quartal 1990 9,0% betragen hatte, stieg im ersten Vierteljahr 1991 saisonbereinigt auf 9,2%. In der Industrie und im Bausektor ging der Stellenabbau weiter, während im Dienstleistungssektor nur wenige Arbeitsplätze neu geschaffen wurden. Entlassungspläne verschiedener Konzerne und die angespannte konjunkturelle Lage werden in den nächsten Monaten die Zahl der Beschäftigungslosen weiter wachsen lassen. Aus diesem Grunde wurde ein staatliches Unterstützungsprogramm verabschiedet, das im wesentlichen höhere Kurzarbeitsentschädigungen für Betriebe vorsieht, um Entlassungen zu vermeiden.

Das Defizit der französischen Handelsbilanz sank saisonbereinigt auf 14,0 Mrd. FF (4. Quartal 1990: 17,4 Mrd. FF), während der Überschuss der Dienstleistungsbilanz und das Defizit der einseitigen Übertragungen zurückgingen. Der Passivsaldo der Leistungsbilanz betrug gemäss vorläufiger Schätzung im ersten Vierteljahr 1991 13,8 Mrd. FF, gegenüber 3,3 Mrd. FF im vierten Quartal 1990. Im Jahre 1990 stieg das Leistungsbilanzdefizit auf 42 Mrd. FF (1989: 27 Mrd. FF).

Die staatliche Haushaltsrechnung wies im Jahre 1990 ein Defizit von 93,4 Mrd. FF auf. Die Staatsausgaben nahmen um 4,3% zu, während die Einnahmen um 5,3% stiegen. Das Haushaltsdefizit betrug 1,4% des Bruttoinlandproduktes (1989: 1,6%). Für das laufende Jahr wurde ein Ausgabenüberschuss von 80,2 Mrd. FF budgetiert. Um erwartete Einnahmefälle zu kompensieren, wurden die Staatsausgaben nachträglich per Zusatzdekret um 10,2 Mrd. FF gekürzt.

Die tiefe Teuerung, die konjunkturelle Abschwächung und das trotz der leichten Entspannung am Anfang des Jahres noch immer hohe Realzinsniveau – der Dreimonats-Interbankensatz (TIOP), der im Dezember auf durchschnittlich 10,3% gestiegen war, sank bis März auf 9,4% – veranlassen die Banque de France am 19. März 1991, den

Grafik 6: Frankreich



¹ Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banque de France)

² Quelle: OECD

Interventionssatz am Geldmarkt (taux d'appel d'offres), der seit dem letzten November unverändert geblieben war, um einen viertel Prozentpunkt auf 9% zu senken. Den Pensionssatz für Schatzwechsel (taux des prises en pension) belies sie auf 10%.

Das Geldmengenaggregat M_3 , das neu definiert wurde und seit Anfang 1991 die neue Zielgrösse ist, lag im ersten Quartal 1991 auf das Jahr hochgerechnet um 7,4% über dem Wert des vierten Quartals 1990. Für das laufende Jahr wurde ein Ziel von 5–7% festgelegt.

Grossbritannien

In Grossbritannien fiel die Rezession bisher heftiger als erwartet aus. Das reale Bruttoinlandprodukt sank im vierten Quartal 1990 gemäss ersten Schätzungen gegenüber dem Vorquartal um 0,9% (3. Quartal: -1,6%) und lag 1,4% unter dem Vorjahresniveau. Der private Konsum nahm gegenüber dem Vorquartal um 1,6% ab (3. Quartal: -1,3%), die Bruttoinvestitionen um 2,5% (3. Quartal: -5,4%). Die Exporte stiegen wieder leicht, während die Importe nochmals etwas zurückgingen. Im Jahre 1990 wuchs das reale Bruttoinlandprodukt um schätzungsweise 0,7%, gegenüber 1,9% im Vorjahr.

Die Insolvenzstatistik, welche ein guter Indikator der Wirtschaftslage ist, weist im ersten Vierteljahr 1991 fast 70% mehr Konkurse als in den ersten drei Monaten des Vorjahres aus. Eine Umfrage des britischen Industrieverbandes CBI sagt für 1991 einen deutlichen Rückgang des Bruttoinlandproduktes voraus. In der ersten Jahreshälfte dürften die Investitionen im verarbeitenden Sektor abnehmen und die Gewinne der Unternehmen schrumpfen. Für das zweite Halbjahr erwartet der CBI jedoch eine Belebung. Die industrielle Produktion ging am Anfang des Jahres weiter zurück, nachdem sie schon im letzten Quartal um 3,3% und im ganzen Jahr 1990 um 4,1% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau gelegen hatte. Auch das Detailhandels-Volumen setzte seinen rückläufigen Trend fort.

Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote erhöhte sich stark von 6,2% im vierten Quartal 1990 auf 7,0% im ersten Vierteljahr 1991. Damit erfolgte eine Trendwende, nachdem die Zahl der Beschäftigungslosen in den letzten vier Jahren laufend zurückgegangen war.

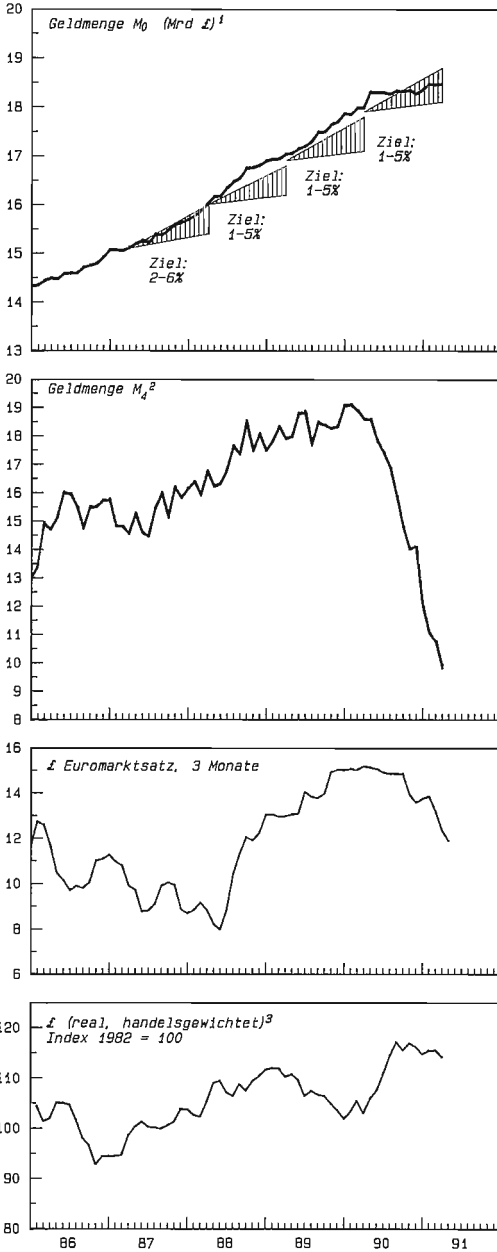
Der Passivsaldo der britischen Handelsbilanz ging gemäss vorläufigen Berechnungen im ersten Quartal saisonbereinigt auf 1,5 Mrd. Pfund zurück. Im vierten Quartal 1990 betrug er 3 Mrd. Pfund. Im Jahre 1990 insgesamt betrug das Defizit 17,9 Mrd. Pfund (1989: 24 Mrd. Pfund). Das Defizit der Leistungsbilanz wuchs im ersten Quartal 1991 auf 1,3 Mrd. Pfund, nachdem es im letzten Quartal 1990 auf 0,8 Mrd. Pfund geschrumpft war. Im Jahr 1990 insgesamt betrug es 12,8 Mrd. Pfund

(1989: -19,9 Mrd. Pfund). Im laufenden Jahr erwartet die Regierung einen Fehlbetrag von 6 Mrd. Pfund.

Am 19. März 1991 veröffentlichte die britische Regierung das Budget für das Haushaltsjahr 1991/92. Unter der Annahme eines sinkenden realen Bruttoinlandproduktes (-2% im Jahre 1991), einer schrumpfenden Produktion (-5%) und einer Inflationsrate von 4% im vierten Quartal 1991 rechnet die Regierung mit einem Wachstum der nominalen Staatsausgaben von 4,5% gegenüber dem Budget des Vorjahres. Die Einnahmen dürften insgesamt beträchtlich niedriger ausfallen als noch im Herbst budgetiert worden war. Einerseits werden die Körperschaftssteuern gesenkt, um die Konjunktur zu stimulieren, andererseits wird die Kopfsteuer (Poll Tax) verringert und die entsprechenden Einnahmehausfälle der Gemeinden durch Transferzahlungen des Staates ersetzt. Die Einnahmehausfälle des Staates werden teilweise durch die Erhöhung verschiedener Verbrauchssteuern kompensiert. Insbesondere wird der Mehrwertsteuersatz von 15% auf 17,5% angehoben. Der positive Rechnungsabschluss der letzten Jahre wird sich jedoch nicht mehr wiederholen. Die Regierung rechnet mit einem Defizit von 8 Mrd. Pfund für das Finanzjahr 1991/92. Offenbar werden wieder vermehrt fiskalische Massnahmen zur Konjunktursteuerung herangezogen, da der geldpolitische Handlungsspielraum seit dem Beitritt Grossbritanniens zum Wechselkursmechanismus des EWS kleiner geworden ist. Im April legte die Regierung Pläne zur Reform der umstrittenen Poll Tax vor. Die Gemeindesteuern sollen wieder auf Grund- und Hauseigentum erhoben werden, wobei die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit berücksichtigt wird.

Im ersten Quartal festigte sich das britische Pfund innerhalb des Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS). In der letzten Märzwoche wurde der Mittelkurs von 2,95 D-Mark pro Pfund überschritten. Die Schwankungen des Pfundkurses verharrten innerhalb einer Bandbreite von 2,25%, während die offiziell zugelassene Bandbreite $\pm 6\%$ beträgt. Ferner begann sich die Teuerung deutlich zurückzubilden. Sie betrug noch 8,7% im ersten Quartal 1991, gegenüber 10,0% in der Vorperiode. Die

Grafik 7: Grossbritannien



¹ Saisonbereinigt; Ziel: April bis März des folgenden Jahres (Quelle: Bank of England)

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

³ Quelle: OECD

Basisteuerung, welche um Hypothekarzinsen und Gemeindesteuern bereinigt ist, stagnierte jedoch bei knapp 8%.

Das Wachstum der eng definierten Geldmenge M_0 , die sich hauptsächlich aus dem Notenumlauf und den Münzen zusammensetzt, ging im ersten Quartal 1991 auf 2,9% zurück, nachdem es ein Jahr zuvor noch 6,2% betragen hatte. Die Geldmenge M_0 wies im Fiskaljahr, das am 31. März 1991 zu Ende ging, eine durchschnittliche Wachstumsrate von 4,5% auf und bewegte sich somit am oberen Rand des Zielkorridors von 1% bis 5%. Für das Jahr 1991 wurde der Zielkorridor auf 0% bis 4% gesenkt. Im ersten Quartal 1991 stieg das weit gefasste Geldmengenaggregat M_4 , das sämtliche Einlagen bei den Banken und den «building societies» umfasst, gegenüber dem Vorjahr um 10,7%, nachdem der Zuwachs in der Vorperiode noch 13,6% betragen hatte.

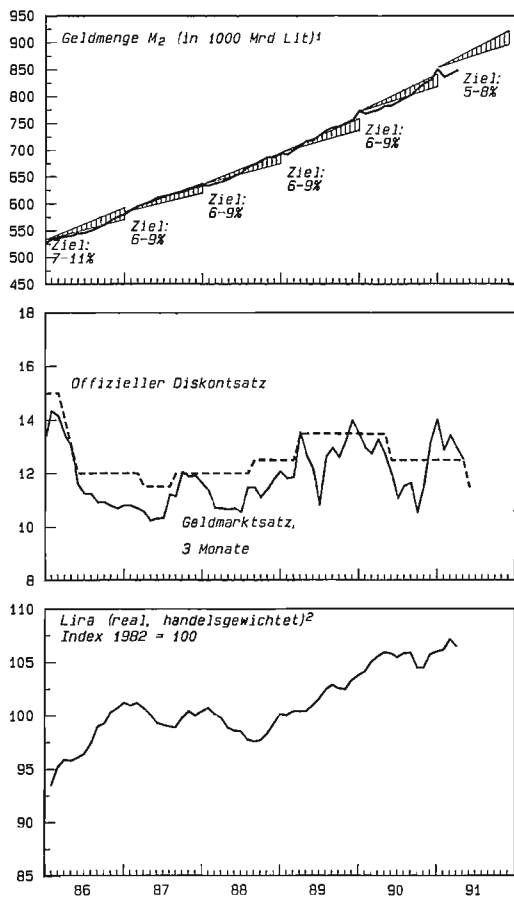
Aufgrund der konjunkturellen Entwicklung lockerte die Bank von England ihre Geldpolitik. Deshalb sank der Basiszinssatz, den Geschäftsbanken erstklassigen Schuldern verrechnen, im ersten Quartal mehrmals. Er beträgt seit dem 12. April 1991 12%, nachdem er im vierten Quartal 1990 noch um zwei Prozentpunkte höher gelegen hatte. Die Währungsbehörden beabsichtigen, die Bandbreite des Pfundes innerhalb des EWS von $\pm 6\%$ vorläufig nicht zu verringern; der Zeitpunkt eines solchen Schrittes wird vom Erfolg der Inflationsbekämpfung abhängig gemacht.

Italien

Im vierten Quartal 1990 nahm das reale Bruttoinlandsprodukt Italiens gemäss ersten provisorischen Schätzungen gegenüber dem Vorquartal um 0,7% zu (3. Quartal: +0,7%). Im ganzen Jahre 1990 stieg das reale Bruttoinlandsprodukt um 2%, gegenüber 3,2% im Vorjahr.

Im ersten Quartal 1991 schwächte sich das Wirtschaftswachstum ab. Die Industrieproduktion, die schon in der Vorperiode rückläufig war, fiel gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 3%. Die Auftragsbestände der Industrie insgesamt schrumpften weiter, und die Lagerbestände

Grafik 8: Italien



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

² Quelle: OECD)

nahmen nochmals leicht zu. Die Automobilbranche musste im Februar Kurzarbeit einführen. Für das Jahr 1991 erwarten sowohl das staatliche Forschungsinstitut Isco als auch der Dachverband der italienischen Privatindustrie (Confindustria) ein Wachstum des Bruttoinlandproduktes von nur noch 0,8%. Die Arbeitslosenquote betrug im Januar 11,3% und lag leicht über derjenigen des Vorquartals (10,9%).

Die Jahresteuern erhöhte sich im ersten Vierteljahr auf 6,6% (4. Quartal 1990: 6,4%). Die be-

schleunigte Inflation ist vor allem der Heraufsetzung verschiedener administrierter Preise zuzuschreiben.

Die nominellen Exporte fielen aufgrund der schwächeren Nachfrage aus dem Ausland gegenüber dem Vorquartal um 10%. Trotz der nachlassenden Binnennachfrage sanken die Importe hingegen nur um 3,8%, da die Kosten der Energieimporte beträchtlich gestiegen waren. Die Handelsbilanz schloss deshalb im ersten Quartal mit einem Passivsaldo von 6467 Mrd. Lire ab, gegenüber 3117 Mrd. Lire in der Vorperiode. Der Fehlbetrag in der Leistungsbilanz fiel im Vergleich zum Vorquartal leicht höher aus.

Die Banca d'Italia lockerte im ersten Quartal 1991 ihre Geldpolitik, worauf die Zinssätze erheblich zurückgingen. Die Rendite zwölfmonatiger Schatzwechsel (BoT) sank von 11,2% Ende Dezember auf 10,4% Ende April. Dies veranlasste die Banca d'Italia, den Diskontsatz Mitte Mai um einen Prozentpunkt auf 11,5% herabzusetzen. Die letzte Diskontsatzreduktion war im Mai 1990 erfolgt. Das Wachstum der Geldmenge M_2 betrug im ersten Quartal durchschnittlich 9,5% und lag über dem Zielkorridor, der für das Jahr 1991 auf 5% bis 8% festgelegt worden war.

Im März verabschiedete das italienische Parlament ein Gesetz zur Besteuerung von Börsengewinnen. Damit wurde ein monatelanges politisches Seilziehen, das die Wertpapiermärkte entsprechend verunsichert hatte, beendet. Im Mai wurde zudem ein neues Gesetz erlassen, das Insidergeschäfte an der Börse verbietet und die Informationspflicht der Unternehmen erhöht.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1987	1988	1989	1990 ^{a)}	1989					1991 ^{a)}
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	3,4	4,5	2,5	0,9	1,8	1,3	1,0	1,1	0,4	-0,6
Japan	4,3	6,3	4,7	-	4,8	5,4	6,9	5,5	4,7	-
Westdeutschland	1,7	3,6	3,9	4,5	3,6	4,4	3,4	5,5	4,9	4,2
Grossbritannien ^{b)}	4,6	4,6	2,2	1,1	1,6	1,8	2,6	0,6	-1,1	-
Frankreich ^{b)}	2,2	3,6	3,7	2,7	3,7	2,4	2,1	2,8	1,7	-
Italien ^{b)}	3,0	4,2	3,0	2,0	2,8	3,0	1,9	2,0	2,0	-
Schweiz ^{b)}	2,3	3,0	3,1	2,6	3,0	3,2	3,0	3,0	1,4	-0,3

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1987	1988	1989	1990	1990					
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
USA	3,7	4,1	4,6	5,5	6,3	5,3	5,7	5,3	4,9	4,9
Japan	0,1	0,7	2,3	3,1	3,8	4,2	4,3	3,8	4,0	-
Westdeutschland	0,2	1,3	2,8	2,7	3,0	2,7	2,8	2,7	2,5	2,8
Grossbritannien	4,2	4,9	7,8	9,5	10,0	8,7	9,0	8,9	8,2	-
Frankreich	3,1	2,7	3,6	3,4	3,6	3,4	3,5	3,5	3,2	-
Italien	4,6	5,0	6,6	6,1	6,4	6,6	6,5	6,7	6,6	6,7
Schweiz	1,4	1,9	3,2	5,4	5,9	5,9	5,5	6,2	5,9	5,9

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

a) provisorisch b) In Prozent der abhängigen Erwerbspersonen c) ausgenommen Schulabgänger d) erster Monat des Quartals

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

	1987	1988	1989	1990 ^{a)}	1989 ^{a)}					1991 ^{a)}
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	-154,0	-135,3	-105,9	-	-26,7	-21,7	-21,8	-23,1	-27,8	10,2
Japan	87,0	79,6	57,2	35,8	9,2	15,3	8,3	7,1	5,2	14,0
Westdeutschland ^{c)}	46,1	50,3	55,4	44,3	9,9	16,4	11,3	12,1	4,2	-5,8
Grossbritannien	-7,1	-26,7	-31,2	-28,4	-6,7	-7,9	-8,1	-6,7	-5,7	-2,9
Frankreich	-4,4	-3,5	-3,8	-7,1	-3,2	0,3	-2,0	-2,9	-2,3	-
Italien	-1,5	-5,9	-10,5	-	-2,1	-3,8	-4,8	-1,6	-	-
Schweiz ^{b)}	7,6	9,0	7,5	9,7	1,7	2,9	1,8	2,1	2,9	4,0

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt c) ab 3. Quartal 1990 einschl. Transaktionen der neuen Bundesländer mit dem Ausland

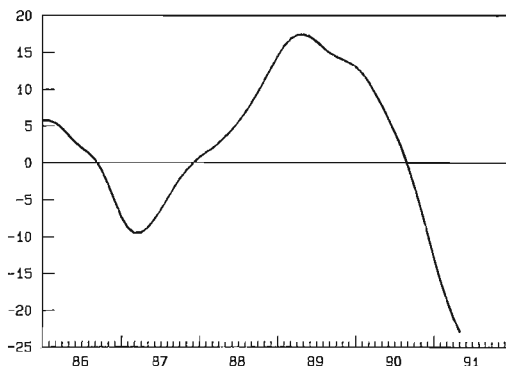
C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

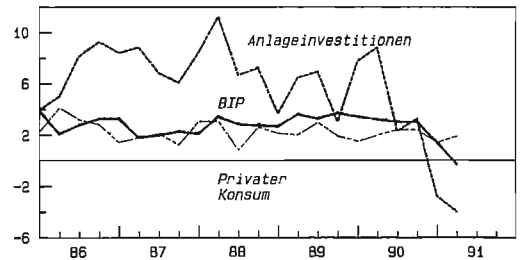
Die schweizerische Wirtschaftstätigkeit schwächt sich seit Herbst 1990 ab. Im ersten Quartal 1991 war der Konjunkturreinbruch besonders ausgeprägt. Das reale Bruttoinlandprodukt sank gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 0,3% (4. Quartal 1990: +1,4%). Dies ist der erste Rückgang seit dem ersten Quartal 1983. Die Ausstattungsinvestitionen gingen – wenn auch weniger markant als im vierten Quartal 1990 – erneut deutlich zurück. Die Bauinvestitionen schrumpften stärker als im Vorquartal. Auch die Ausfuhren sanken unter das Vorjahresniveau. Davon waren vor allem die Güterexporte betroffen, während die Ausfuhren von Dienstleistungen erneut wuchsen. Wachstumsimpulse gingen nur noch vom privaten Konsum aus, der jedoch infolge der geringeren Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern geringfügig schwächer wuchs als in der Vorjahresperiode.

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹



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

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

Der Konjunkturabschwung äusserte sich in einem deutlichen Rückgang der industriellen Produktion, die im ersten Quartal um 2% unter dem Vorjahresniveau lag. Die Lager an Fertigprodukten stiegen markant. Die Unternehmer beurteilten sie als zu hoch und produzierten dementsprechend weniger.

Die Kapazitätsauslastung nahm gegenüber dem ersten Quartal 1990 sowohl bei den export- als auch den binnenwirtschaftlich orientierten industriellen Unternehmungen von knapp 90% auf rund 85% ab. Damit sank sie wieder auf das Niveau von 1987. Wie die Umfrage der KOF-ETH weiter zeigte, reduzierten die Industriefirmen die Beschäftigung und bauten die Zahl der Überstunden – allerdings nur leicht – ab. Der Bestellungseingang und der Auftragsbestand verringerten sich weiter. Gemäss den Ergebnissen des neuesten Konjunkturtests der KOF-ETH sank der Indikator Geschäftsgang erneut kräftig. Die Unternehmer, die zu Beginn des Jahres die Wirtschaftsaussichten äusserst pessimistisch eingeschätzt hatten, beurteilten den zukünftigen Geschäftsverlauf jedoch wieder etwas positiver.

Privater Konsum

Der private Konsum wuchs im ersten Quartal 1991 gegenüber der Vorjahresperiode real um 1,9% (4. Quartal 1990: 1,4%) und erwies sich damit weiterhin als wichtige Konjunkturstütze. Während im Bereich des Dienstleistungskonsums die positive Entwicklung anhielt, war der Güterkonsum von gegenläufigen Bewegungen geprägt.

Die Detailhandelsumsätze stiegen gegenüber dem Vorjahresquartal real um 0,9% (4. Quartal 1990: 0,5%). Dieses Ergebnis spiegelte die nach wie vor kräftig wachsenden Umsätze bei den Nahrungs- und Genussmitteln. Die Ausgaben für Bekleidungsartikel und Textilwaren gingen jedoch wiederum zurück. Die Umsätze von dauerhaften Konsumgütern schrumpften ebenfalls. Insbesondere war der Absatz von Personewagen rückläufig. Im Dienstleistungssektor profitierte der Binnentourismus von den guten Wintersportbedingungen, welche die Zahl der Hotelübernachtungen von Inländern markant steigen liess.

Der vom Bundesamt für Konjunkturfragen (BfK) im April 1991 erhobene Konsumentenstimmungsindex verharrte mit minus 27 Punkten auf ausgesprochen tiefem Niveau (Januar 1991: -28). Die Konsumenten erwarten für die kommenden Monate eine schwächere Wirtschaftsentwicklung. Hingegen beurteilen sie ihre finanzielle Lage als etwas verbessert und betrachten den Zeitpunkt für grössere Anschaffungen wieder als günstiger.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen nahmen im ersten Quartal gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode real um 4,0% ab (4. Quartal 1990: 2,8%).

Die Bauinvestitionen gingen im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal real um 5,4% zurück (4. Quartal 1990: -0,8%). Die Ergebnisse der Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV) weisen darauf hin, dass sich die Abschwächung der Bauinvestitionen in den kommenden Monaten fortsetzen wird. Anfang April unterschritt der Gesamtarbeitsvorrat in der Bauindustrie das Vorjahresniveau real um rund 8% (4. Quartal: 4%). Nach wie vor bestehen jedoch in den einzelnen Bausparten erhebliche Unterschiede. Im öffentlichen Bau expandierte der Auftragsbestand um 5%, während er im privaten Bau weiter schrumpfte (-18%). Wie schon im Vorquartal war vor allem der Wohnungsbau von diesem Rückgang stark betroffen (-27%); aber auch im übrigen Hochbau verringerte sich der Arbeitsvorrat nochmals (-16%).

Die Ausrüstungsinvestitionen sanken im ersten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode um real 2,2% (4. Quartal 1990: -6,3%). Die negative Entwicklung des Vorquartals setzte sich somit fort. Die Ergebnisse der Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) von Ende Mai weisen auf ein nach wie vor schlechtes Investitionsklima hin. Die Bestellungseingänge aus dem Inland erhöhten sich zwar gegenüber dem Vorjahresquartal, diejenigen aus dem Ausland gingen jedoch empfindlich zurück. Der Arbeitsvorrat der befragten Unternehmungen reduzierte sich weiter und betrug nur noch 5,8 Monate (4. Quartal 1990: 6,1 Monate).

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1987	1988	1989	1990	1989					1991
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Import von Investitionsgütern, real ¹	10,0	-	5,7	3,0	8,7	12,0	2,4	7,4	-7,3	-5,9
Baubewilligte Wohnungen ³	-13,2	7,5	-0,1	-9,1	5,3	6,6	-31,0	-18,0	-17,5	-9,1
Neuerstellte Wohnungen ³	-16,3	2,1	-11,9	-3,1	-17,9	-6,9	-7,8	-4,6	3,0	5,6
Geplante indust. Bauten ²										
Raumvolumen	-0,1	-15,9	47,9	-	37,3	-	-	-	-	-
Anzahl Projekte	0,1	-5,0	3,6	-	-24,7	-	-	-	-	-

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

² Neu- und Erweiterungsbauten

³ In 96 Städten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA, BFS, Eidgenössische Oberzolldirektion

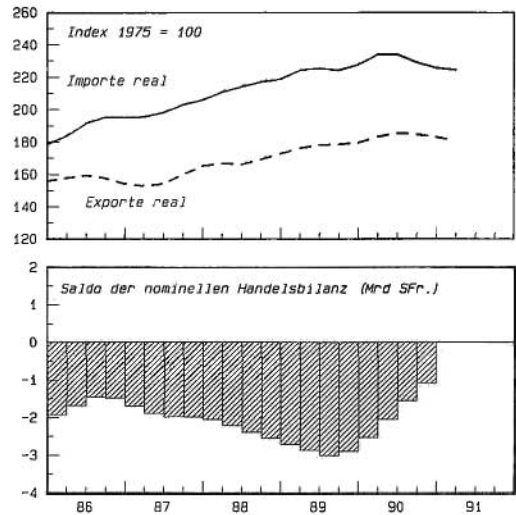
Aussenhandel und Ertragsbilanz

Der schweizerische Aussenhandel lag im ersten Quartal 1991 deutlich unter dem Vorjahresniveau. Das Export- und Importvolumen entspricht allerdings ungefähr demjenigen der Vorjahresperiode, wenn die Zahlen um die zwei Arbeitstage korrigiert werden, die im ersten Quartal 1991 weniger als im Vorjahresquartal gearbeitet wurden.

Die Güterausfuhren (ohne Edelmetalle) sanken gegenüber dem Vorjahr wertmässig um 2,8% und real um 3,9% (4. Quartal 1990: +0,5% bzw. +0,8%). Am stärksten gingen die Investitionsgüterausfuhren, vor allem von Textil- und Metallbearbeitungsmaschinen, zurück. Sie lagen real um 5,1% unter dem Vorjahreswert. Der Absatz von Rohstoffen und Halbfabrikaten schrumpfte real um 2,9% und derjenige von Konsumgütern um 3,7%. Dabei bildeten sich die Lieferungen der Textil- und Schuhindustrie am kräftigsten zurück. Aber auch die chemische Industrie exportierte leicht weniger als vor einem Jahr. Die Uhrenexporte lagen nach Jahren hoher Zuwachsraten deutlich unter dem Vorjahresergebnis.

Die Ausfuhrpreise konnten gemessen am Mittelwertindex um 1,2% angehoben werden, nachdem sie im vierten Quartal 1990 unter das Vorjahresniveau gesunken waren.

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

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

Die schweizerische Exportentwicklung widerspiegelte den Konjunkturverlauf in den einzelnen Ländern. Die Ausfuhren in den EG-Raum nahmen wertmässig nur noch geringfügig zu. Die Lieferungen nach der Bundesrepublik Deutschland

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1987 ^{a)}	1988 ^{b)}	1989 ^{a)}	1990 ^{a)}	1990 ^{a)}					1991 ^{a)}
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Reale Ausfuhr	1,5	7,0	5,2	4,5	3,2	10,2	2,6	5,7	0,8	-3,9
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	1,6	-	4,3	1,9	1,3	6,5	-2,5	4,6	-0,5	-2,9
Investitionsgüter	1,6	-	5,5	5,1	5,0	10,4	4,2	7,2	1,1	-5,1
Konsumgüter	1,7	-	5,9	6,3	2,7	14,1	6,3	4,8	1,3	-3,7
Ausfuhrpreise	-1,1	-	6,4	1,0	7,5	2,7	1,3	0,0	-0,2	1,1
Reale Einfuhr	6,4	5,2	5,3	2,7	4,8	7,0	2,2	5,7	-3,1	-4,0
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	3,2	-	6,7	1,8	3,7	5,4	1,7	1,9	-0,5	-4,9
Investitionsgüter	10,0	-	5,7	3,0	8,7	12,0	2,4	7,4	-7,3	-5,9
Konsumgüter	8,1	-	4,6	2,7	2,8	4,9	1,2	6,4	-1,3	-2,2
Einfuhrpreise	-4,2	-	8,5	-0,7	7,1	4,6	-2,3	-3,8	-1,7	-3,5

^{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

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

stiegen zwar angesichts der anhaltend kräftigen Nachfrage erneut stark, dagegen sank der Absatz nach Frankreich, Italien und Grossbritannien. Die Exporte in die EFTA-Länder nahmen ebenfalls ab, nachdem sie im vierten Quartal 1990 noch leicht gestiegen waren. Die Lieferungen in die ausser-europäischen OECD-Länder gingen deutlicher zurück als im Vorquartal, da sich das bisher hohe Ausfuhrwachstum nach Japan deutlich abschwächte. Auch im Nicht-OECD-Raum wurden weniger Güter abgesetzt: Sowohl die Exporte in die erdölexportierenden Länder als auch in die übrigen Entwicklungsländer waren rückläufig. Dagegen nahmen die Ausfuhren nach China und den ehemaligen Ostblockstaaten, mit Ausnahme der Sowjetunion und Jugoslawien, stark zu.

Die Einfuhren (ohne Edelmetalle) lagen im ersten Quartal 1991 nominell um 7,3% und real um 2,3% unter dem Vorjahresniveau. Der Importrückgang, der im vierten Quartal 1990 begonnen hatte, setzte sich somit etwas abgeschwächt fort. Alle

wichtigen Warengruppen waren von diesem Rückgang betroffen. Bei den Investitionsgütern war die Abnahme wie bereits im vierten Quartal 1990 überdurchschnittlich stark. Sowohl die Einfuhren von Maschinen und Apparaten als auch von Baubedarfswaren sanken volumen- und wertmässig erneut kräftig. Alle Industriezweige importierten geringere Mengen Rohstoffe und Halbfabrikate. Einzig die Einfuhren von Uhrenteilen und Papier erhöhten sich noch. Die Importe von Konsumgütern, insbesondere im dauerhaften Bereich, sanken.

Die Güterimporte aus dem EG-Raum gingen deutlich zurück. Vor allem die Einfuhren aus der Bundesrepublik Deutschland und den Benelux-Ländern sanken beträchtlich. Auch die Importe aus den EFTA-Ländern und den ausser-europäischen OECD-Ländern blieben hinter dem Vorjahresergebnis zurück. Einzig die Einfuhren aus den ehemaligen Staatshandelsländern nahmen zu.

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

	1988	1989 ^{a)}	1990 ^{b)}	1989 ^{a)} 1990 ^{b)}					1991 ^{b)}
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Total Einnahmen	132,5	153,2	160,8	39,1	40,6	40,6	40,3	39,3	40,5
Warenexporte	76,5	87,0	91,1	23,6	23,3	23,1	21,3	23,4	21,9
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	<i>74,1</i>	<i>84,3</i>	<i>88,3</i>	<i>22,8</i>	<i>22,6</i>	<i>22,4</i>	<i>20,6</i>	<i>22,7</i>	<i>21,2</i>
<i>Übrige Warenexporte²</i>	<i>2,4</i>	<i>2,7</i>	<i>2,8</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,8</i>
Dienstleistungsexporte	21,5	23,7	24,3	4,7	6,1	6,0	7,6	4,7	6,5
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	31,5	39,3	42,2	10,0	10,4	10,8	10,6	10,4	11,3
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,0	3,1	3,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Total Ausgaben	119,3	140,9	147,3	36,3	36,2	37,9	37,5	35,6	35,2
Warenimporte	85,4	98,7	100,3	26,0	26,3	25,9	23,5	24,6	24,5
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	<i>82,4</i>	<i>95,2</i>	<i>96,6</i>	<i>25,1</i>	<i>25,4</i>	<i>24,9</i>	<i>22,6</i>	<i>23,6</i>	<i>23,5</i>
<i>Übrige Warenimporte²</i>	<i>3,0</i>	<i>3,4</i>	<i>3,7</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>
Dienstleistungsimporte	11,4	12,5	13,1	2,4	1,8	3,4	5,3	2,6	1,9
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	17,0	23,9	27,5	6,4	6,6	6,9	7,0	6,9	7,2
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	5,5	5,9	6,5	1,4	1,5	1,7	1,7	1,6	1,6
Saldo der Ertragsbilanz	13,2	12,2	13,5	2,8	4,4	2,7	2,8	3,7	5,3

a) provisorisch

b) vorläufige Schätzung

¹ in Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

² inklusive elektrische Energie

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

Die Importgüter wurden insgesamt billiger. Die Preise gemessen am Mittelwertindex sanken mit 5,2% gegenüber der Vorjahresperiode deutlich stärker als im vierten Quartal 1990.

Das Defizit der schweizerischen Handelsbilanz (alle Warenkategorien) reduzierte sich im ersten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode von 2,8 Mrd. auf 2,3 Mrd. Franken. Die nominellen Importe gingen konjunkturbedingt stärker zurück als die Exporte.

Der Überschuss der Dienstleistungsbilanz erhöhte sich gegenüber dem Vorjahresquartal um 0,3 Mrd. Franken. Dieser Anstieg stammte vor allem aus dem Fremdenverkehr. Mit der Belebung der Börsenumsätze nahmen aber auch die Kommissionseinnahmen der Banken wieder zu.

Die Zahlungen an die ausländischen Arbeitskräfte erhöhten sich gegenüber dem Vorjahr um 0,2 Mrd. Franken. Im ersten Quartal 1991 wurden in der Schweiz 20 000 Grenzgänger mehr beschäftigt als ein Jahr zuvor. Die Einnahmen aus den Kapitalanlagen stiegen um 0,8 Mrd. auf 11,0 Mrd. Franken und die Ausgaben um 0,3 Mrd. auf 5,0 Mrd. Franken.

Insgesamt nahm der Überschuss in der Ertragsbilanz im ersten Quartal 1991 gegenüber dem Vorjahresquartal um 0,9 Mrd. auf 5,3 Mrd. Franken zu.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im ersten Quartal 1991 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 0,4% zu (4. Quartal 1990: 1,2%). Im Industriesektor ging die Beschäftigung weiter zurück (-0,1%). Der Zuwachs im Dienstleistungssektor betrug 1,3%. Die Zahl der Arbeitskräfte im Baugewerbe schrumpfte hingegen innert Jahresfrist um 2,9%. Im Bauhauptgewerbe sank die Beschäftigtenzahl sogar noch stärker (-3,5%).

Die Arbeitslosigkeit nahm im ersten Quartal deutlich zu. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote stieg auf 0,9%, verglichen mit 0,7% im vierten Quartal 1990. Im ersten Quartal 1991 betrug die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen durchschnittlich 27 835 (4. Quartal 1990: 21 529). Von der Arbeitslosigkeit am stärksten betroffen waren die Berufsgruppen Verwaltung und Büro, Gastgewerbe sowie Metall- und Maschinenindustrie. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen, die seit März 1990 zurückgeht, sank im Januar 1991 nochmals deutlich. In den beiden folgenden Monaten stabilisierte sie sich wieder etwas. Die saisonbereinigte Zahl der offenen Stellen betrug im ersten Quartal 1991 durchschnittlich 12 088 (4. Quartal 1990: 15 194).

Die Zahl der von Kurzarbeit betroffenen Arbeitskräfte stieg im ersten Quartal 1991 sprunghaft auf

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

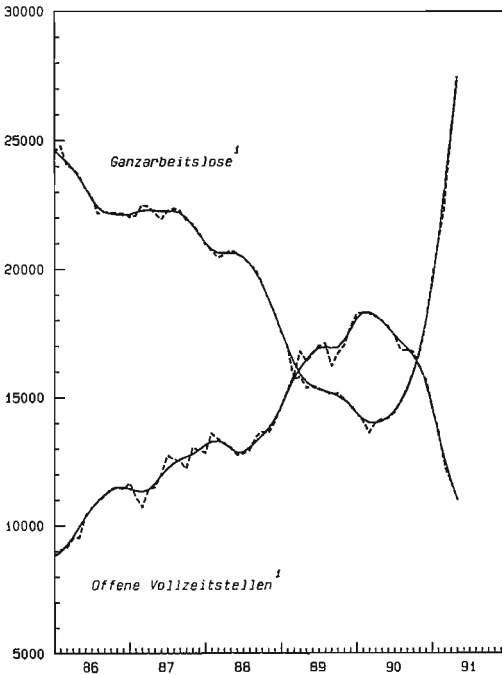
	1988	1989	1990	1989				1990				1991			
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April		
Index der Beschäftigten	1,3	1,2	1,2	1,4	1,7	1,4	1,3	1,2	0,4	-	-	-	-		
Arbeitslosenquote ^{2,3}	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,9	0,8	0,9	0,9	1,0		
Ganzarbeitslose ³	19 524	15 133	15 980	14 393	15 937	14 030	14 426	19 527	27 521	25 896	27 748	28 919	30 158		
Kurzarbeiter ³	3 947	603	671	342	472	432	312	1 473	9 137	3 491	7 486	16 433	20 206		
Offene Vollzeitstellen ³	13 552	17 007	16 711	17 404	18 029	18 460	16 764	14 181	11 600	11 657	11 617	11 527	11 129		

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

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und geglättet

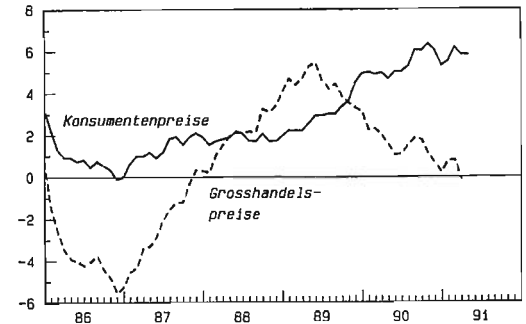
Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

durchschnittlich 9137 an. Im Vorquartal hatte sie noch 1473 betragen. Von der Kurzarbeit betroffen waren vor allem die Maschinen- und die Textilindustrie. Auf diese beiden Wirtschaftszweige entfielen im ersten Quartal rund 50% der ausgefallenen Arbeitsstunden.

Preise

Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im ersten Quartal 1991 um 5,9% über dem Vorjahreswert. Die Teuerung verharrte damit auf dem Niveau der Vorperiode. Die Heraufsetzung verschiedener administrierter Preise sowie die teilweise Überwälzung der stark gestiegenen Lohnkosten sorgten im ersten Quartal für einen weiteren Anstieg der Binnenteuerung (1. Quartal 1991: 6,6%; 4. Quartal 1990: 6,3%). Die Importteuerung ging zurück und betrug noch 4,0% (4. Quartal 1990: 4,9%). Die Preise für Dienst-

Grafik 13: Preisentwicklung



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

leistungen nahmen innert Jahresfrist wiederum deutlich stärker zu als jene für Waren.

Gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal stiegen die Gruppenindizes Heizung und Beleuchtung (9,8%), Miete (9,6%), Getränke und Tabak (6,2%) sowie Bildung und Erholung (5,8%) am stärksten. Die geringste Preissteigerung wies die Bedarfsgruppe Verkehr (3,6%) auf.

Die Teuerung wird auch im zweiten Quartal hoch bleiben. In den Monaten April und Mai lag der Landesindex der Konsumentenpreise um 5,9% bzw. 6,3% über dem Vorjahresniveau. Die Teuerung im Mai ist unter anderem auf den stark gestiegenen Mietpreisindex, der jeweils nur im Mai und November neu erhoben wird, und auf die Heraufsetzung der Bahntarife zurückzuführen.

Im Gegensatz zur Entwicklung der Konsumentenpreise schwächte sich der Preisanstieg auf Grosshandelsstufe erneut ab. Der Grosshandelspreisindex wies im ersten Quartal 1991 eine Jahressteigerung von 0,5% aus und setzte damit den Rückgang, der im dritten Quartal 1990 eingesetzt hatte, fort (4. Quartal 1990: 0,7%). Wie schon im dritten und vierten Quartal 1990 gingen die Preise für Rohstoffe und Halbfabrikate zurück (1,2%). Dagegen verteuerten sich innert Jahresfrist die Energieträger und Hilfsstoffe (4,4%) sowie die Konsumgüter (2,2%). Die Preise für Inlandwaren stiegen um 1,5%. Dies ist die niedrigste Teue-

rungsrate seit dem ersten Quartal 1988. Die importierten Güter verbilligten sich dagegen innert Jahresfrist um 2,3%.

Im April ging der Grosshandelspreisindex gegenüber der Vorjahresperiode wie schon im März um 0,1% zurück.

2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Im ersten Quartal 1991 betrug die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge durchschnittlich 29 260 Mio. Franken. Sie erhöhte sich gegenüber dem vierten Quartal 1990 um 1,6%, nachdem sie während mehr als zwei Jahren stetig gesunken war. Diese Trendwende ist vor allem auf die Zunahme des Notenumlaufs zurückzuführen. Im vergangenen Jahr hatte sich der Notenumlauf kontinuierlich zurückgebildet, obschon die Teue-

rung und das Realwachstum die nominellen Umsätze und damit den Bedarf an Zahlungsmitteln erhöhte. Ausschlaggebend für diese Entwicklung waren die stark steigenden Zinssätze gewesen, welche die Unternehmen und privaten Haushalte veranlasst hatten, ihre Kassenhaltung zugunsten zinstragender Anlageformen abzubauen. Sobald sich das Zinsniveau stabilisiert, nimmt bei höheren Umsätzen die Kassenhaltung des Publikums, insbesondere der Notenumlauf, in der Regel wieder zu.

Im ersten Quartal setzte die Nationalbank ihre seit August 1990 leicht gelockerte Geldpolitik fort. Die Geldmarktsätze gaben etwas nach, und die Obligationenrenditen gingen deutlich zurück. Unter diesen Umständen war damit zu rechnen, dass der Notenumlauf zunehmen würde. Die Nationalbank prognostizierte, dass die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge zwischen dem vierten Quartal 1990 und dem ersten Quartal 1991 um rund 150 Mio. Franken steigen würde.

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	NBGM ^{1,3}	Saisonfaktoren	SBNBGM ^{1,4}	Veränderung in % ²
1986	23 951	2,6	8 297	2,5	32 248	0,999	32 270	1,7
1987	24 785	4,0	8 647	4,5	33 432	1,001	33 403	4,9
1988	25 819	4,3	5 667	-54,0	31 486	0,999	31 521	-11,0
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 ⁵
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1990 2. Q.	25 629	-2,6	2 992	-16,8	28 621	0,992	28 862	-3,8
3. Q.	25 438	-2,6	3 045	-7,9	28 482	0,988	28 838	-3,3
4. Q.	26 302	-1,2	2 970	-6,5	29 272	1,016	28 809	-2,6
1991 1. Q.	26 490	1,3	3 062	-0,1	29 552	1,010 ^P	29 259 ^P	0,1 ^P
1990 Okt.	25 466	-2,1	2 894	-9,8	28 360	0,988	28 704	-3,4
Nov.	25 672	-1,3	2 939	-3,9	28 611	0,992	28 842	-2,1
Dez.	25 768	-0,2	3 076	-5,7	30 844	1,068	28 880	-2,2
1991 Jan.	26 923	0,5	3 174	0,9	30 097	1,027 ^P	29 306 ^P	-0,7 ^P
Feb.	26 186	1,3	2 996	-1,4	29 182	0,998 ^P	29 240 ^P	0,1 ^P
März	26 362	2,1	3 015	0,1	29 377	1,005 ^P	29 231 ^P	1,0 ^P
April	26 211	1,6	2 998	2,1	29 209	0,998 ^P	29 268 ^P	1,2 ^P
Mal	26 226	2,7	2 997	0,0	29 223	0,995 ^P	29 370 ^P	1,9 ^P

¹ Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

² Gegenüber Vorjahresperiode; Jahresveränderungen beziehen sich auf das vierte Quartal; Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsrate

³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

⁴ SBNBGM = Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge dividiert durch die entsprechenden Saisonfaktoren

⁵ Das Geldmengenziel bezog sich 1989 auf den Durchschnitt der zwölf auf Jahresbasis hochgerechneten monatlichen Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge des vierten Quartals des Vorjahres, zentriert auf November. In dieser Berechnungsweise betrug die Veränderung -1,9%.

^P provisorisch

Das Wachstum fiel indessen stärker aus; die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge übertraf den Stand des vierten Quartals 1990 um etwa 450 Mio. Franken. Der Zuwachs ist vor allem auf den kräftig gestiegenen Notenumlauf zurückzuführen, der den entsprechenden Vorjahreswert um 1,3% übertraf. Ein weiterer Grund war, dass die Banken ihre Liquiditätsnachfrage infolge der unmittelbar vor dem Ausbruch des Golfkriegs wachsenden Spannungen auf den Finanzmärkten deutlich erhöhten. In der zweiten Januarhälfte normalisierte sich die Situation wieder, und die Giro Guthaben beliefen sich bis zum Ende des Quartals auf rund 3 Mrd. Franken.

Für das zweite Quartal 1991 rechnet die Nationalbank mit einem durchschnittlichen Stand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 29,4 Mrd. Franken. Dies entspricht einem Zuwachs von rund 2% gegenüber dem vierten Quartal 1990. Im April betrug die bereinigte Notenbankgeldmenge 29268 Mio. Franken und im Mai 29370 Mio. Franken.

Aus den gleichen Gründen wie der Notenumlauf nahm auch die Geldmenge M_1 zu. Im ersten Quartal lag sie erstmals seit Anfang 1989 wieder über dem entsprechenden Vorjahreswert (+0,9%), nachdem sie im vierten Quartal 1990 noch um 2,2% gesunken war. Der Bargeldumlauf und die Sichteinlagen wuchsen dabei um 1,9% bzw. 0,4%.

Die Stabilisierung der kurzfristigen Geldmarktsätze, der nur noch leichte Anstieg der Zinssätze auf den Spareinlagen sowie der Rückgang der Obligationenrenditen wirkten sich spürbar auf die Entwicklung der Termineinlagen und der Spareinlagen aus. Die Terminanlagen verloren an Attraktivität und stagnierten auf dem Stand des Vorquartals. Da diese im vergangenen Jahr kräftig gestiegen waren, lagen sie allerdings immer noch um 8,4% über dem entsprechenden Vorjahresniveau (4. Quartal: 16,9%). Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Geldmengenaggregats M_2 bildete sich von 9,2% im letzten Quartal 1990 auf 5,7% im ersten Quartal 1991 zurück.

Im Gegensatz zu den Termineinlagen nahmen die Spareinlagen zu und übertrafen mit 163,3 Mrd. Franken den im August 1990 erreichten Tiefstwert um 7,1 Mrd. Franken. Sie lagen damit wieder

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M_1	M_2	M_3
1986	5,0	5,9	6,7
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,4	7,8	9,8
1989	-5,9	20,2	6,2
1990	-5,0	13,5	2,6
1990 2. Q. ²	-5,5	13,5	2,0
3. Q. ²	-5,2	10,1	1,7
4. Q. ²	-2,2	9,2	2,5
1991 1. Q.	0,9	5,7	3,1
1990 Sept. ²	-5,1	10,8	2,4
Okt. ²	-3,6	9,6	2,1
Nov. ²	-4,1	8,6	2,2
Dez. ²	1,0	9,4	3,1
1991 Jan. ²	0,8	7,1	2,9
Feb. ²	1,8	5,4	3,0
März ²	0,0	4,5	3,3
April ²	3,2	4,7	3,8

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

² provisorisch

M_1 = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

M_2 = M_1 + Quasi-Geld (inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)

M_3 = M_2 + Spareinlagen

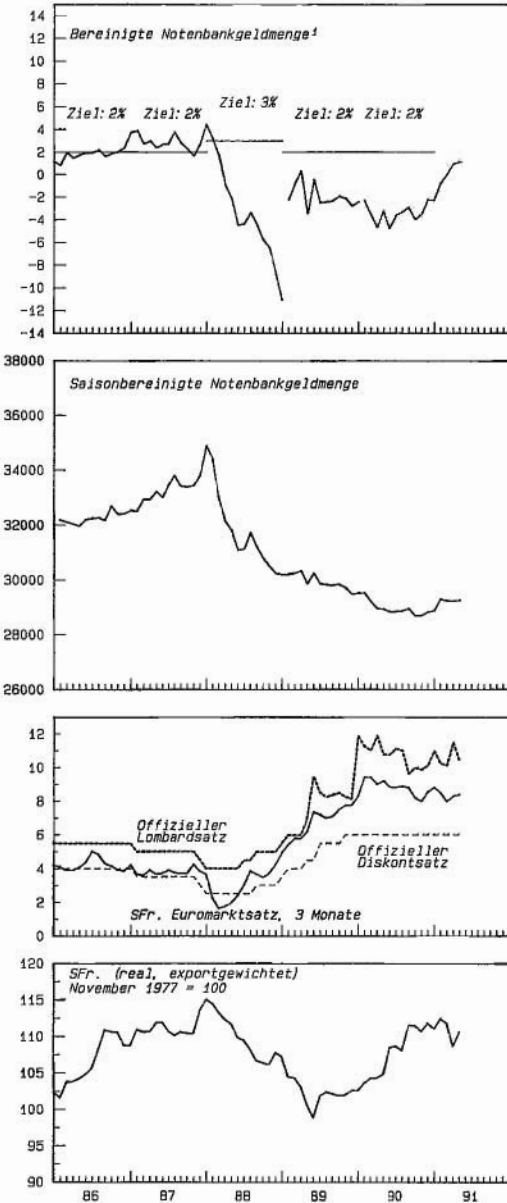
gleich hoch wie vor Jahresfrist. Die Geldmenge M_3 nahm leicht beschleunigt zu und übertraf das entsprechende Vorjahresniveau um 3,1%, gegenüber 2,5% im vierten Quartal 1990.

Geldmarkt

Die Geldmarktsätze, die sich im Laufe der ersten zwei Monate des Jahres deutlich zurückgebildet hatten, zogen im März wieder an. Im Durchschnitt des ersten Quartals lag der Tagesgeldsatz mit 8,1% geringfügig über dem Niveau der Vorperiode. Demgegenüber ging der Satz für dreimonatige Eurofrankendepots leicht auf 8,3% zurück. Im April blieben diese beiden Sätze nahezu unverändert.

Während sich die kurzfristigen Geldmarktsätze in der Schweiz nur wenig veränderten, stiegen die D-Mark-Sätze nochmals leicht an. Dagegen bildeten sich die Dollarsätze erneut deutlich zurück. In den ersten vier Monaten des Jahres 1991 waren

Grafik 14: Schweiz



¹ Ab 1989: Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge
 Bis 1988 und 1990: Wachstum der bereinigten bzw. saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode
 1989: Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der auf Jahresbasis hochgerechneten

somit die Zinsdifferenzen sowohl zu den höherliegenden D-Mark-Sätzen als auch zu den tieferliegenden Dollarsätzen grösser als im vierten Quartal 1990.

Die durchschnittlichen Vergütungen der Grossbanken für Festgelder (3 Monate) lagen im ersten Quartal 1991 mit knapp 7,7% beinahe um einen halben Prozentpunkt tiefer als im Vorquartal. Gleichzeitig gingen die Renditen der eidgenössischen Geldmarktbuchforderungen (3 Monate) um 0,2 Prozentpunkt auf 7,7% zurück.

Devisenmarkt

In den vier Monaten von Februar bis Mai 1991 wurde der Schweizer Franken uneinheitlich bewertet. Während sein Kurs gegenüber dem amerikanischen Dollar und dem japanischen Yen stark sank (19,0% bzw. 13,4%), fiel die Abwertung gegenüber den Währungen des Europäischen Währungs-Systems (EWS) vergleichsweise gering aus; gegenüber der D-Mark blieb der Frankenkurs praktisch unverändert. Die täglichen Schwankungen der Frankenkurse stiegen von Februar bis Mai im Vergleich zu den vorangegangenen vier Monaten auf mehr als das Doppelte; auf Jahresbasis lagen sie zwischen 10% und 30%.

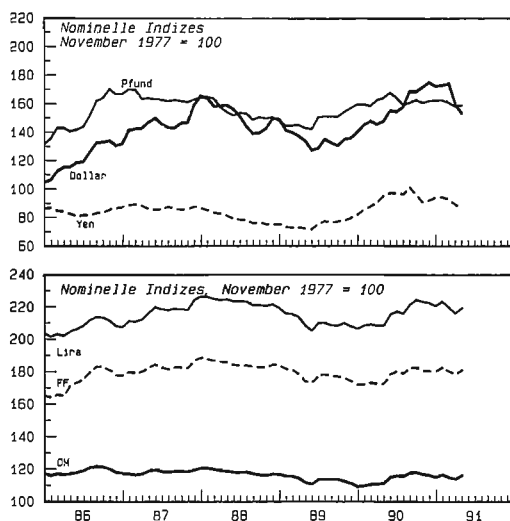
Im Durchschnitt der Monate Februar bis Mai 1991 betrug der Frankenkurs des amerikanischen Dollars Fr. 1,38 (Vorjahresperiode: Fr. 1,48), der Kurs der japanischen Währung Fr. 1,02 je 100 Yen (Fr. 0,97) und jener der D-Mark 85,3 Rappen (87,7 Rappen). Im Vorjahresvergleich gewann der Franken somit gegenüber dem Dollar um 6,4% und gegenüber der D-Mark um 2,7% an Wert, während er gegenüber dem Yen um 5,2% verlor.

Im Zeitraum von Februar bis Mai 1991 verkaufte die Schweizerische Nationalbank in Abstimmung mit den Interventionen anderer Zentralbanken

Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand des vierten Quartals des Vorjahres, zentriert auf November

Ziele: bis 1989 durchschnittliche monatliche Zuwachsrate gegenüber Vorjahr
 1990 Wachstumsrate des vierten Quartals gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

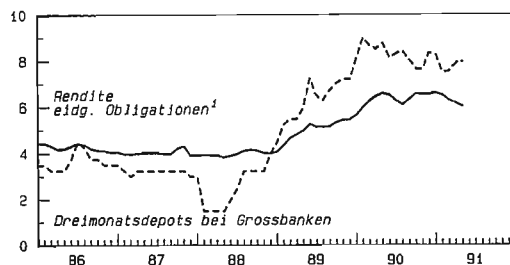
Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



480 Mio. Dollar gegen Schweizer Franken und kaufte 15 Mio. Dollar gegen D-Mark.

Im ersten Quartal 1991 sank der Index des realen Frankenkurses unter das Niveau der Vorperiode. Dennoch übertraf er den Vorjahreswert um 6,3% (4. Quartal: 8,5%). Am stärksten nahm der reale Frankenkurs gegenüber dem Dollar zu (15,4%). Der entsprechende Anstieg gegenüber der D-Mark, dem französischen Franken und dem japanischen Yen betrug 6 bis 7%. Gegenüber dem britischen Pfund verlor der Franken real um 2,8% an Wert.

Grafik 16: Zinssatzentwicklung



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

Kapitalmarkt

Am inländischen Obligationenmarkt waren die Renditen seit Jahresbeginn rückläufig. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen sank bis Ende April um insgesamt 0,6 Prozentpunkt auf 6,1%. Im Mittel der ersten drei Monate betrug sie 6,3% gegenüber 6,6% im Vorquartal. Die deutlich inverse Zinsstruktur zwischen den Geld- und Kapitalmarktsätzen trat damit noch etwas stärker hervor.

Die durchschnittliche Verzinsung von neu ausgegebenen Kassenobligationen der Grossbanken, die im Januar 1991 mit 7,5% einen Höhepunkt erreicht hatte, ging im Laufe der folgenden drei Monate auf 6,7% zurück. Die Verringerung der Refinanzierungskosten ermöglichte es den Banken, ihre Hypothekensätze selektiv herabzusetzen. Die Kantonalbanken senkten ihre Neuhypothekensätze im März und April um durchschnittlich 0,2 Prozentpunkt auf 7,8%. Dagegen erhöhten sie, wie bereits früher angekündigt, die Zinssätze auf Althypotheken weiter. Im Laufe der ersten vier Monate des Jahres stiegen sie – wie auch die Spareinlagensätze – im Mittel insgesamt um 0,3 Prozentpunkt. Der anhaltende Aufwärtsdruck war darauf zurückzuführen, dass die Banken mit unterschiedlicher Verzögerung reagierten.

Im ersten Quartal 1991 wurden Obligationen und Aktien in Höhe von insgesamt 13,2 Mrd. Franken emittiert (1. Quartal 1990: 16,1 Mrd.). Zwei Fünftel davon entfielen auf den Inlandbereich, wo gleichzeitig Rückzahlungen von 2,0 Mrd. Franken vorgenommen wurden. Die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten betrug damit wie im Vorjahresquartal 3,4 Mrd. Franken.

Kapitalexport

Im ersten Quartal bewilligte die Nationalbank Kapitalexportgeschäfte von insgesamt 10,8 Mrd. Franken. Dies entspricht einem Rückgang von 21% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode. Während die Kredite zwar noch um 23% zunahmen, gingen die anteilmässig bedeutenderen Anleihen um 30% zurück.

Dies war auf die Entwicklung der eigenkapitalbezogenen Anleihen zurückzuführen. Mit lediglich noch 302 Mio. Franken lagen die Wandelanleihen um 92% tiefer als vor Jahresfrist. Die Optionsanleihen waren dagegen mit 741 Mio. Franken beinahe unverändert. Dieses überraschende Ergebnis ist darauf zurückzuführen, dass in dieser Kategorie verschiedene unechte Auslandanleihen mit einbezogen sind, die zur Vermeidung der Verrechnungssteuer über ausländische Niederlassungen der Emissionsbanken begeben wurden. Diese betragen 60% des Gesamtvolumens der im ersten Quartal bewilligten Optionsanleihen. Ohne die zusätzlichen Anleihen wären die Optionsanleihen ebenfalls stark zurückgegangen.

Das Volumen der gewöhnlichen (Straight-)Anleihen erreichte mit 6,8 Mrd. Franken praktisch das sehr hohe Vorjahresniveau, und deren Anteil am Emissionstotal stieg auf 87% (1. Quartal 1990: 61%). Insbesondere die rückläufigen Renditen von ausländischen Anleihen wirkten sich auf diesen Sektor günstig aus. Im März stiegen die Renditen indessen leicht an und pendelten sich in der Folge bei rund 6,75% ein. Erwartungen über ein weiteres Nachlassen der Kapitalmarktsätze sowie ungünstigere Swapkonditionen liessen die Geschäftstätigkeit auf dem Sektor der gewöhnlichen (Straight-)Anleihen im März jedoch abflauen.

Im ersten Quartal 1991 betrug der Anteil Japans am gesamten bewilligungspflichtigen Kapital-

export nur noch 11% gegenüber 33% in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Quote Westeuropas stieg gleichzeitig von 42% auf 51% und diejenige Nordamerikas von 14% auf 22%. Der Anteil der anderen Ländergruppen insgesamt nahm von 10% auf 16% zu und derjenige der internationalen Entwicklungsorganisationen von 2% auf 8%.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der 67 Banken erhöhte sich zwischen Ende März 1990 und Ende März 1991 um 7%. Infolge der Fusion zwischen der Hypothekarkasse des Kantons Bern und der Kantonalbank von Bern zur Berner Kantonalbank verringerte sich die Zahl der Banken, die der Berichterstattung über die Entwicklung der Bankbilanzen dient, von 68 auf 67.

Die Finanzanlagen (Liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) lagen am Ende des ersten Quartals 1991 um 12% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Dieses Wachstum ist vor allem auf die um 37% höheren Bestände an Wechseln und Geldmarktpapieren zurückzuführen. Die liquiden Mittel waren nur unwesentlich höher als vor Jahresfrist (2%), während die Wertschriften – die bedeutendste Position unter den Finanzanlagen – geringfügig (– 3%) und der Saldo des Interbankgeschäftes mit minus 68% deutlich unter dem Stand vor Jahresfrist lagen. Der Abbau der

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
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
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1989 4. Q.	8 316,0	2 139,6	174,1	10 629,7
1990 1. Q.	11 237,8	2 203,9	165,2	13 606,9
2. Q.	5 918,8	2 804,0	357,6	9 080,4
3. Q.	7 668,9	2 427,7	270,0	10 366,6
4. Q.	7 348,2	3 089,0	143,5	10 580,7
1991 1. Q.	7 862,6	2 801,4	108,9	10 772,9

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

Nettoposition der 67 Banken gegenüber Banken im Ausland, auf den der Rückgang des Interbanksaldos in erster Linie zurückzuführen war, verlangsamte sich jedoch im Lauf des ersten Quartals.

Sowohl die Kredite insgesamt als auch die inländischen Debitoren (Kontokorrentkredite plus feste Vorschüsse) nahmen zwischen Ende März 1990 und Ende März 1991 um 8% zu. Die Hypothekendarlehen erhöhten sich innerhalb eines Jahres nur noch um knapp 7%. Derart tiefe Jahreswachstumsraten wiesen die Hypotheken zum letzten Mal im Jahre 1971 auf. Auch die Baukredite weisen auf die Abschwächung der Baukonjunktur hin. Während die Beanspruchung der eingeräumten Limiten noch um 20% anstieg, verharrte der Stand der Limiten auf dem Vorjahresniveau. Dementsprechend verengte sich der Spielraum der offenen Limiten (– 15%).

Zwischen Ende März 1990 und Ende März 1991 reichte der Zufluss an Publikumsgeldern (9%) aus, um die Nettokreditvergabe zu finanzieren. In den Jahren zuvor war dies nicht mehr der Fall gewesen, was sich jeweils in einem massiven

Rückgang der Finanzanlagen bemerkbar gemacht hatte.

Die infolge der inversen Zinsstruktur der letzten Jahre beobachteten Umlagerungen von den Kreditoren auf Sicht und den Spar- und Depositenheften zu den Kreditoren auf Zeit haben deutlich nachgelassen. Die Kreditoren auf Sicht lagen Ende März nur noch um 1% unter dem Vorjahresvergleichswert und die Spar- und Depositenhefte sogar 1% darüber. Die Kreditoren auf Zeit wiesen mit 16% jedoch eine nach wie vor relativ hohe Wachstumsrate auf. Die auf Schweizer Franken lautenden Kreditoren auf Zeit lagen allerdings nur noch 11% über ihrem Vorjahresvergleichswert. Die Kassenobligationen und Obligationen lagen am Quartalsende 9% über dem Wert, den sie ein Jahr zuvor aufgewiesen hatten.

Die Treuhandanlagen bei den 67 Banken lagen Ende März knapp unter ihrem Vorjahreswert. Rund ein Drittel der Treuhandpassiven entstammten dem Inland. Die den Banken anvertrauten Gelder wurden praktisch ausschliesslich im Ausland plaziert.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 7 juin 1991¹

A. Aperçu

1. Etranger

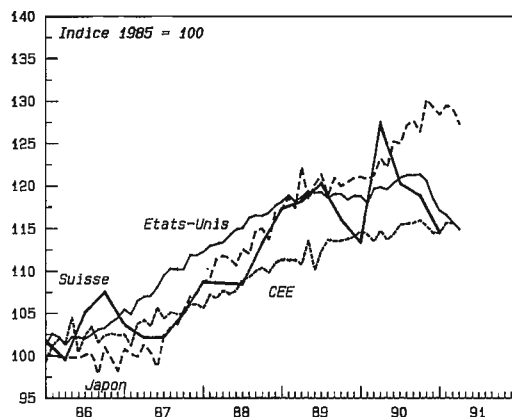
Evolution de la conjoncture

Au premier trimestre de 1991, la croissance économique a encore fléchi dans les grands pays industrialisés. La guerre du Golfe a accentué l'affaiblissement de la conjoncture. Les voyages internationaux ont tout particulièrement ressenti les effets de cette évolution. Dans la zone de l'OCDE, le décalage conjoncturel est resté important entre les pays anglo-saxons, d'une part, et l'Allemagne et le Japon, d'autre part. En effet, la récession s'est amplifiée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, mais les économies allemande et japonaise ont enregistré encore une expansion substantielle, bien que, dans ces deux pays aussi, la haute conjoncture ait perdu de sa vigueur. La croissance de la demande étrangère a marqué un repli en Allemagne, la demande intérieure restant soutenue quant à elle, alors que cette dernière a diminué au Japon. En France et en Italie, les tendances à la stagnation, déjà perceptibles au second semestre de 1990, ont continué.

La fin de la guerre du Golfe, dans les derniers jours de février, a fait disparaître des incertitudes qui, dans les pays industrialisés, avaient donné un coup de frein supplémentaire à l'activité économique après l'éclatement de la crise du Golfe, en été 1990. Mais ce facteur ne devrait toutefois pas engendrer suffisamment d'effets pour compenser la quasi-stagnation qui, entre temps, s'est étendue à de nombreux pays industrialisés. L'OCDE estime que le produit national brut réel des Etats membres augmentera en moyenne de 1% seulement en 1991, alors qu'une progression de 2,1% était prévue précédemment. Elle s'attend à ce que la conjoncture franchisse le creux de la vague au second semestre de 1991 et à ce que la croissance soit sensiblement plus forte en 1992.

¹ Le rapport, achevé à la mi-mai, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de février et d'avril 1991.

Graphique 1: Production industrielle



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

L'affaiblissement de la conjoncture a entraîné une hausse du taux moyen de chômage dans la zone de l'OCDE. Ce taux atteignait 6,8% en mars, contre 6,3% en décembre 1990. Le nombre des chômeurs s'est accru tout particulièrement au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Une augmentation a été enregistrée aussi dans les autres grands pays industrialisés, à l'exception du Japon.

Au premier trimestre, le taux moyen d'inflation a continué à se replier dans les pays de l'OCDE. Il a passé de 7,2% en décembre à 6,3% en mars. La nette baisse que les prix pétroliers ont marquée à partir de la mi-janvier a contribué pour une bonne part à cette détente du renchérissement. Le prix du baril de pétrole s'inscrivait à 20 dollars à fin mars, alors qu'il atteignait environ 33 dollars en septembre 1990.

Politique économique

L'évolution de la conjoncture a incité la Réserve Fédérale à relâcher les rênes monétaires au premier trimestre. Ainsi, le taux des fonds fédéraux a diminué et, jusqu'à la fin du mois d'avril, le taux of-

ficiel de l'escompte a été ramené, en deux étapes, à 5,5%. Pour les mêmes raisons, la Banque d'Angleterre a donné un cours un peu moins restrictif à sa politique, de sorte que les banques ont réduit leur taux de base à plusieurs reprises; en avril, elles appliquaient un taux de 12%. D'un autre côté, les banques centrales allemande et japonaise ont maintenu le cours restrictif de leur politique, le risque d'une accélération de l'inflation étant toujours jugé élevé. Au début du mois de février, la Banque fédérale d'Allemagne a relevé une nouvelle fois d'un demi-point ses taux; elle a ainsi porté le taux de l'escompte à 6,5%, et le taux lombard, à 9%. Après cette hausse, les rémunérations à court terme se sont stabilisées en Allemagne. Au Japon par contre, elles ont encore augmenté légèrement. La Banque de France a ramené de 9,25% à 9% son taux des appels d'offres, étant donné le faible renchérissement et la conjoncture moins vigoureuse. La banque centrale italienne a assoupli elle aussi sa politique; les rémunérations à court terme se sont repliées, et le taux officiel de l'escompte a été réduit de 12% à 11,5% à la mi-mai.

L'affaiblissement de la conjoncture a accentué les déséquilibres des finances publiques, en particulier dans les pays anglo-saxons. Aux Etats-Unis, les recettes seront inférieures, selon de récentes estimations officielles, à ce qui était attendu, et les comptes pour l'exercice 1990/91 se solderont par un déficit plus élevé que prévu. Dans son budget pour l'exercice 1991/92, le gouvernement britannique s'attend à un excédent de dépenses, le premier depuis l'exercice 1986/87. En vue de soutenir la conjoncture, l'imposition des sociétés a été allégée. En Allemagne, des hausses substantielles d'impôts entreront en vigueur le 1^{er} juillet pour financer la reconstruction des nouveaux Länder et limiter l'expansion du déficit budgétaire. Au premier trimestre, la France a fait de légères coupes dans les dépenses de l'année 1991 pour éviter un accroissement du déficit public.

Marchés des changes

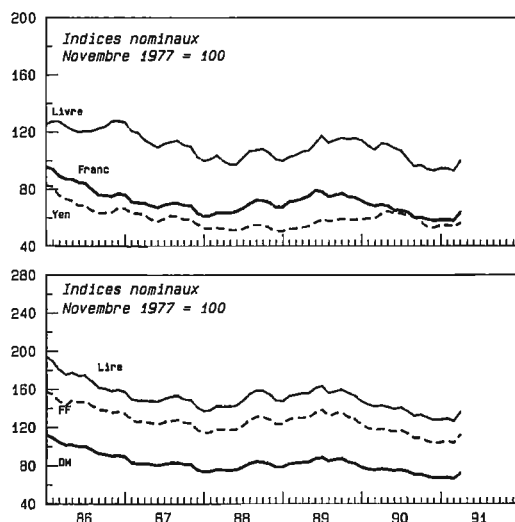
Le dollar des Etats-Unis, après la fin des hostilités dans le Golfe, s'est raffermi vis-à-vis de toutes les monnaies importantes. Entre les mois de février et de mai 1991, il a regagné 5,5% face au yen japo-

nais et entre 15,2% et 19% par rapport aux monnaies du Système monétaire européen (SME). Les autorités monétaires sont intervenues à plusieurs reprises sur les marchés des changes pour freiner la hausse du dollar. Durant la même période, le franc suisse a fléchi de 19% face à la monnaie américaine. Les fluctuations journalières du dollar ont atteint plus du double de ce qui avait été observé pendant les quatre mois précédents.

En dépit de cette revalorisation, le dollar enregistrait toujours, en moyenne des mois de février à mai, un recul par rapport à la période correspondante de 1990. Le repli atteignait encore 2,8% et 10% face aux monnaies du SME, 6,4% vis-à-vis du franc suisse et 11,2% par rapport au yen japonais.

Au premier trimestre, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, était inférieur de 6,2%, en termes nominaux, et de 6,5%, en termes réels, à ses niveaux de la même période de 1990. En revanche, le yen s'est revalorisé de 7,4% et de 3,6%. De son côté, le cours pondéré du mark a augmenté de 1,4% en termes nominaux, mais reculé de 1,5% en termes réels. Quant au franc suisse, il a marqué une hausse tant en termes nominaux (4,2%) que réels (6,3%).

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



Au sein du SME, de fortes tensions ont été observées par moments, à cause notamment des pressions à la baisse que le franc français a subies face à la peseta espagnole. Les banques centrales des deux pays ont dû par conséquent intervenir sur les marchés des changes, entre février et mai, pour maintenir leur monnaie à l'intérieur de la marge de fluctuation.

Problèmes économiques et monétaires internationaux

Le Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international (FMI) a approuvé, en avril, l'entrée de la Suisse au FMI et a fixé sa participation au capital du Fonds (quote-part) à 1,7 milliard de droits de tirage spéciaux (DTS); en mars 1991, le DTS valait 1,91 franc. La neuvième révision générale des quotes-parts, qui prévoit une augmentation globale du capital du FMI de 50% et qui devrait être ratifiée d'ici la fin de l'année, portera toutefois la quote-part de la Suisse à 2,47 milliards de DTS. Le Conseil des gouverneurs de la Banque mondiale se prononcera, quant à lui, en juin, sur la candidature de la Suisse au Groupe de la Banque mondiale. Dans l'intervalle, le Conseil fédéral a publié son message concernant l'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods. Le Conseil des Etats examinera le projet à la session de juin. Le financement des participations au capital des institutions du Groupe de la Banque mondiale – la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) et ses deux organisations affiliées, à savoir la Société financière internationale (SFI) et l'Association internationale de développement (IDA) – sera assuré par la Confédération. Les promesses de crédit à ouvrir en faveur du Groupe de la Banque mondiale s'élèvent à 3,32 milliards dollars ou à 4,99 milliards de francs suisses (cours de mars). De son côté, la Banque nationale suisse prendra à sa charge la contribution financière en vue de l'adhésion au FMI. Cette contribution est de 2,47 milliards de DTS ou de 4,73 milliards de francs. Un quart environ de cette somme devra être fourni en monnaies étrangères; pour le solde, la BNS devra déposer des titres libellés en francs suisses, non négociables et non rémunérés, que le FMI pourra se faire payer à vue. La participation au capital du FMI reviendra en fait à modifier partiellement la

composition des réserves monétaires. Il peut en résulter des coûts si la rémunération servie sur ces réserves est plus faible. Le projet de loi fédérale sur la participation de la Suisse aux institutions de Bretton Woods précise que le Conseil fédéral collaborera avec la Banque nationale pour ce qui a trait aux relations avec le FMI et que les représentants de la Suisse au FMI seront désignés en accord avec la Banque nationale.

Au cours des premiers mois de l'année, le FMI a accordé d'importants crédits à tous les pays de l'Europe de l'Est, à l'exception de l'Union soviétique, de la Yougoslavie et de l'Albanie. L'aide financière qu'il a prévu d'apporter en 1991 s'élève à 5 milliards de dollars; ce montant correspond au quart du total des besoins de fonds que ces pays auront selon des estimations du FMI. Les crédits à la Pologne et à la Hongrie ont été consentis dans le cadre du mécanisme élargi de prêt («extended financing facility»), qui est à moyen terme. La Tchécoslovaquie, la Bulgarie et la Roumanie ont obtenu des crédits dans le cadre d'accords de confirmation («stand-by arrangements»). En outre, ces cinq pays ont tous bénéficié de la facilité de financement compensatoire et de financement pour aléas extérieurs («compensatory and contingency financing facility»).

Le Club de Paris, organisation des Etats créanciers, a satisfait à une demande de la Pologne à la mi-mars. Il a en effet réduit de 50% la dette extérieure de 33,5 milliards de dollars que ce pays avait envers des créanciers du secteur public. Les modalités d'application de cette généreuse remise de dette ont été fixées, à fin avril, dans un accord de rééchelonnement. Les Etats-Unis et la France ont été encore plus larges, puisqu'ils ont accepté d'effacer la dette de la Pologne à raison de respectivement 70% et 60%. Le Club de Paris a voulu ainsi soutenir les efforts déployés par ce pays pour réformer et assainir son économie. La Suisse a participé à cet accord de rééchelonnement pour 420 millions de dollars.

L'installation de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) a eu lieu le 15 avril. La BERD a été fondée pour soutenir le développement du secteur économique privé dans les pays de l'Europe de l'Est. C'est pourquoi 60% au moins de son aide financière

ira au secteur privé. La Suisse participe pour 2,28% (410 millions de francs) au capital de la BERD.

Après d'âpres négociations au sujet du règlement des arriérés, le Brésil et ses banques créancières étaient proches, à fin avril, de la conclusion d'un accord portant sur quelque 50 milliards de dollars de créances. Le Brésil a l'intention de payer, d'ici la fin de l'année, les 8 milliards de dollars d'intérêts qu'il doit depuis juillet 1989; un quart sera pris sur ses propres réserves de devises, et le solde sera avancé par les banques grâce à un emprunt qui sera offert en souscription après la signature de l'accord de rééchelonnement. Auparavant, le Brésil doit entamer de nouvelles négociations avec le FMI, car le paquet financier dont les grandes lignes avaient été arrêtées en automne 1990 ne tient pas compte du nouveau dérapage de l'économie brésilienne.

2. Suisse

Après le ralentissement de la croissance, perceptible depuis l'automne dernier, un net affaiblissement de la conjoncture a été observé, au premier trimestre de 1991, en Suisse. Le produit intérieur brut réel était inférieur de 0,3% à son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Un tel repli n'avait plus été enregistré depuis le début de 1983. Les investissements – constructions et biens d'équipement – n'ont de loin pas atteint le chiffre du premier trimestre de 1990. Bien que les dépenses de consommation aient progressé, la demande intérieure a diminué. La demande étrangère a elle aussi faibli nettement. Les exportations de marchandises, qui avaient fortement progressé au cours des trois dernières années, ont reculé du premier trimestre de 1990 à la période correspondante de 1991.

Le renchérissement est resté élevé: au premier trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5,9% le niveau observé un an auparavant. En mai, les prix à la consommation ont enregistré une nouvelle et sensible hausse à la suite notamment de la majoration des loyers et des tarifs des chemins de fer; de ce fait, le taux annuel de renchérissement a passé à 6,3%. Le chômage a continué à s'accroître. En données corrigées

des variations saisonnières, le taux de chômage atteignait 0,9% au premier trimestre, contre 0,6% les trois mois précédents. Le nombre des places vacantes, annoncées aux offices du travail, a encore diminué, alors qu'augmentait sensiblement le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail.

Selon les indicateurs disponibles, la stagnation de l'économie suisse devrait persister au cours des prochains mois. Les crédits de construction – total des limites ouvertes – sont tombés au-dessous des niveaux observés un an auparavant. L'indicateur sur la marche des affaires dans l'industrie, que calcule le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, s'est inscrit en nette baisse. Un recul de cette ampleur n'avait plus été enregistré depuis la période couvrant les derniers mois de 1981 et les premiers de 1982. Les entrées de commandes – de l'étranger en particulier – ont fléchi, et les carnets de commandes, diminué. Aussi les entreprises s'attendent-elles à un nouvel affaiblissement de la marche des affaires au cours des prochains mois. Seule l'industrie de l'alimentation, des boissons et du tabac porte un jugement toujours favorable sur ses perspectives. La marche des affaires de cette industrie a même atteint un record au premier trimestre.

Au premier trimestre, l'indice du cours réel du franc suisse a reculé pour s'établir au-dessous du niveau du trimestre précédent. En données pondérées par les exportations, le cours réel du franc était toutefois supérieur de 6,3% à son niveau du premier trimestre de 1990 (quatrième trimestre 1990: 8,5%). Les plus fortes revalorisations ont été observées face au dollar et au mark allemand.

La Banque nationale a légèrement assoupli sa politique monétaire à partir de la fin de l'été dernier. De ce fait, la monnaie centrale dessaisonnalisée a augmenté entre le quatrième trimestre de 1990 et les trois premiers mois de 1991, passant en moyenne de 28 800 millions à 29 260 millions de francs. L'évolution des billets en circulation a joué un rôle primordial dans cette progression. Après avoir diminué pendant environ deux ans, les billets en circulation se sont accrus au premier trimestre. Ce retournement de tendance s'explique principalement par le léger relâchement du degré de rigueur de la Banque nationale.

A la suite de la modification de la politique monétaire, les taux à court terme se sont stabilisés à un haut niveau. Les rendements des obligations ont fléchi nettement. Cependant, quelques banques ont encore relevé légèrement les rémunérations qu'elles servent sur les dépôts d'épargne.

Pour le deuxième trimestre de 1991, la Banque nationale table sur un volume de monnaie centrale dessaisonnalisée de 29,4 milliards de francs en moyenne. Comparé au quatrième trimestre de 1990, ce volume donne une augmentation d'environ 2%.

B. Evolution économique dans d'importants pays industrialisés

Etats-Unis

La phase de récession, dans laquelle l'économie américaine est entrée au second semestre de 1990, s'est poursuivie durant les trois premiers mois de l'année en cours. Le produit national brut réel a diminué de 2,6% par rapport au quatrième trimestre de l'an dernier (les variations d'un trimestre à l'autre sont exprimées en taux annualisés). La contraction enregistrée par le produit national brut entre octobre et décembre 1990 était due surtout à la réduction des stocks; entre janvier et mars, elle a découlé essentiellement de la diminution de 2,8% de la demande finale. Bien que les marchés financiers aient réagi positivement à la fin de la guerre du Golfe, les indicateurs conjoncturels disponibles ne laissent pas encore présager un revirement de tendance au cours des prochains mois.

La baisse du produit national brut s'explique en majeure partie par la diminution de 15,9% que les investissements des entreprises ont enregistrée par rapport au dernier trimestre de 1990. En revanche, les dépenses de consommation, qui avaient régressé de 3,4% au quatrième trimestre de 1990, ne se sont contractées que de 1,3%. La demande intérieure n'a pas été la seule à s'affaiblir; les exportations réelles de biens et de services, jusque-là un important soutien de la conjoncture, ont également baissé de 2,6%. Cette évolution est due en partie à la guerre du Golfe, qui a

donné un sévère coup de frein au tourisme. La demande intérieure moins soutenue s'est traduite également par une diminution de 11,3% des importations. Le recul a donc été plus fort du côté des achats à l'étranger que de celui des exportations.

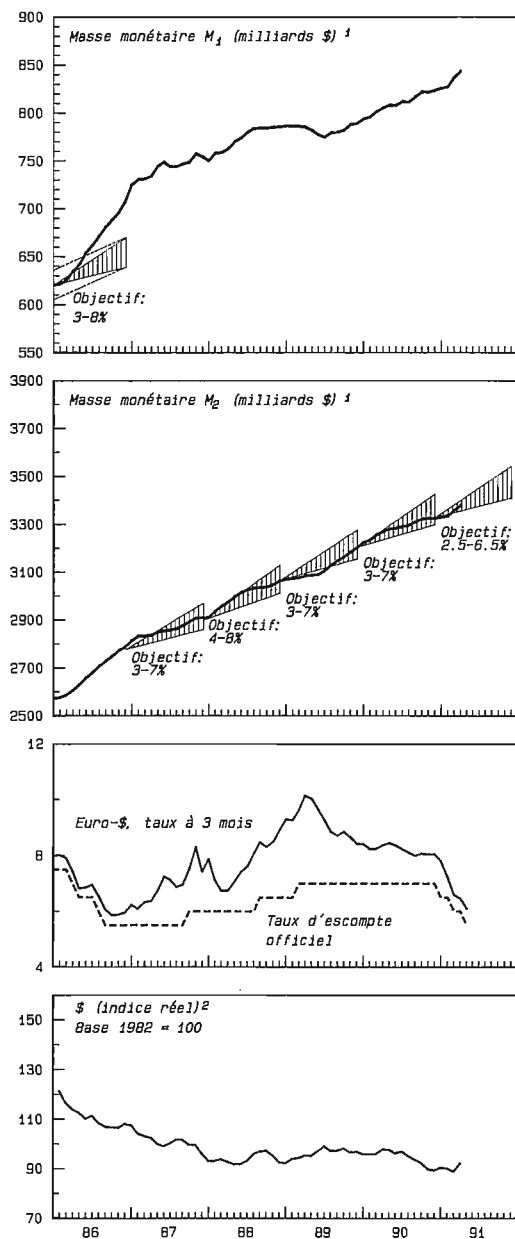
Après une régression de 8,2% au quatrième trimestre de 1990, la production industrielle a encore diminué de 8,1% durant les trois premiers mois de 1991. Elle était inférieure de 2,3% à son niveau de la période correspondante de 1990. D'un trimestre à l'autre, le taux d'utilisation des capacités a fléchi de 81,3% à 79,3%, et la situation s'est dégradée en conséquence sur le marché du travail. Le nombre des personnes occupées a diminué de 243 000 par mois, contre 195 000 au dernier trimestre de 1990; en moyenne trimestrielle, il était en baisse de 0,5% par rapport à la période correspondante de l'an dernier. En corollaire, le taux de chômage a augmenté de 5,9% au quatrième trimestre de 1990 à 6,5% au trimestre suivant.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a faibli; par rapport à l'année précédente, il a passé de 6,2% au quatrième trimestre de 1990 à 5,3% en moyenne des trois premiers mois de l'année. La décre rapide des prix pétroliers au lendemain du déclenchement des hostilités dans le Golfe en est la raison. Abstraction faite des produits alimentaires et de l'énergie, le renchérissement s'est toutefois légèrement accéléré d'un trimestre à l'autre.

Conjuguée à la contraction du volume des importations, qui reflète le tassement de la conjoncture, la baisse des prix pétroliers a favorisé la tendance à la réduction du solde négatif de la balance commerciale. Le déficit mensuel s'est établi, en moyenne, à 5,5 milliards de dollars au premier trimestre, contre 9 milliards au cours de la période précédente.

La récession devrait se traduire par un déficit des comptes de l'Etat fédéral supérieur au montant inscrit au budget de l'exercice 1991. Le déficit cumulé de la première moitié de l'exercice – octobre 1990 à mars 1991 – ne s'écarte qu'à peine du montant budgété. Mais ce bon résultat s'explique par des facteurs passagers. Les contributions des

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

coalisés à l'effort de guerre américain, qui ont été versées presque intégralement jusqu'à fin mars, et le blocage, imposé par le Congrès, des dépenses afférentes à l'assainissement des caisses d'épargne ont probablement amélioré de quelque 25 milliards de dollars les comptes de l'Etat. Comme le Congrès a débloqué, entre temps, une enveloppe supplémentaire de 78 milliards de dollars en vue de l'assainissement des caisses d'épargne, la seconde moitié de l'exercice se soldera par un déficit sensiblement supérieur à ce qui avait été prévu initialement. Selon des estimations officielles, l'excédent de dépenses devrait en fin de compte dépasser nettement les 300 milliards de dollars.

Au premier trimestre, la Réserve Fédérale a assoupli davantage sa politique monétaire. Elle a réduit en plusieurs étapes le taux des fonds fédéraux, qui est son principal instrument de gestion de la masse monétaire; de 7,25% à fin décembre, ce taux a été ramené à 5,75% en avril. En outre, elle a abaissé à deux reprises, les 1^{er} février et 29 avril, son taux de l'escompte, qui a ainsi passé de 6,5% à 5,5%. Les rémunérations des dépôts à trois mois sur le marché des euro-dollars ont continué à fléchir, alors que les taux des obligations fédérales se maintenaient au-dessus de 8%. Du fait du repli des taux d'intérêt, la croissance de la masse monétaire M_2 a commencé à s'accélérer au cours du premier trimestre. En avril, M_2 évoluait déjà sur la frange supérieure de la fourchette de 2,5% à 6,5% qui lui a été assignée.

Japon

Les premiers signes d'un ralentissement de la croissance de l'économie japonaise se sont manifestés durant les deux trimestres à la charnière de 1990 et de 1991. Entre octobre et décembre, le produit national brut a augmenté, en taux annualisé, de 2,1% par rapport au trimestre précédent, au cours duquel il avait progressé de 4,6%. Il dépassait de 4,6% le niveau observé un an plus tôt. La demande intérieure a diminué pour la première fois depuis près de cinq ans. La consommation privée, encore en hausse de 1,6%, par rapport aux trois mois précédents, au troisième trimestre, s'est contractée de 1,2% au quatrième. La construction de logements a diminué de 6,4%, et les

stocks ont été encore réduits. En revanche, les investissements des entreprises, en augmentation de 12,4%, ont continué de croître au même rythme. Les exportations ont elles aussi enregistré une progression vigoureuse de 11,6%; elles ont constitué le principal moteur de la conjoncture. La demande intérieure ayant été moins soutenue, les importations ont régressé de 2,4%.

Le tassement de la conjoncture devrait se poursuivre en 1991. Les prévisions quant à la croissance du produit national brut se situent entre 3% et 4%. Le niveau élevé des taux d'intérêt et l'attitude restrictive des banques en matière d'octroi de crédits ont amené les entreprises à faire des coupes claires dans leurs projets d'investissements. Selon une enquête de l'association patronale, les investissements ne devraient pas progresser de plus de 2,1% pendant l'exercice allant d'avril 1991 à mars 1992, contre 15,5% au cours des douze mois précédents. Les deux principaux piliers de la croissance devraient être les exportations, qui ont été favorisées par la faiblesse du yen en 1990 et par les efforts des exportateurs japonais en vue de créer de nouveaux débouchés en Europe, ainsi que la consommation; selon les informations disponibles, il semble que cette dernière se soit inscrite en reprise au premier trimestre. Durant cette période, la production industrielle dépassait de 5,9% le niveau observé un an auparavant.

Malgré le versement de près de 9 milliards de dollars à titre de contribution aux coûts de la guerre du Golfe, l'excédent de la balance courante a augmenté de 6,4 milliards de dollars au quatrième trimestre de 1990 à 17 milliards au trimestre suivant. La forte diminution des voyages à l'étranger, qui a sensiblement amélioré la balance des services, a joué notamment un rôle déterminant. D'autre part, la balance commerciale a dégagé un solde actif exceptionnellement élevé de 22,8 milliards de dollars.

Sur le marché du travail, la situation est demeurée extrêmement tendue. L'offre de main-d'œuvre se raréfiant pour des raisons démographiques, même un ralentissement sensible de l'expansion économique ne devrait rien y changer. Au premier trimestre, le rapport entre les places vacantes et les demandeurs d'emploi a encore augmenté

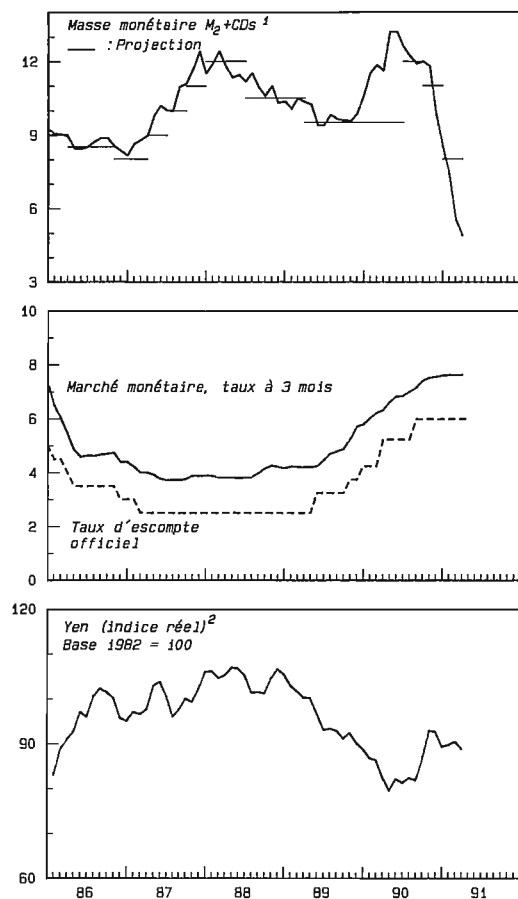
légèrement pour atteindre 1,44; au premier trimestre, le nombre des personnes occupées était en hausse de 2,1% par rapport à la période correspondante de 1990. Comme au cours des trimestres précédents, le taux de chômage s'est maintenu à 2,1%.

Au premier trimestre, les prix ont augmenté de 4,2% par rapport au niveau relevé l'année précédente, contre 3,8% au dernier trimestre de 1990. Cette accélération du renchérissement est encore due, pour l'essentiel, à la flambée des prix pétroliers, qui se répercute sur l'indice des prix à la consommation avec deux mois de retard environ. Les accords conclus au printemps dans les grandes entreprises prévoient un relèvement des salaires de 5,5% en moyenne, contre 5,9% en 1990. Cependant, l'assèchement du marché du travail devrait accentuer la poussée des salaires vers le haut dans le tertiaire, notamment dans le secteur des transports, et contrarier une baisse rapide du renchérissement.

Malgré les appels de plus en plus pressants en faveur d'un assouplissement, la Banque du Japon a poursuivi sa politique monétaire restrictive. Au premier trimestre, le taux des papiers monétaires à trois mois («gensaki») est resté pratiquement inchangé; il s'est inscrit à 7,63%, contre 7,55% au trimestre précédent. La forte hausse enregistrée précédemment par les taux d'intérêt a donné un net coup de frein à l'expansion des agrégats monétaires. En hausse de 10,1% au dernier trimestre de l'an dernier, la masse monétaire $M_2 + CD$ ne s'est accrue, au premier trimestre, que de 6% par rapport aux trois mois correspondants de l'année précédente; la projection pour le deuxième trimestre a été fixée à 4%, alors qu'elle était de 8% au premier. Pour justifier son attitude restrictive, la Banque du Japon a invoqué le risque d'inflation toujours aussi aigu.

Au premier trimestre, les marchés immobilier et financier ont continué à se stabiliser sous l'effet des taux d'intérêt plus élevés. Après avoir fortement baissé d'octobre à décembre 1990, le rendement des emprunts gouvernementaux à long terme a retrouvé son équilibre légèrement au-dessus de 6,5%. Les obligations japonaises n'ont donc pas enregistré, à l'instar de celles des autres pays industrialisés, une hausse de leurs cours au

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)

lendemain du déclenchement des hostilités dans le Golfe. Dans les grandes agglomérations, les prix de l'immobilier accusent des baisses pouvant atteindre 25% par rapport aux niveaux records de 1990. Contrairement à ce que l'on craignait, l'effondrement des prix immobiliers n'a eu pour l'heure aucune répercussion majeure sur les marchés financiers.

Allemagne

Au quatrième trimestre de 1990, le produit national brut de la partie occidentale de l'Allemagne dépassait de 4,9%, en termes réels, son niveau de la

période correspondante de l'année précédente. Sa croissance avait été de 5,4% au troisième trimestre. La consommation privée a augmenté de 4,2%, soit au même rythme qu'au troisième trimestre. Par contre, l'expansion des investissements bruts s'est ralentie d'un trimestre à l'autre, passant de 12% à 6,2%. La décélération a été particulièrement nette du côté des investissements immobiliers. Globalement, les exportations se sont accrues de 15%, mais les ventes à l'étranger de certaines branches importantes, telles que l'industrie des machines et la construction automobile, ont stagné ou même régressé. Stimulées principalement par la demande en provenance des nouveaux Länder, les importations ont continué de croître vigoureusement au quatrième trimestre. Selon des estimations du DIW (un institut de recherches conjoncturelles), le produit intérieur brut réel de l'Allemagne de l'Est a chuté, d'une année à l'autre, d'environ 35% au troisième trimestre de 1990 et de 31% au quatrième. Le recul des investissements en biens d'équipement a été particulièrement fort.

Selon les données révisées de l'Office fédéral allemand de la statistique, le produit national brut ouest-allemand a enregistré une croissance réelle de 4,5% en 1990, contre 3,9% l'année précédente. Un tiers environ de cette expansion peut être attribué à la demande supplémentaire provenant des nouveaux Länder. Le DIW estime que le produit intérieur brut est-allemand s'est contracté de quelque 20% en 1990.

En dépit du fléchissement de l'économie mondiale et du coût, plus élevé que prévu, de l'unification, les principaux indicateurs reflètent une situation conjoncturelle favorable dans la partie occidentale du pays. La production industrielle, qui, au quatrième trimestre, avait augmenté de 5,6% par rapport au trimestre correspondant de 1989, a continué de progresser à ce rythme. Les entrées de commandes dans l'industrie manufacturière se sont maintenues au niveau exceptionnellement élevé des trois derniers mois de 1990. Alors que les commandes de la clientèle allemande ont encore augmenté, celles de l'étranger ont diminué. Selon les premières estimations, le produit national brut réel ne s'inscrivait au premier trimestre que 4,2%, en termes réels, au-dessus du niveau de la période correspondante de 1990.

Durant la seconde moitié de 1990, les problèmes structurels qui affectent les nouveaux Länder sont apparus dans toute leur intensité. Selon diverses estimations et enquêtes, les ventes du commerce de détail, la production et les entrées de commandes ont encore régressé. Les signes annonciateurs d'une stabilisation se sont cependant multipliés durant les trois premiers mois de 1991. Les créations de petites entreprises se font plus nombreuses, tout comme les projets d'investissement d'entreprises ouest-allemandes. Globalement toutefois, l'économie est-allemande n'a pas encore achevé sa traversée du désert.

L'évolution divergente du marché du travail dans les deux parties de l'Allemagne s'est encore accentuée au cours des premiers mois de l'année. Au premier trimestre, le taux de chômage dans la partie occidentale n'a enregistré qu'une légère hausse pour s'établir à 6,8%. Dans la partie orientale par contre, il n'a cessé d'augmenter, passant de près de 7% à 9%. Mais la reconversion de l'ancienne économie à planification centralisée libère plus de main-d'oeuvre que le taux de chômage ne le laisse apparaître. Le nombre d'Allemands de l'Est travaillant dans la partie occidentale du pays a fortement progressé ces derniers mois, de même que celui des chômeurs partiels et des personnes mises à la retraite anticipée. Le DIW, qui a converti ces pertes d'emploi en chômage complet, estime que, pris au sens large, le taux de chômage est en fait supérieur à 20%.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a faibli quelque peu durant les trois premiers mois de l'année; en effet, il s'est inscrit à 2,7%, contre 3% au quatrième trimestre de 1990. Ce recul est dû, pour une large part, à la baisse des prix à l'importation. Dans la partie orientale du pays, les prix à la consommation ont toutefois augmenté nettement à la suite de la libéralisation progressive de tarifs qui, tels ceux des transports et de l'énergie, avaient été maintenus artificiellement bas jusqu'alors.

Calculé pour l'ensemble du territoire allemand depuis juillet 1990, le solde actif de la balance commerciale a reculé, en valeur corrigée des variations saisonnières, de 14,9 milliards de marks, au dernier trimestre de 1990, à 6,8 milliards, au pre-

mier trimestre de 1991. En outre, le déficit de la balance des transferts unilatéraux a augmenté fortement à cause des paiements liés à la guerre du Golfe. De ce fait, la balance courante s'est soldée, au premier trimestre, par un déficit de 8,9 milliards de marks; son solde actif avait fléchi au cours de l'année précédente pour s'établir à 8,3 milliards au quatrième trimestre. En 1990, la balance des paiements de l'Allemagne unifiée fait apparaître, selon des données provisoires, un excédent commercial de 105,3 milliards de marks (1989: 134,6 milliards) et un excédent courant de 77,4 milliards (107,6 milliards).

Compte tenu de l'essoufflement de la demande étrangère et du relèvement de certains impôts et taxes, le gouvernement allemand estime que l'expansion économique marquera un ralentissement en 1991. Il table sur une croissance réelle de 3 à 3,5% du produit intérieur brut ouest-allemand. Pour les nouveaux Länder, il se contente d'estimations qualitatives. Ainsi, le recul de la production et de l'emploi sera beaucoup plus sévère qu'on ne le pensait initialement. L'émergence de nouveaux pôles d'activité dans le secteur des services et la construction ne suffira pas, et de loin, à compenser les effets des ajustements structurels dans l'industrie. Il n'est toujours pas possible de dire quand le creux de la vague sera atteint. En améliorant l'infrastructure, en clarifiant rapidement les questions relatives au droit de propriété et en mettant en place une administration efficace, le gouvernement espère supprimer les principaux obstacles aux yeux des investisseurs. En outre, il entend renforcer la rentabilité des entreprises en accentuant l'écart entre les salaires versés à l'Est et ceux de l'Ouest.

En mars, le gouvernement a adopté un train de mesures fiscales destinées à financer l'effort de reconstruction dans les nouveaux Länder. Ces mesures, qui entreront en vigueur le 1^{er} juillet 1991, devraient accroître les recettes de 18 milliards de marks au second semestre de 1991 et de 28 milliards en 1992. Les taxes prélevées sur les carburants, l'huile de chauffage, le tabac et les prestations d'assurances seront relevées et un supplément de 7,5%, limité dans le temps, sera appliqué aux impôts sur les revenus et les bénéfices des sociétés. En outre, il est prévu d'augmenter les taux de la TVA en 1993.

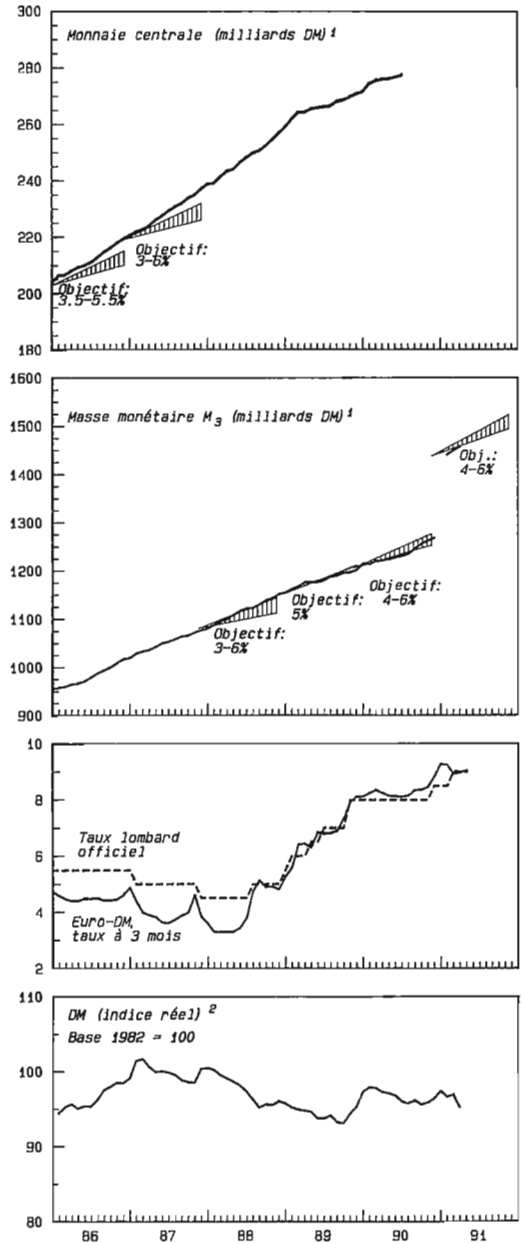
Un accord est intervenu sur la question des biens qui ont été nationalisés après 1949 par l'ancienne République démocratique allemande. En principe, ces biens devraient être restitués à leurs anciens propriétaires. La possibilité de les privatiser et d'indemniser ces derniers a été également examinée, mais n'a pas été retenue en raison des coûts élevés qui en résulteraient pour l'Etat et des difficultés d'évaluation. Une telle solution sera appliquée, à titre exceptionnel, lorsque des intérêts économiques généraux seront en jeu (maintien d'emplois ou conservation de logements indispensables). Cette réglementation ne s'applique toutefois pas aux grands propriétaires fonciers, expropriés avant 1949.

Au premier trimestre, la politique de la Banque fédérale d'Allemagne est demeurée très restrictive. Le 1^{er} février, la banque centrale a relevé ses taux directeurs d'un demi-point. Le taux lombard, déjà majoré en novembre 1990, a été porté ainsi à 9%, et le taux de l'escompte, à 6,5%. Dans le domaine des opérations d'open-market (prise en pension de titres), l'institut d'émission a provoqué une nouvelle hausse légère des taux.

Sur le marché monétaire, le mouvement de hausse que les rémunérations enregistrent depuis l'été 1990 a persisté. La forte tension qui avait régné au tournant de l'année s'est quelque peu relâchée en février et en mars 1991; néanmoins, les taux sont restés constamment au-dessus de leur niveau moyen du trimestre précédent. La rémunération des fonds à trois mois sur le marché interbancaire était de 9,1% en mars, contre 8,9% au quatrième trimestre de 1990. Les taux à long terme ont en revanche continué à fléchir. Sur le marché allemand des capitaux, le rendement des titres à revenu fixe, qui s'établissait à 9% en décembre 1990, n'était plus que de 8,6% en mars.

La masse monétaire M_3 , agrégat auquel la Banque fédérale d'Allemagne a recours pour fixer son objectif, n'a augmenté que lentement en début d'année. Sa croissance s'est ensuite sensiblement accélérée en cours de trimestre. En mars, M_3 dépassait de 4,3%, en taux annualisé, son niveau du quatrième trimestre de 1990 et se situait ainsi, pour la première fois, à l'intérieur du corridor de progression de 4 à 6% fixé pour 1991. Toutefois, l'agrégat M_3 , qui est calculé pour l'ensem-

Graphique 5: Allemagne



¹ Données cvs; à partir de 1991: y compris les nouveaux Länder; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque fédérale d'Allemagne)

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

ble du territoire allemand depuis le début de l'année, a une valeur limitée en tant qu'indicateur de la politique monétaire. Les relevés montrent en effet que son expansion a été plus rapide dans la partie occidentale du pays qu'à l'Est. Le danger d'une flambée d'inflation n'est donc pas encore jugulé.

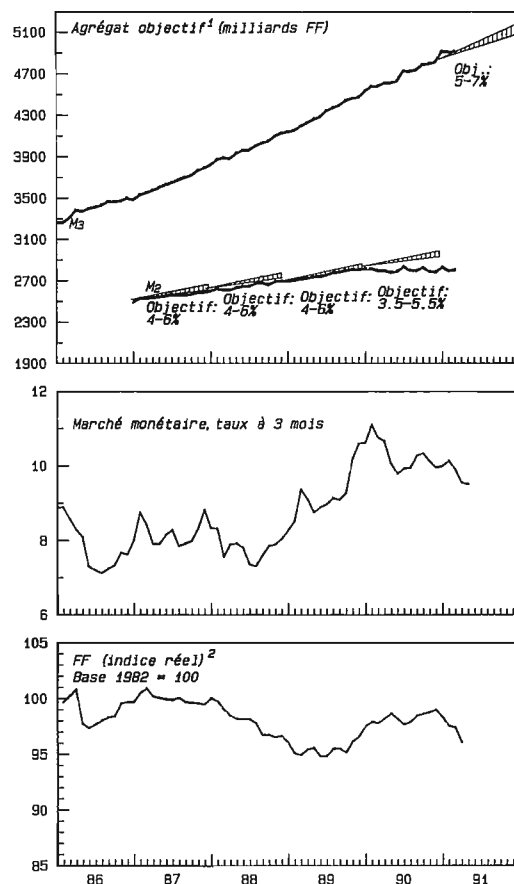
France

La croissance de l'économie française s'est affaiblie au quatrième trimestre de 1990. Par rapport à la période correspondante de 1989, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,2% (3,3% au troisième trimestre). La consommation privée, en hausse de 4,3%, contre 2,6% au trimestre précédent, a contribué au premier chef à l'expansion. Quant aux investissements, ils ont perdu de leur vigueur et ne se sont accrus que de 1,2% (2,6%). Les exportations ont augmenté de 2,9% (5,1%) et les importations, de 3% (9%). En 1990, la croissance du produit intérieur brut français s'est inscrite à 2,6%; elle s'est nettement affaiblie par rapport à l'année précédente, qui s'était soldée par une expansion de 4,3%. La consommation privée a augmenté de 2,9%, soit à peu près au même rythme qu'en 1989 (3%); par contre, les investissements ont progressé moins fortement, tout comme les importations et les ventes à l'étranger.

Selon les principaux indicateurs, la phase de faiblesse que traverse l'économie française s'est poursuivie durant les trois premiers mois de 1991. Comme au trimestre précédent, les commandes en carnets et les ventes du commerce de détail ont diminué, en valeur dessaisonnalisée, d'un trimestre à l'autre, et les stocks se sont allégés. La production industrielle, qui avait subi un net coup de frein d'octobre à décembre, a continué à ralentir, en raison notamment de la baisse de la production d'énergie. Les entreprises ont montré de la réticence à investir. De 3,6% au dernier trimestre de l'an dernier, le renchérissement annuel a baissé à 3,4% au premier trimestre de 1991.

Sur le marché du travail, l'évolution a été à l'aveant: le taux de chômage dessaisonnalisé a augmenté de 9% au quatrième trimestre de 1990 à 9,2% au trimestre suivant. Alors que les réductions d'effectifs se sont poursuivies dans l'indus-

Graphique 6: France



¹ Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque de France)

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

trie et la construction, peu d'emplois ont été créés dans le tertiaire. La situation conjoncturelle tendue et les licenciements prévus par diverses grandes entreprises se traduiront, au cours des prochains mois, par une nouvelle augmentation du nombre des sans-emploi. En corollaire, le gouvernement a adopté un programme de soutien destiné à éviter des licenciements et qui prévoit, pour l'essentiel, une majoration des indemnités versées aux entreprises en cas de chômage partiel.

Le déficit du commerce extérieur français a régressé, en valeur corrigée des variations saison-

nières, de 17,4 milliards de francs français au quatrième trimestre de l'an dernier à 14 milliards au trimestre suivant. L'excédent de la balance des services a également diminué, tout comme le déficit de la balance des transferts unilatéraux. Selon des estimations provisoires, le solde passif de la balance courante s'est inscrit à 13,8 milliards de francs français au premier trimestre de 1991, contre 3,3 milliards au trimestre précédent. De 27 milliards de francs français en 1989, le déficit de la balance des opérations courantes a passé à 42 milliards en 1990.

Les comptes de l'Etat pour l'exercice 1990 se sont soldés par un déficit de 93,4 milliards de francs français. Les dépenses ont augmenté de 4,3% et les recettes, de 5,3%. Le déficit budgétaire correspond à 1,4% du produit intérieur brut, contre 1,6% en 1989. Pour l'année en cours, un excédent de dépenses de 80,2 milliards a été inscrit au budget. Afin de compenser la perte attendue de certaines recettes, les dépenses de l'Etat ont été comprimées, par décret, de 10,2 milliards de francs français.

Le 19 mars 1991, la Banque de France a abaissé d'un quart de point, le ramenant à 9%, le taux de ses appels d'offres, qui était demeuré inchangé depuis novembre dernier; le faible taux de renchérissement, le tassement de la conjoncture et le niveau toujours élevé des taux d'intérêt réels, malgré la légère détente intervenue en début d'année – après être montée, en moyenne, à 10,3% en décembre, le taux interbancaire à trois mois offert à Paris (TIOP) était revenu à 9,4% en mars – ont motivé cette décision. Le taux des prises en pension a été maintenu à 10%.

Nouvel agrégat de référence depuis le début de l'année, la masse monétaire M_3 , dont la composition a été revue, a enregistré au premier trimestre de 1991 une expansion de 7,4%, en valeur actualisée, par rapport au quatrième trimestre de l'an dernier. Une fourchette de 5 à 7% lui a été assignée pour l'année en cours.

Royaume-Uni

Jusqu'ici, la récession qui frappe le Royaume-Uni a été plus profonde que prévu. Au quatrième

trimestre de 1990, le produit intérieur brut réel s'est contracté, selon les premières estimations, de 0,9% par rapport au trimestre précédent, au cours duquel il s'était replié de 1,6%. Il s'est inscrit 1,4% au-dessous du niveau relevé un an auparavant. La consommation privée, en baisse de 1,3%, d'un trimestre à l'autre, de juillet à septembre, a diminué de 1,6%, et les investissements bruts de 2,5% (– 5,4% au troisième trimestre). Alors que les exportations se sont légèrement redressées, les importations ont encore diminué quelque peu. En 1990, le produit intérieur brut réel a réalisé une expansion d'environ 0,7%, contre 1,9% l'année précédente.

D'après la statistique des faillites, qui est un bon indicateur de la situation économique, le nombre des dépôts de bilan enregistrés au premier trimestre de cette année était en hausse de près de 70% par rapport à la période correspondante de 1990. Selon une enquête de la «Confederation of British Industries», le produit intérieur brut baissera fortement en 1991. Au premier semestre, les investissements des entreprises manufacturières devraient se contracter, à l'instar des bénéfices des entreprises. Toutefois, une reprise est escomptée au second semestre. La production industrielle, qui avait déjà reculé, d'une année à l'autre, de 3,3% au dernier trimestre et de 4,1% sur l'ensemble de 1990, a subi un nouveau coup de frein au début de 1991. Les ventes du commerce de détail sont demeurées elles aussi orientées à la baisse.

De 6,2% au dernier trimestre de l'an dernier, le taux de chômage dessaisonnalisé a fait un bond à 7%. Le nombre des sans-emploi ayant constamment diminué ces quatre dernières années, cette évolution dénote un revirement de tendance.

Selon des données provisoires, le solde passif de la balance commerciale britannique s'est inscrit à 1,5 milliard de livres au premier trimestre de 1991; il a diminué de moitié par rapport au quatrième trimestre de l'an dernier. Calculé sur l'ensemble de l'année, le déficit s'est chiffré à 17,9 milliards de livres, contre 24 milliards en 1989. Après être tombé à 0,8 milliard de livres au dernier trimestre de 1990, le solde passif de la balance courante a de nouveau augmenté au premier trimestre pour s'établir à 1,3 milliard de livres. Il a totalisé 12,8 mil-

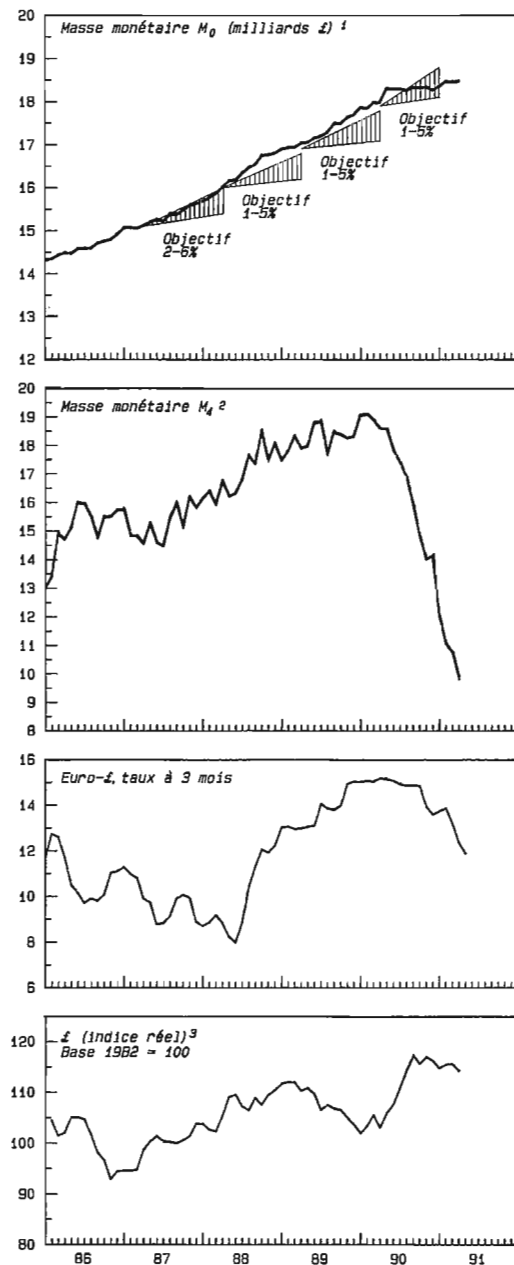
liards de livres en 1990, contre 19,9 milliards l'année précédente. Pour l'année en cours, le gouvernement prévoit un déficit de 6 milliards.

Le 19 mars dernier, le gouvernement britannique a rendu public son budget pour l'exercice fiscal 1991/92. En partant de l'hypothèse que le produit intérieur brut réel baissera de 2% en 1991, que la production fléchira de 5% et que le taux d'inflation aura été ramené à 4% au dernier trimestre, le gouvernement table sur une augmentation des dépenses publiques de 4,5%, en termes nominaux, par rapport au budget précédent. Globalement, les recettes devraient être sensiblement inférieures au montant budgété l'automne dernier. En effet, l'impôt sur les sociétés a été abaissé afin de donner un coup de fouet à la conjoncture, et l'impôt local («poll tax») réduit. Des transferts sans contrepartie de l'Etat suppléeront au manque à gagner qui résultera de cette dernière mesure pour les communes, tandis que diverses taxes sur la consommation ont été majorées afin de compenser la diminution des recettes de l'Etat. La TVA a été portée notamment de 15% à 17,5%. Mais les excédents budgétaires appartiennent au passé. Pour l'exercice 1991/92, le gouvernement table sur un déficit de 8 milliards de livres. La marge de manœuvre, en matière de politique monétaire, s'étant resserrée depuis l'entrée du Royaume-Uni dans le mécanisme de change du SME, les mesures fiscales ont manifestement retrouvé une importance accrue parmi les instruments servant à influencer sur la conjoncture.

Impôt controversé s'il en est, la «poll tax» fait l'objet d'un projet de réforme, que le gouvernement a présenté en avril. Il est prévu de prélever de nouveau les impôts locaux sur les propriétaires de terrains et d'habitations, en tenant compte de la situation économique de chacun.

Au premier trimestre, la livre sterling s'est raffermie au sein du Système monétaire européen (SME). Durant la dernière semaine de mars, elle a même dépassé son cours central, qui est de 2,95 marks allemands pour une livre. Alors qu'une marge de fluctuation de $\pm 6\%$ est officiellement admise, les variations de la livre n'ont jamais excédé $\pm 2,25\%$. En outre, le renchérissement a amorcé une nette décrue. Au premier trimes-

Graphique 7: Royaume-Uni



¹ Données cvs; objectifs: 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)

tre de 1991, il s'inscrivait encore à 8,7%, contre 10% au cours de la période précédente. Le taux d'inflation de base, qui est corrigé des taux hypothécaires et des effets des impôts locaux, est toutefois demeuré au même niveau, légèrement au-dessous de 8%.

Prise dans sa définition la plus étroite – M_0 , agrégat composé pour l'essentiel des billets en circulation et des pièces de monnaie – la masse monétaire n'a augmenté que de 2,9% au premier trimestre de 1991, contre 6,2% un an auparavant. En moyenne, l'agrégat M_0 a enregistré une expansion de 4,5% au cours de l'exercice budgétaire clos le 31 mars dernier. Il a donc évolué sur la frange supérieure de la fourchette de 1 à 5% qui lui avait été attribuée. Pour l'année en cours, l'objectif de croissance a été ramené à 0 à 4%. La masse monétaire M_4 , qui répond à la définition la plus large et englobe tous les dépôts effectués dans les banques et auprès des «building societies», a augmenté, d'une année à l'autre, de 10,7% au cours des trois premiers mois de 1991; au dernier trimestre de l'an dernier, sa progression s'était encore inscrite à 13,6%.

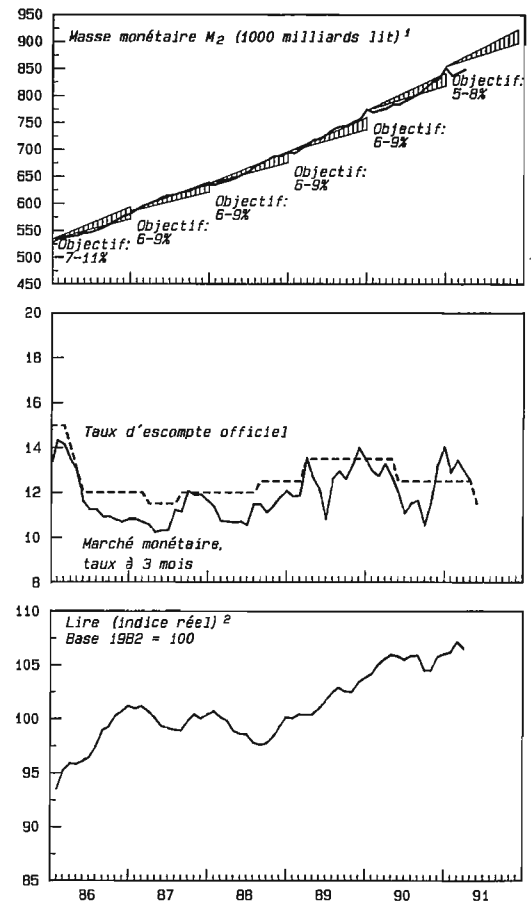
L'évolution de la conjoncture a amené la Banque d'Angleterre à assouplir sa politique monétaire. En corollaire, les banques commerciales ont abaissé leur taux de base à plusieurs reprises au cours du premier trimestre. Ce taux, qu'elles appliquent à leurs débiteurs de premier ordre, a diminué de deux points depuis le quatrième trimestre de 1990; il s'établit à 12% depuis le 12 avril 1990. Pour l'heure, les autorités monétaires n'ont pas l'intention de resserrer la marge de fluctuation de $\pm 6\%$ appliquée à la livre au sein du SME; le moment qu'elles jugeront opportun pour une telle mesure sera fonction des résultats de la lutte contre l'inflation.

Italie

Durant les trois derniers mois de 1990, le produit intérieur brut réel de l'Italie a augmenté, selon les premières estimations, de 0,7% d'un trimestre à l'autre, soit au même rythme qu'au trimestre précédent. L'expansion du produit intérieur brut réel s'est inscrite en 1990 à 2%, contre 3,2% l'année précédente.

L'essor économique s'est encore affaibli au premier trimestre de 1991. Déjà en recul d'octobre à décembre, la production industrielle a encore diminué de 3% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Dans l'industrie, les carnets de commandes ont continué de se resserrer, et les stocks ont encore augmenté légèrement. En février, l'industrie automobile a dû recourir au chômage partiel. Tant l'institut public de recherches conjoncturelles (Iscro) que l'association faïtière de l'industrie privée italienne

Graphique 8: Italie



¹ Données cvs; objectifs: 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)

Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1987	1988	1989	1990 ^{a)}	1991 ^{a)}					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Etats-Unis	3,4	4,5	2,5	0,9	1,8	1,3	1,0	1,1	0,4	-0,6
Japon	4,3	6,3	4,7	-	4,8	5,4	6,9	5,5	4,7	-
Allemagne occidentale	1,7	3,6	3,9	4,5	3,6	4,4	3,4	5,5	4,9	4,2
Royaume-Uni ^{b)}	4,6	4,6	2,2	1,1	1,6	1,8	2,6	0,6	-1,1	-
France ^{b)}	2,2	3,6	3,7	2,7	3,7	2,4	2,1	2,8	1,7	-
Italie ^{b)}	3,0	4,2	3,0	2,0	2,8	3,0	1,9	2,0	2,0	-
Suisse ^{b)}	2,3	3,0	3,1	2,6	3,0	3,2	3,0	3,0	1,4	-0,3

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

	1987	1988	1989	1990	1991					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	3,7	4,1	4,6	5,5	6,3	5,3	5,7	5,3	4,9	4,9
Japon	0,1	0,7	2,3	3,1	3,8	4,2	4,3	3,8	4,0	-
Allemagne occidentale	0,2	1,3	2,8	2,7	3,0	2,7	2,8	2,7	2,5	2,8
Royaume-Uni	4,2	4,9	7,8	9,5	10,0	8,7	9,0	8,9	8,2	-
France	3,1	2,7	3,6	3,4	3,6	3,4	3,5	3,5	3,2	-
Italie	4,6	5,0	6,6	6,1	6,4	6,6	6,5	6,7	6,6	6,7
Suisse	1,4	1,9	3,2	5,4	5,9	5,9	5,5	6,2	5,9	5,9

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

	1987	1988	1989	1990 ^{a)}	1991 ^{a)}					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	6,2	5,5	5,2	5,5	5,8	6,5	6,3	6,5	6,8	6,6
Japon	2,8	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,2	2,1
Allemagne occidentale ^{b)}	8,9	8,7	7,9	7,2	6,7	6,8	7,0	7,0	6,5	-
Royaume-Uni ^{c)}	10,1	8,1	6,3	5,8	6,2	7,0	6,7	7,0	7,4	-
France	10,5	10,0	9,4	8,9	9,0	9,2	9,1	9,2	9,3	-
Italie ^{c)}	12,0	12,0	12,1	11,0	10,9 ^{d)}	11,3	11,3	-	-	-
Suisse	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0

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

1.4 Balance des transactions courantes

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

	1987	1988	1989	1990 ^{a)}	1991 ^{a)}					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Etats-Unis	-154,0	-135,3	-105,9	-	-26,7	-21,7	-21,8	-23,1	-27,8	10,2
Japon	87,0	79,6	57,2	35,8	9,2	15,3	8,3	7,1	5,2	14,0
Allemagne occidentale ^{c)}	46,1	50,3	55,4	44,3	9,9	16,4	11,3	12,1	4,2	-5,8
Royaume-Uni	-7,1	-26,7	-31,2	-28,4	-6,7	-7,9	-8,1	-6,7	-5,7	-2,9
France	-4,4	-3,5	-3,8	-7,1	-3,2	0,3	-2,0	-2,9	-2,3	-
Italie	-1,5	-5,9	-10,5	-	-2,1	-3,8	-4,8	-1,6	-	-
Suisse ^{b)}	7,6	9,0	7,5	9,7	1,7	2,9	1,8	2,1	2,9	4,0

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

c) Depuis le 3^e trim. de 1990, y compris les transactions entre les nouveaux Länder et l'étranger

(Cofindustria) estiment qu'en 1991, la croissance du produit intérieur brut ne dépassera pas 0,8%. En janvier, le taux de chômage s'est inscrit à 11,3%, soit légèrement au-dessus des 10,9% enregistrés au trimestre précédent.

Le renchérissement annuel a augmenté de 6,4% au quatrième trimestre de 1990 à 6,6% au premier trimestre de l'année en cours. Cette accélération de l'inflation s'explique principalement par la majoration de divers prix administrés.

Du fait du ralentissement de la demande étrangère, les exportations ont régressé de 10%, en valeur, par rapport au trimestre précédent. Le coût des produits énergétiques importés ayant considérablement augmenté, les importations n'ont diminué, quant à elles, que de 3,8%, bien que la demande intérieure ait été moins soutenue. En corollaire, la balance commerciale s'est soldée, au premier trimestre, par un passif de 6467 milliards de liras, contre 3117 milliards au trimestre précédent. Le déficit de la balance courante s'est légèrement creusé par rapport aux trois derniers mois de 1990.

Au premier trimestre de 1991, la Banque d'Italie a assoupli sa politique monétaire, à la suite de quoi les taux d'intérêt ont considérablement baissé. De 11,2% en fin d'année, le rendement des bons du Trésor (BoT) à douze mois est redescendu à 10,4% à fin avril. Compte tenu de cette évolution, la Banque d'Italie a décidé à la mi-mai d'abaisser d'un point, le ramenant à 11,5%, son taux de l'escompte. La dernière réduction de ce taux remontait à mai 1990. La masse monétaire M_2 s'est accrue, en moyenne, de 9,5% au premier trimestre; elle a donc évolué au-dessus de la fourchette de 5 à 8% qui lui a été assignée pour 1991.

En mars, le Parlement a adopté une loi sur l'imposition des gains réalisés en bourse. Il a ainsi mis un terme à plusieurs mois de valse-hésitation génératrice d'incertitude sur les marchés des titres. En outre, il a édicté en mai une nouvelle loi qui rend les opérations d'initiés illégales et soumet les entreprises à un devoir d'information accru.

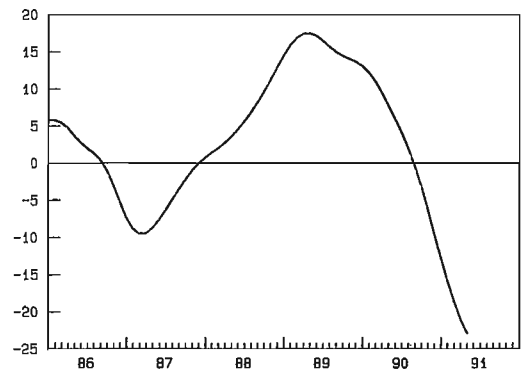
C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

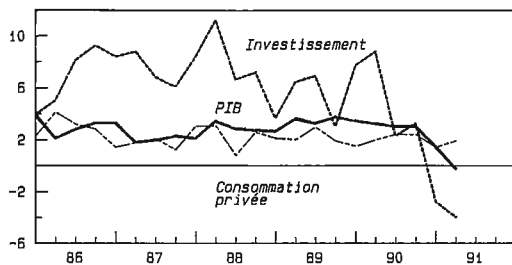
En Suisse, l'activité économique faiblit depuis l'automne 1990. La baisse a été particulièrement prononcée au premier trimestre de 1991. Le produit intérieur brut réel a diminué de 0,3% par rapport au premier trimestre de 1990, après avoir augmenté de 1,4% au quatrième trimestre de 1990. Un recul de cet agrégat n'avait plus été observé depuis le premier trimestre de 1983. Les investissements en biens d'équipement ont de nouveau fléchi nettement, mais ce mouvement n'a pas été aussi marqué qu'au quatrième trimestre de 1990. La diminution des investissements en constructions a été quant à elle plus accentuée qu'au trimestre précédent. De leur côté, les exportations se sont également inscrites au-dessous du niveau de l'année précédente. Les exportations de biens ont surtout été touchées par cette évolution, alors que les exportations de services progressaient une nouvelle fois. Seule la consommation privée a soutenu la conjoncture; sa croissance a toutefois été très légèrement

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

inférieure à celles des trimestres précédents, du fait de la baisse de la demande de biens de consommation durables.

L'affaiblissement de la conjoncture s'est reflété dans le net fléchissement de la production industrielle; au premier trimestre de 1991, cette dernière s'est inscrite 2% au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. Les stocks de produits finis ont augmenté fortement. Comme les entrepreneurs les ont estimés trop élevés, ils ont réduit la production en conséquence.

Dans les entreprises industrielles, le taux d'utilisation des capacités de production a passé d'à peine 90%, au premier trimestre de 1990, à 85% environ, au trimestre correspondant de 1991. Il a ainsi retrouvé son niveau de 1987. Comme le montre encore l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entreprises industrielles ont réduit leur personnel et, dans une faible mesure toutefois, le nombre d'heures supplémentaires. Les entrées et carnets de commandes ont continué de diminuer. Selon la dernière enquête de ce centre, l'indice sur la marche des affaires a de nouveau marqué une sensible baisse. Les entrepreneurs, qui avaient au début de l'année des vues extrêmement pessimistes sur l'avenir, les ont révisées et envisagent maintenant le futur déroulement de leurs affaires sous un jour un peu plus optimiste.

Consommation privée

Au premier trimestre de 1991, la consommation privée a progressé de 1,9%, en termes réels, par

rapport à son niveau de la période correspondante de 1990 (quatrième trimestre 1990: 1,4%). Ainsi, elle est restée un important soutien de la conjoncture. Les dépenses afférentes aux services ont continué d'être bien orientées, alors que la consommation de biens a été caractérisée par des mouvements opposés.

Le chiffre d'affaires réel du commerce de détail a augmenté de 0,9% par rapport au premier trimestre de 1990 (quatrième trimestre 1990: 0,5%). Cette évolution a reflété la croissance toujours soutenue des ventes dans la branche de l'alimentation, des boissons et du tabac. Par contre, les dépenses consacrées à l'habillement et aux articles textiles ont encore diminué, à l'instar des ventes de biens de consommation durables, notamment de voitures. Dans le secteur des services, le tourisme indigène a bénéficié de bonnes conditions pour la pratique des sports hivernaux; dans l'hôtellerie, le nombre des nuitées de la clientèle suisse a donc enregistré une forte hausse.

L'indice du climat de consommation, établi par l'Office des questions conjoncturelles d'après l'enquête d'avril 1991 est resté à un niveau particulièrement bas, puisqu'il s'est inscrit à -27 points (-28 points en janvier 1991). Pour les prochains mois, les consommateurs s'attendent à un affaiblissement de la conjoncture. En revanche, ils considèrent que leur situation financière s'est un peu améliorée et que le moment est de nouveau plus favorable à des achats importants.

Investissements

Les investissements ont diminué, au premier trimestre de 1991, de 4%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1990 (quatrième trimestre 1990: -2,8%).

Au premier trimestre de 1991, les investissements en constructions ont fléchi de 5,4%, en volume, par rapport au même trimestre de 1990 (quatrième trimestre 1990: -0,8%). Il ressort de l'enquête menée par la Société suisse des entrepreneurs que ce mouvement va se poursuivre ces prochains mois. Dans la construction, la réserve réelle de travail s'établissait, au début du mois

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

	1987	1988	1989	1990	1990					1991
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	
Importations de biens d'équipement (volume) ¹	10,0	-	5,7	3,0	8,7	12,0	2,4	7,4	-7,3	-5,9
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes	-13,2	7,5	-0,1	-9,1	5,3	6,6	-31,0	-18,0	-17,5	-9,1
Logements construits dans 96 villes	-16,3	2,1	-11,9	-3,1	-17,9	-6,9	-7,8	-4,6	3,0	5,6
Projets de constructions industrielles ²										
- volume des projets	-0,1	-15,9	47,9	-	37,3	-	-	-	-	-
- nombre de projets	0,1	-5,0	3,6	-	-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

Sources: La Vie économique, OFIAMT, Office fédéral de la statistique et Direction générale des douanes fédérales

d'avril, 8%, en chiffre rond, au-dessous du niveau observé un an auparavant (quatrième trimestre 1990: -4%). Toutefois, il existe toujours de nettes disparités entre les branches de ce secteur. Les carnets de commandes ont augmenté de 5% dans la construction publique, alors qu'ils ont continué de reculer (-18%) dans la construction privée. Comme au trimestre précédent, la construction de logements notamment a été frappée de plein fouet par cette évolution (-27%); mais la réserve de travail a aussi poursuivi son mouvement de recul dans les autres branches du bâtiment (-16%).

Au premier trimestre de 1991, les investissements en biens d'équipement ont diminué de 2,2%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1990, après avoir fléchi de 6,3% au quatrième trimestre de 1990. L'enquête de fin mai menée par la Société suisse des constructeurs de machines montre que la propension à investir est restée défavorable. Les commandes de la clientèle suisse ont certes progressé par rapport au premier trimestre de 1990, mais celles de l'étranger ont diminué notablement. La réserve de travail des entreprises participant à l'enquête a encore diminué; elle a passé de 6,1 mois au quatrième trimestre de 1990 à 5,8 mois au trimestre suivant.

Commerce extérieur et balance courante

Au premier trimestre de 1991, le commerce extérieur de la Suisse a enregistré un net repli par rap-

port à la période correspondante de 1990. Toutefois, le volume des exportations et celui des importations se sont presque inscrits aux mêmes niveaux qu'une année auparavant, si l'on tient compte du fait que le premier trimestre de 1991 a compté deux jours ouvrables de moins que les trois premiers mois de 1990.

Par rapport au premier trimestre de 1990, les exportations de marchandises (sans les métaux précieux) ont reculé de 2,8% en valeur et de 3,9% en volume, alors qu'elles avaient progressé de 0,5% et de 0,8% au quatrième trimestre de 1990. La plus forte baisse a été enregistrée par les exportations de biens d'équipement, notamment de machines destinées à l'industrie textile et à la métallurgie. Ces exportations se sont établies en effet 5,1% au-dessous du niveau de l'année précédente. Les ventes à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ont fléchi de 2,9% en termes réels et celles de biens de consommation, de 3,7%. Dans cette dernière catégorie, les livraisons de l'industrie textile et de celle de la chaussure ont accusé le recul le plus marqué. L'industrie chimique a elle aussi légèrement moins exporté qu'un an auparavant. Quant aux exportations de l'industrie horlogère, elles ont été nettement inférieures à celles du premier trimestre de 1990, après avoir enregistré des taux de croissance élevés pendant des années.

Il ressort de l'indice des valeurs moyennes que les prix à l'exportation ont pu être relevés de 1,2%; au quatrième trimestre de 1990, ils s'étaient

inscrits au-dessous du niveau de la période correspondante de 1989.

L'évolution des exportations suisses a reflété celle de la conjoncture des pays de destination. Les livraisons aux pays de la CE n'ont augmenté en valeur que dans une faible mesure. Si les fournitures à la République fédérale d'Allemagne ont de nouveau progressé fortement du fait d'une demande toujours soutenue, les ventes à la France, à l'Italie et au Royaume-Uni ont fléchi. En outre, les achats effectués par les pays de l'AELE ont diminué également, après une légère hausse au quatrième trimestre de 1990. Le recul des exportations vers les pays non européens de l'OCDE a pris sensiblement plus d'ampleur qu'au quatrième trimestre de 1990, étant donné que la croissance, jusque-là élevée, des ventes au Japon a subi un net coup de frein. En ce qui concerne les livraisons aux pays non membres de l'OCDE, une baisse a également été enregistrée dans l'ensemble. Les ventes vers les pays exportateurs de pétrole et les autres pays en développement ont diminué, alors que celles vers la Chine et les pays de l'ex-bloc de l'Est, à l'exception de l'Union soviétique et de la Yougoslavie, progressaient fortement.

Les importations (sans les métaux précieux) se sont établies, au premier trimestre de 1991, 7,3% en valeur et 2,3% en volume au-dessous des niveaux de la période correspondante de 1990. Le recul des importations, qui s'était amorcé au quatrième trimestre de 1990, s'est donc poursuivi, mais à un rythme un peu moins soutenu. Toutes les importantes catégories de marchandises ont été touchées par cette évolution. Comme au quatrième trimestre de 1990, la baisse a été supérieure à la moyenne dans les biens d'investissement. Les importations de machines et d'appareils ainsi que de produits destinés à la construction ont de nouveau diminué fortement aussi bien en volume qu'en valeur. Toutes les branches de l'industrie ont acheté à l'étranger un volume de matières premières et de produits semi-finis inférieur à celui de la période correspondante de 1990. Les importations de biens de consommation, notamment de biens durables, ont aussi fléchi. Seules les importations de pièces de montres et de papier se sont accrues.

Les importations de biens en provenance des pays de la CE ont reculé notablement. La baisse a été particulièrement prononcée en ce qui concerne les importations provenant de la Républi-

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

	1987 ^{a)}	1988 ^{b)}	1989 ^{a)}	1990 ^{a)}	1989 ^{a)} 1990 ^{a)}						1991 ^{a)}
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	
Exportations, volume	1,5	7,0	5,2	4,5	3,2	10,2	2,6	5,7	0,8	-3,9	
dont: mat. prem. et prod.											
semi ouvr.	1,6	-	4,3	1,9	1,3	6,5	-2,5	4,6	-0,5	-2,9	
biens d'équipement	1,6	-	5,5	5,1	5,0	10,4	4,2	7,2	1,1	-5,1	
biens de consommation	1,7	-	5,9	6,3	2,7	14,1	6,3	4,8	1,3	-3,7	
Valeurs moyennes											
à l'exportation	-1,1	-	6,4	1,0	7,5	2,7	1,3	0,0	-0,2	1,1	
Importations, volume	6,4	5,2	5,3	2,7	4,8	7,0	2,2	5,7	-3,1	-4,0	
dont: mat. prem. et prod.											
semi-ouvr.	3,2	-	6,7	1,8	3,7	5,4	1,7	1,9	-0,5	-4,9	
biens d'équipement	10,0	-	5,7	3,0	8,7	12,0	2,4	7,4	-7,3	-5,9	
biens de consommation	8,1	-	4,6	2,7	2,8	4,9	1,2	6,4	-1,3	-2,2	
Valeurs moyennes											
à l'importation	-4,2	-	8,5	-0,7	7,1	4,6	-2,3	-3,8	-1,7	-3,5	

^{a)} Chiffres provisoires

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

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

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

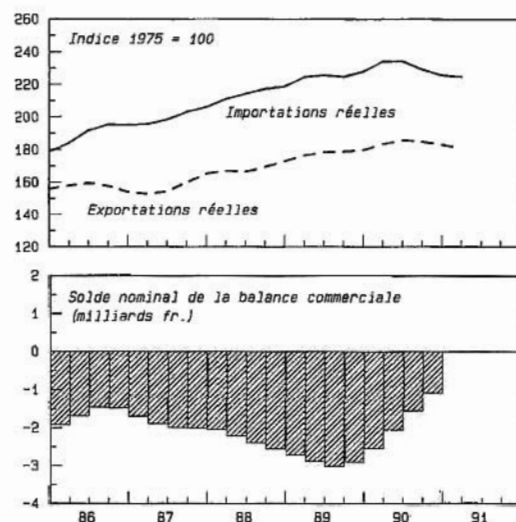
que fédérale d'Allemagne et du Benelux. Elle a également touché les importations provenant de l'AELE et des pays non européens de l'OCDE. Quant à l'unique augmentation, elle a concerné les importations en provenance des ex-pays à économie planifiée.

Les prix à l'importation ont baissé dans l'ensemble. Mesuré à l'indice des valeurs moyennes, ils ont diminué de 5,2% par rapport à la période correspondante de 1990, soit dans une mesure nettement plus forte qu'au quatrième trimestre de 1990.

Le déficit de la balance commerciale – comprenant toutes les catégories de marchandises – a passé de 2,8 milliards de francs, au premier trimestre de 1990, à 2,3 milliards de francs, au trimestre correspondant de 1991. En termes nominaux, les importations ont reculé plus nettement que les exportations, du fait de l'affaiblissement de la conjoncture.

L'excédent de la balance des services a progressé de 0,3 milliard de francs du premier trimestre de

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 1^{er} trim. de 1988)

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

	1988	1989 ^{a)}	1990 ^{b)}	1989 ^{a)}					1990 ^{b)}		1991 ^{b)}
				4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.		
Recettes, total	132,5	153,2	160,8	39,1	40,6	40,6	40,3	39,3	40,5		
Exportations de marchandises	76,5	87,0	91,1	23,6	23,3	23,1	21,3	23,4	21,9		
<i>Commerce spécial (indice 1)</i>	74,1	84,3	88,3	22,8	22,6	22,4	20,6	22,7	21,2		
<i>Autres exportations de marchandises²</i>	2,4	2,7	2,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8		
Exportations de services	21,5	23,7	24,3	4,7	6,1	6,0	7,6	4,7	6,5		
Revenus du travail et des capitaux	31,5	39,3	42,2	10,0	10,4	10,8	10,6	10,4	11,3		
Transferts sans contrepartie	3,0	3,1	3,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8		
Dépenses, total	119,3	140,9	147,3	36,3	36,2	37,9	37,5	35,6	35,2		
Importations de marchandises	85,4	98,7	100,3	26,0	26,3	25,9	23,5	24,6	24,5		
<i>Commerce spécial (indice 1)</i>	82,4	95,2	96,6	25,1	25,4	24,9	22,6	23,6	23,5		
<i>Autres importations de marchandises²</i>	3,0	3,4	3,7	1,0	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0		
Importations de services	11,4	12,5	13,1	2,4	1,8	3,4	5,3	2,6	1,9		
Revenus du travail et des capitaux	17,0	23,9	27,5	6,4	6,6	6,9	7,0	6,9	7,2		
Transferts sans contrepartie	5,5	5,9	6,5	1,4	1,5	1,7	1,7	1,6	1,6		
Solde de la balance des transactions courantes	13,2	12,2	13,5	2,8	4,4	2,7	2,8	3,7	5,3		

^{a)} Chiffres provisoires

^{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

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

1990 au trimestre correspondant de 1991. Les recettes du tourisme ont surtout contribué à cette hausse. Le volume des affaires traitées en bourse ayant marqué une reprise, les commissions bancaires se sont de nouveau accrues.

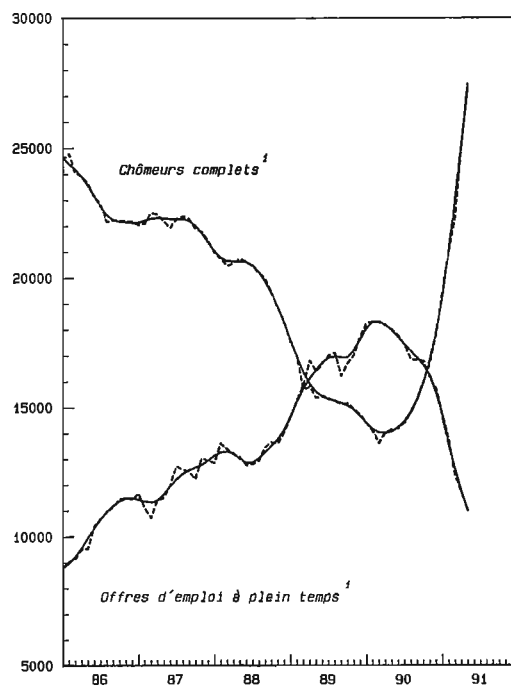
Les salaires versés à la main-d'oeuvre étrangère se sont élevés de 0,2 milliard de francs par rapport au premier trimestre de 1990. Du premier trimestre de 1990 à la période correspondante de 1991, le nombre des frontaliers travaillant en Suisse a augmenté de 20 000. Les recettes tirées des placements de capitaux ont passé de 10,2 milliards à 11 milliards de francs et les dépenses occasionnées par ceux-ci, de 4,7 milliards à 5 milliards de francs.

La balance des transactions courantes a dégagé un excédent de 5,3 milliards de francs au premier trimestre de 1991, soit un montant de 0,9 milliard de francs supérieur à celui de l'année précédente.

Emploi et marché du travail

La croissance annuelle de l'emploi s'est inscrite à 0,4% au premier trimestre de 1991, contre 1,2% au quatrième trimestre de 1990. L'emploi a encore reculé (-0,1%) dans l'industrie, alors qu'il progressait de 1,3% dans les services. Dans la construction, le nombre des personnes occupées a fléchi de 2,9% en l'espace d'une année; il a même diminué de 3,5% dans le secteur principal.

Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et lissées

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

Au premier trimestre de 1991, le chômage a enregistré un net accroissement. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de

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

	1988	1989	1990	1989				1990				1991			
				4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril		
Indice de l'emploi ¹	1,3	1,2	1,2	1,4	1,7	1,4	1,3	1,2	0,4	-	-	-	-		
Taux de chômage ^{2,3}	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,9	0,8	0,9	0,9	1,0		
Chômeurs ³	19 524	15 133	15 980	14 393	15 937	14 030	14 426	19 527	27 521	25 896	27 748	28 919	30 158		
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	3 947	603	671	342	472	432	312	1 473	9 137	3 491	7 486	16 433	20 206		
Offres d'emploi à plein temps ³	13 552	17 007	16 711	17 404	18 029	18 460	16 764	14 181	11 600	11 657	11 617	11 527	11 129		

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

chômage a passé de 0,7% au quatrième trimestre de 1990 à 0,9% au premier trimestre de 1991. Le nombre des chômeurs complets s'élevait, en données corrigées des variations saisonnières, à 27 835 en moyenne au premier trimestre de 1991 (quatrième trimestre 1990: 21529). L'administration et les bureaux, l'hôtellerie ainsi que l'industrie des métaux et des machines ont été les plus touchés par le chômage. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail, qui est en recul depuis le mois de mars 1990, a encore fléchi nettement en janvier 1991. Au cours des deux mois suivants, il s'est toutefois stabilisé un peu. Au premier trimestre de 1991, le nombre de places vacantes était, en données corrigées des variations saisonnières, de 12 088 en moyenne (15 194).

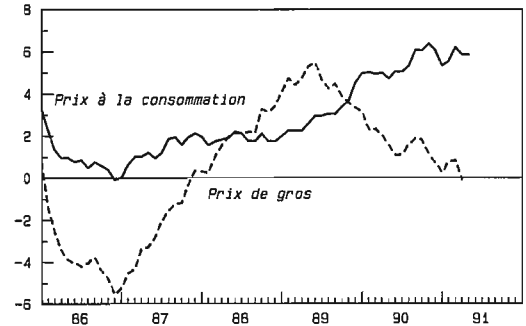
Quant au nombre moyen de personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail, il a augmenté brusquement pour atteindre 9137 au premier trimestre de 1991. Au dernier trimestre de 1990, il avait été de 1473. Ces réductions de l'horaire de travail ont affecté surtout l'industrie textile et celle des machines, puisque 50% de celles-ci leur ont été imputées au premier trimestre de 1991.

Prix

L'indice des prix à la consommation était, au premier trimestre de 1991, de 5,9% supérieur à son niveau de la période correspondante de 1990. Le renchérissement n'a ainsi pas varié d'un trimestre à l'autre. Le relèvement de certains prix administrés et les fortes augmentations de salaires, qui ont été partiellement répercutées sur les prix, ont entraîné une accélération du renchérissement intérieur; il a passé de 6,3% à 6,6% du quatrième trimestre de 1990 au premier trimestre de 1991. Quant aux prix à l'importation, ils ont diminué de 4,9% à 4% dans le même temps. En l'espace d'une année, la hausse des prix des services a de nouveau été nettement plus prononcée que celle des marchandises.

Par rapport au premier trimestre de 1990, les indices des prix des groupes «chauffage et éclairage» (9,8%), «loyer du logement» (9,6%), «boissons et tabacs» (6,2%) et «instruction et loisirs» (5,8%) ont

Graphique 13: Evolution des prix¹



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

enregistré les plus fortes hausses. En revanche, l'indice du groupe «transports et communications» a augmenté dans la plus faible mesure, soit de 3,6%.

Le renchérissement restera élevé au deuxième trimestre de 1991. En avril et en mai, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5,9% et de 6,3% le niveau observé un an auparavant. Le taux d'inflation de mai s'explique, entre autres, par la forte hausse de l'indice des loyers, étant donné que ceux-ci sont pris en considération en mai et en novembre uniquement, et par le relèvement des tarifs des chemins de fer.

Contrairement à l'évolution des prix à la consommation, la hausse des prix de gros a de nouveau marqué un ralentissement. Au premier trimestre de 1991, l'indice des prix de gros dépassait de 0,5% le niveau observé un an auparavant; le mouvement de baisse amorcé au troisième trimestre de 1990 s'est ainsi poursuivi (quatrième trimestre 1990: 0,7%). Les prix des matières premières et des produits semi-finis ont diminué (1,2%), comme aux troisième et quatrième trimestres de 1990. Par contre, les prix des produits énergétiques et connexes ont augmenté de 4,4%, et ceux des biens de consommation, de 2,2% en l'espace d'une année. En outre, la hausse des prix des biens indigènes s'est inscrite à 1,5%; un taux aussi bas n'avait plus été observé depuis le premier trimestre de 1988. En l'espace d'une année, les prix des biens importés ont reculé de 2,3%.

En avril, l'indice des prix de gros a fléchi de 0,1%, comme en mars, par rapport à la période correspondante de 1990.

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

Au premier trimestre de 1991, la monnaie centrale dessaisonnalisée atteignait 29 260 millions de francs en moyenne. Elle a progressé de 1,6% par rapport au quatrième trimestre de 1990, après avoir continuellement reculé durant plus de deux ans. Ce revirement est dû surtout à la hausse des billets en circulation. En 1990, ces derniers n'avaient cessé de diminuer, bien que le renchérissement et la croissance réelle aient entraîné une augmentation des transactions, en termes nominaux, et, partant, des besoins accrus de moyens de paiement. La raison principale de

cette évolution réside dans la forte hausse des taux d'intérêt, qui a amené les entreprises et les ménages à réduire leurs liquidités au profit de placements plus rémunérateurs. Dans une phase de taux d'intérêt stables et de croissance des transactions, en termes nominaux, les liquidités du public, en particulier les billets en circulation, ont de nouveau tendance à augmenter.

Durant le premier trimestre de 1991, la Banque nationale a maintenu le cours, légèrement assoupli, de la politique monétaire qu'elle mène depuis le mois d'août 1990. Les rémunérations à court terme ont reculé légèrement, et les rendements des obligations ont fléchi nettement. Dans ces conditions, il fallait donc s'attendre à une hausse des billets en circulation. La Banque nationale avait tablé sur une croissance d'environ 150 millions de francs de la monnaie centrale dessaisonnalisée du quatrième trimestre de 1990 au premier trimestre de 1991.

Tableau 6: Monnaie centrale

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	MC ^{1,3}	Coefficients saisonniers	MCD ^{1,4}	Variation en % ²
1986	23 951	2,6	8 297	2,5	32 248	0,999	32 270	1,7
1987	24 785	4,0	8 647	4,5	33 432	1,001	33 403	4,9
1988	25 819	4,3	5 667	-54,0	31 486	0,999	31 521	-11,0
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 ⁵
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1990 2 ^e trim.	25 629	-2,6	2 992	-16,8	28 621	0,992	28 862	-3,8
3 ^e trim.	25 438	-2,6	3 045	-7,9	28 482	0,988	28 838	-3,3
4 ^e trim.	26 302	-1,2	2 970	-6,5	29 272	1,016	28 809	-2,6
1991 1 ^{er} trim.	26 490	1,3	3 062	-0,1	29 552	1,010 ^P	29 259 ^P	0,1 ^P
1990 oct.	25 466	-2,1	2 894	-9,8	28 360	0,988	28 704	-3,4
nov.	25 672	-1,3	2 939	-3,9	28 611	0,992	28 842	-2,1
déc.	25 768	-0,2	3 076	-5,7	30 844	1,068	28 880	-2,2
1991 janv.	26 923	0,5	3 174	0,9	30 097	1,027 ^P	29 306 ^P	-0,7 ^P
févr.	26 186	1,3	2 996	-1,4	29 182	0,998 ^P	29 240 ^P	0,1 ^P
mars	26 362	2,1	3 015	0,1	29 377	1,005 ^P	29 231 ^P	1,0 ^P
avril	26 211	1,6	2 998	2,1	29 209	0,998 ^P	29 268 ^P	1,2 ^P
mai	26 226	2,7	2 997	0,0	29 223	0,995 ^P	29 370 ^P	1,9 ^P

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

² Par rapport à l'année précédente; en regard des années figurent les variations du quatrième trimestre au quatrième trimestre précédent; en regard des trimestres figurent les moyennes des taux calculés chaque mois

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

⁴ Monnaie centrale dessaisonnalisée = monnaie centrale, divisée par les coefficients saisonniers

⁵ Pour 1989, l'objectif se réfère à la moyenne des douze taux de variation annualisés, calculés par rapport à la valeur moyenne de la monnaie centrale dessaisonnalisée au quatrième trimestre de 1988, moyenne qui est centrée sur novembre; selon cette méthode de calcul, la variation est de -1,9%.

^P = chiffre provisoire

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1986	5,0	5,9	6,7
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,4	7,8	9,8
1989	-5,9	20,2	6,2
1990	-5,0	13,5	2,6
1990 2 ^e trim. ²	-5,5	13,5	2,0
3 ^e trim. ²	-5,2	10,1	1,7
4 ^e trim. ²	-2,2	9,2	2,5
1991 1 ^{er} trim. ²	0,9	5,7	3,1
1990 sept. ²	-5,1	10,8	2,4
oct. ²	-3,6	9,6	2,1
nov. ²	-4,1	8,6	2,2
déc. ²	1,0	9,4	3,1
1991 janv. ²	0,8	7,1	2,9
févr. ²	1,8	5,4	3,0
mars ²	0,0	4,5	3,3
avril ²	3,2	4,7	3,8

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

La hausse a toutefois été supérieure à cette prévision, puisque la monnaie centrale dessaisonnalisée a dépassé de quelque 450 millions de francs le niveau du quatrième trimestre de 1990. Cette évolution a résulté surtout de la forte croissance des billets en circulation, à savoir 1,3% par rapport au premier trimestre de 1990. Mais elle est aussi due au fait que les banques avaient accru notablement leur demande de liquidités à la suite des tensions qui étaient apparues sur les marchés financiers juste avant le déclenchement des hostilités dans le Golfe. Dans la seconde moitié de janvier, la situation s'est de nouveau normalisée, et les avols en comptes de virements à la Banque nationale se sont inscrits à 3 milliards de francs en moyenne jusqu'à la fin du premier trimestre de 1991.

Pour le deuxième trimestre de 1991, l'institut d'émission table sur un volume de monnaie centrale de 29,4 milliards de francs, ce qui correspond à une augmentation de 2%, en chiffre rond,

par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de 1990. La monnaie centrale dessaisonnalisée s'élevait à 29 268 millions de francs en avril et à 29 370 millions de francs en mai.

La masse monétaire M₁ a progressé pour les mêmes raisons que les billets en circulation. Depuis le début de 1989, elle n'avait plus enregistré de hausse par rapport à la période correspondante de l'année précédente; la croissance s'est inscrite à 0,9% au premier trimestre de 1991, après une baisse de 2,2% au quatrième trimestre de 1990. Quant au numéraire en circulation et aux dépôts à vue, ils ont progressé de 1,9% et de 0,4%.

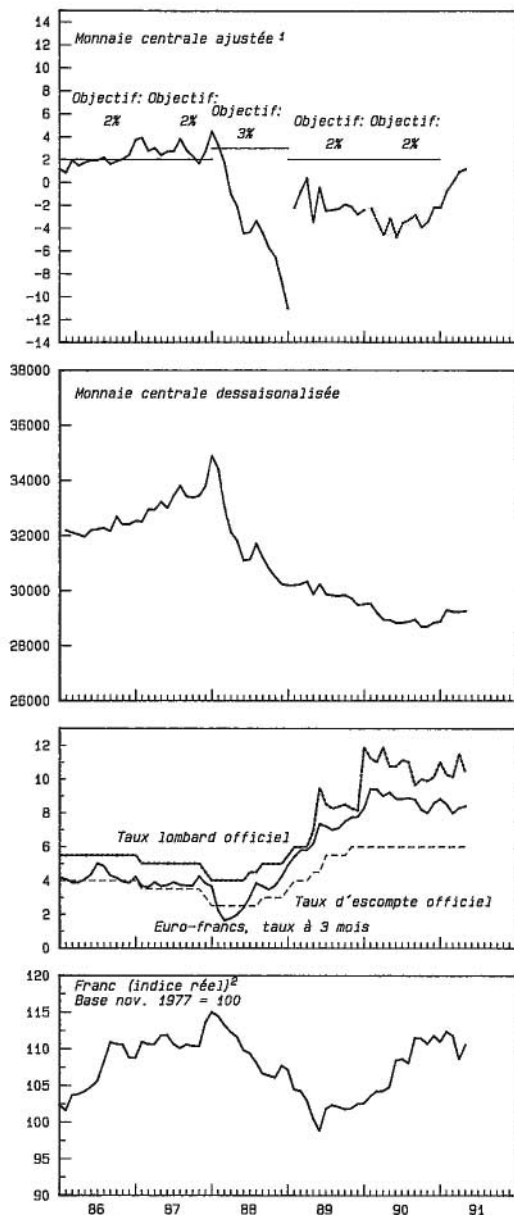
La stabilisation des rémunérations à court terme, la faible hausse des taux servis sur les fonds d'épargne et le recul des rendements des obligations ont influé nettement sur les dépôts à terme et les fonds d'épargne. Les dépôts à terme ont perdu de leur attrait et sont restés au niveau du trimestre précédent. Comme ceux-ci avaient fortement augmenté l'année précédente, ils dépassaient de 8,4% le montant observé au premier trimestre de 1990 (quatrième trimestre 1990: 16,9%). Du quatrième trimestre de 1990 au premier trimestre de 1991, la croissance annuelle de la masse monétaire M₂ a passé de 9,2% à 5,7%, en moyenne.

Les fonds d'épargne ont progressé, contrairement aux dépôts à terme. Ils atteignaient 163,3 milliards de francs, soit le même montant qu'une année auparavant, et se situaient ainsi 7,1 milliards de francs au-dessus de leur niveau le plus bas enregistré au mois d'août 1990. L'expansion annuelle de M₃ s'est accélérée un peu, passant de 2,5% au quatrième trimestre de 1990 à 3,1% au premier de 1991.

Marché monétaire

Les rémunérations à court terme, qui s'étaient repliées dans le courant des deux premiers mois de 1991, ont de nouveau été orientées à la hausse en mars. En moyenne du premier trimestre de 1991, le taux de l'argent au jour le jour s'inscrivait à 8,1%, soit légèrement au-dessus du niveau de la période précédente. Par contre, le taux des dépôts à trois mois a reculé faiblement pour s'établir

Graphique 14: Suisse



¹ Depuis 1989: monnaie centrale dessaisonnalisée
 Jusqu'en 1988 et pour 1990: les variations de la monnaie centrale ajustée (puis dessaisonnalisée) sont calculées par rapport à la période correspondante de l'année précédente
 Pour 1989: les variations de la monnaie centrale dessaisonnalisée sont calculées en taux annualisé, par rapport

à 8,3% sur le marché des euro-francs. En avril, ces deux taux sont restés presque inchangés.

Alors que les rémunérations à court terme n'ont varié que faiblement en Suisse, les taux allemands correspondants se sont encore accrus un peu. Par contre, les taux américains ont de nouveau diminué sensiblement. Aussi, de janvier à avril 1991, l'écart entre ces taux s'est-il encore creusé par rapport au quatrième trimestre de 1990.

Au premier trimestre de 1991, les rémunérations servies par les grandes banques sur les dépôts à trois mois s'inscrivaient à près de 7,7% en moyenne, soit presque un demi-point au-dessous du niveau du quatrième trimestre de 1990. Dans le même temps, le rendement des créances comptables à trois mois sur la Confédération a passé de 7,9% à 7,7%.

Marché des changes

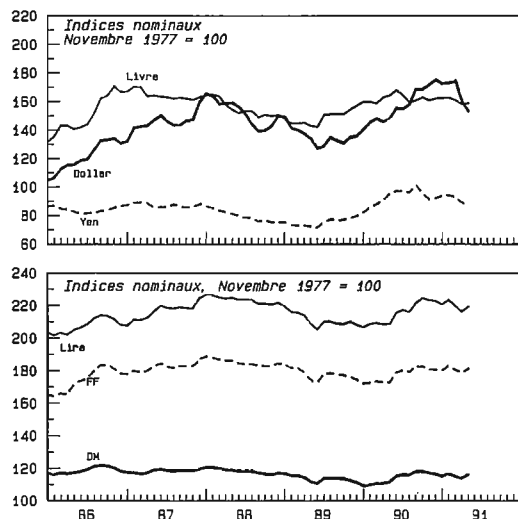
Le franc suisse a fluctué inégalement de février à mai 1991. Si son cours a reculé de 19% et de 13,4% face au dollar américain et au yen japonais, il l'a fait dans une mesure nettement moindre vis-à-vis des monnaies du Système monétaire européen (SME). Par rapport au mark allemand, le cours du franc est resté quasiment inchangé. De février à mai, ses fluctuations journalières ont plus que doublé d'amplitude par rapport aux quatre mois précédents; en taux annualisé, elles se sont situées entre 10% et 30%.

En moyenne des mois de février à mai, le dollar américain valait fr. 1,38 (même période de 1990: fr. 1,48), 100 yens japonais, fr. 1,02 (fr. 0,97) et le mark allemand, 85,3 centimes (87,7 centimes). En l'espace d'une année, le franc suisse s'est revalorisé de 6,4% vis-à-vis du dollar et de 2,7% face au mark, alors qu'il reculait de 5,2% par rapport au yen.

au niveau moyen du quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est centrée sur novembre
 Objectifs: Jusqu'en 1989, moyenne des taux de variation calculés chaque mois
 Pour 1990, variation du quatrième trimestre au quatrième trimestre de l'année précédente

² Cours pondéré par les exportations

Graphique 15: Variations du franc¹

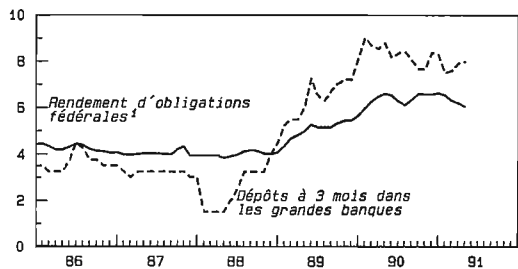


¹ En termes de quelques monnaies étrangères

De février à mai et en corrélation avec des interventions d'autres banques centrales sur les marchés des changes, la Banque nationale suisse a cédé 480 millions de dollars contre des francs suisses et acheté 15 millions de dollars contre des marks.

Au premier trimestre de 1991, l'indice du cours réel du franc a diminué pour s'inscrire au-dessous du niveau du trimestre précédent. Il a toutefois dépassé de 6,3% la valeur observée un an auparavant (quatrième trimestre 1990: 8,5%). Le cours réel du franc a enregistré la plus forte revalorisation vis-à-vis du dollar (15,4%). Face au mark alle-

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

mand, au franc français et au yen japonais, la hausse s'est établie entre 6 et 7%. Par contre, le franc a diminué de 2,8%, en termes réels, par rapport à la livre sterling.

Marché de capitaux

Sur le marché suisse des obligations, les rendements sont orientés à la baisse depuis le début de l'année. Le rendement moyen des obligations fédérales a fléchi de 0,6% pour s'inscrire à 6,1% à la fin du mois d'avril. En moyenne des trois premiers mois, il s'est chiffré à 6,3%, contre 6,6% au quatrième trimestre de 1990. La nette structure inverse des taux à court et à long terme s'est ainsi encore renforcée quelque peu.

Le taux moyen des obligations de caisse nouvellement émises par des grandes banques, qui avait atteint un niveau record de 7,5% en janvier 1991, a reculé par la suite pour s'établir à 6,7% de février à mai. La baisse des coûts de financement a permis aux banques de réduire de manière sélective les taux de leurs prêts hypothécaires. Les banques cantonales ont diminué, en mars et en avril, de 0,2% en moyenne les taux de leurs nouvelles hypothèques pour les ramener à 7,8%. Par contre, elles ont relevé, comme annoncé auparavant, les taux des anciennes hypothèques. Au cours des quatre premiers mois de l'année, ces taux ont augmenté de 0,3% en moyenne, à l'instar de ceux qui sont appliqués aux fonds d'épargne. La pression à la hausse s'est maintenue du fait que les banques ont adapté leurs taux en ordre dispersé.

Les émissions d'obligations et d'actions ont totalisé 13,2 milliards de francs au premier trimestre de 1991, contre 16,1 milliards de francs au trimestre correspondant de 1990. Les débiteurs suisses y ont contribué pour 40%. Après déduction de 2 milliards de francs au titre de remboursements, le montant net prélevé sur le marché des capitaux par les émissions suisses s'est chiffré à 3,4 milliards de francs, comme au trimestre précédent.

Exportations de capitaux

Les autorisations que la Banque nationale a délivrées au premier trimestre de 1991 ont porté sur

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
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
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1989 4 ^e trim.	8 316,0	2 139,6	174,1	10 629,7
1990 1 ^{er} trim.	11 237,8	2 203,9	165,2	13 606,9
2 ^e trim.	5 918,8	2 804,0	357,6	9 080,4
3 ^e trim.	7 668,9	2 427,7	270,0	10 366,6
4 ^e trim.	7 348,2	3 089,0	143,5	10 580,7
1991 1 ^{er} trim.	7 862,6	2 801,4	108,9	10 772,9

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

10,8 milliards de francs, soit un montant de 21% inférieur à celui de la période correspondante de 1990. Si les crédits ont progressé de 23%, les emprunts, qui représentent la part la plus importante, ont reculé de 30%.

La cause de ce mouvement opposé réside dans l'évolution des emprunts assortis de droits de conversion ou d'option. Les emprunts convertibles se sont chiffrés à 302 millions de francs, diminuant ainsi de 92% en l'espace d'une année. De leur côté, les emprunts à option n'ont guère varié, puisqu'ils ont totalisé 741 millions de francs. Ce résultat surprenant s'explique par le fait que cette catégorie comprend plusieurs «faux» emprunts étrangers que des banques suisses ont lancé par l'intermédiaire de leurs succursales à l'étranger, afin d'échapper à l'impôt anticipé. Le montant de ceux-ci s'est élevé à 60% du total des emprunts à option autorisés durant le premier trimestre de 1991. Abstraction faite de ces émissions, le volume des emprunts à option aurait également fléchi sensiblement.

Les emprunts classiques («straights») ont totalisé 6,8 milliards de francs, soit à peu près le montant très élevé du premier trimestre de 1990. Leur part aux émissions totales a passé de 61% au premier trimestre de 1990 à 87% au trimestre correspondant de 1991. La baisse des rendements des emprunts étrangers a notamment eu des effets favorables sur cette catégorie d'emprunts. En mars, les rendements ont toutefois augmenté légèrement et se sont inscrits par la suite vers 6,75%. L'attente d'un nouveau recul des taux à long

terme et la tendance à la détérioration des conditions des swaps en francs suisses ont toutefois entraîné en mars un déclin de l'activité dans la catégorie des emprunts classiques («straights»).

La part du Japon aux exportations totales de capitaux soumises à autorisation ne s'est établie qu'à 11% au premier trimestre de 1991, contre 33% au même trimestre de 1990. Celle de l'Europe occidentale a passé de 42% à 51%, et celle de l'Amérique du Nord, de 14% à 22%. Quant aux parts des autres groupes de pays et des organisations internationales de développement, elles ont augmenté respectivement de 10% à 16% et de 2% à 8%.

Bilans bancaires et crédits

Le total des bilans des 67 banques a progressé de 7% de fin mars 1990 au 31 mars 1991. A la suite de la fusion entre la Caisse hypothécaire du canton de Berne et la Banque cantonale de Berne, qui a donné naissance à la Banque cantonale bernoise, le nombre des banques sur lequel se fonde le présent commentaire a passé de 68 à 67.

A la fin du premier trimestre de 1991, les placements financiers (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) dépassaient de 12% le niveau enregistré un an auparavant. Cette évolution est due essentiellement à la hausse de 37% des effets de change et papiers monétaires. Les disponibilités n'ont augmenté que dans une mesure

insignifiante (2%), alors que les titres – le poste le plus important des placements financiers – diminuaient de 3%, et le solde des opérations interbancaires, de 68%. Le recul de la position nette des 67 banques envers des établissements bancaires à l'étranger, qui est en premier lieu à l'origine de l'évolution de ce solde, a toutefois marqué un ralentissement durant le premier trimestre de 1991.

Les crédits, mais aussi les débiteurs suisses (crédits en comptes courants ainsi qu'avances et prêts à terme fixe), ont augmenté de 8% entre fin mars 1990 et la fin du premier trimestre de 1991. Les prêts hypothécaires ont progressé d'à peine 7% dans le même laps de temps. Ils n'avaient plus enregistré un taux annuel de croissance aussi bas depuis 1971. L'évolution des crédits de construction indique également que l'activité a faibli dans ce secteur. Si l'utilisation des crédits s'est accrue de 20%, le montant des limites accordées est resté au niveau de l'année précédente. Par conséquent, les crédits non utilisés ont reculé de 15%.

De fin mars 1990 à la fin du premier trimestre de 1991, l'afflux de fonds du public a permis de financer l'octroi net de crédits. Cela n'avait pas été le

cas ces dernières années, années au cours desquelles un recul massif des placements financiers avait été enregistré.

Les transferts de fonds des créanciers à vue et des livrets et carnets de dépôts vers les créanciers à terme – des mouvements qui avaient été observés ces dernières années en raison de la structure inverse des taux – ont nettement diminué d'intensité. A la fin du premier trimestre de 1991, les créanciers à vue ne s'établissaient que 1% au-dessous de leur niveau de l'année précédente; les fonds placés sur les livrets et carnets de dépôts ont même enregistré un taux de croissance de 1%. En s'inscrivant à 16%, le taux d'expansion des créanciers à terme est resté relativement élevé; celui de ce même poste en francs suisses s'est toutefois établi à 11%. Quant au montant des obligations de caisse et des obligations, il dépassait, à la fin du premier trimestre de 1991, de 9% celui de fin mars 1990.

Les placements fiduciaires des 67 banques se chiffraient, à fin mars 1991, à un montant à peine inférieur à celui de l'année précédente. Ces fonds provenaient pour un tiers de résidents, et les banques les ont placés presque exclusivement à l'étranger.

Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Peter Gerber, Präsident des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank*

Zur Zeit unserer letzten Generalversammlung standen wir im Banne der faszinierenden Entwicklung im östlichen Teil Europas. Zuversicht und Hoffnung prägten die Gemüter. Der jahrzehntelange Druck des östlichen Machtblocks war gewichen, und die Aussichten auf einen dauerhaften Frieden schienen besser als je in den letzten Jahrzehnten. Europa schien, beflügelt durch die unter dem Kürzel EG 92 laufenden Einigungsbestrebungen und durch den Einbezug des östlichen Teils Mitteleuropas, aufzusteigen zu einer neuen Rolle in der Welt. Die Vereinigten Staaten standen – obwohl nun einzige Supermacht – im Schatten der Entwicklung in Europa. Die Schweiz erfreute sich eines verbreiteten Wohlstands, war aber uneinig in bezug auf ihre künftige Identität. Die Frage, wie sich die Schweiz angesichts der europäischen Einigungsbestrebungen verhalten soll, rückte ins Zentrum des Interesses.

Die Weltwirtschaft – jedenfalls die Wirtschaft des OECD-Raums – stand seit Jahren im Zeichen eines langen Aufschwungs, der allerdings durch zunehmende Inflationstendenzen überschattet wurde. Der Aufschwung war vor allem in Japan und in Kontinentaleuropa, insbesondere in der Bundesrepublik Deutschland, stark, während sich die Konjunktur in den USA und Grossbritannien abschwächte. Das insgesamt von Prosperität geprägte Bild war getrübt durch eine Reihe von strukturellen Problemen sowohl in den Industrieländern als auch vor allem in den Entwicklungsländern und den ehemals kommunistischen Staaten.

Bis heute haben sich zwar die fundamentalen Gegebenheiten nicht wesentlich geändert. Die Lage präsentiert sich aber doch in anderer Weise. Auf verschiedenen Gebieten einschliesslich der Wirtschaftslage machte die Hochstimmung des Früh-

jahrs 1990 einer nüchternen, realistischeren Beurteilung Platz. Der Golfkrieg setzte manchen Träumen des Frühlings 1990 ein abruptes Ende. Die Hoffnungen auf den Beginn eines Zeitalters des Friedens in der Welt erhielten durch die Ereignisse am Persischen Golf einen Dämpfer. Andererseits kam die Idee der UNO mit deren Aktionen im Mittleren Osten in bemerkenswerter Weise zum Tragen, und die USA konnten trotz ihrer wirtschaftlichen Schwächen ihre Stellung als dominierende Weltmacht souverän festigen.

In der Sowjetunion kämpften Reformer und Konservative um die Macht; der Machtkampf wird überlagert von den Nationalitätenkonflikten des Riesenreiches. Die ehemaligen Satellitenstaaten koppelten sich politisch und wirtschaftlich von der Sowjetunion ab; dieser Prozess wurde bestätigt durch die formelle Auflösung des Warschauer Paktes. Die Umgestaltung der ehemals zentral verwalteten Wirtschaften erweist sich als schwieriger als die Optimisten erwarteten. Nicht die Knappheit an finanziellen Mitteln, sondern die Schwierigkeiten, die rechtlichen und gesellschaftlichen Strukturen für eine Marktwirtschaft zu schaffen, bildeten dabei den Hauptengpass.

Auch die älteren Strukturprobleme der Weltwirtschaft harren weiter einer Lösung. Dazu gehören die Überschuldung vieler Entwicklungsländer, die Probleme des internationalen Handels und das erst wenig reduzierte Leistungsbilanzdefizit der USA. Zu den Strukturproblemen ist nun weltweit eine Abschwächung der Konjunktur gekommen. Die USA, Grossbritannien und einige kleinere Länder sind in eine Rezession geraten, und auch in den übrigen Industrieländern mit Ausnahme Deutschlands und Japans ist eine deutliche Abflachung festzustellen. Die Teuerung bleibt fast überall hoch, die Arbeitslosigkeit ist im Steigen begriffen, und die öffentlichen Finanzen zeigen vielfach erneut eine defizitäre Tendenz. Die Abschwächung der Konjunktur trug zur Verschlechterung der Ertragslage vieler Banken bei.

* gehalten in Bern am 26. April 1991

Auch in der Schweiz ist eine Beruhigung des konjunkturellen Klimas festzustellen. Ohne eine solche Beruhigung lässt sich die Preisstabilität nicht zurückgewinnen. Zur Zeit befinden wir uns allerdings noch in der unangenehmen Phase, in der wir zwar die Nachteile der Dämpfung teilweise deutlich spüren, die Vorteile sich aber erst abzuzeichnen beginnen. Insbesondere ist die Teue-

rung im Einklang mit den Prognosen von Ende 1990 noch hoch. Spekulativen Exzessen – insbesondere auf dem Immobilienmarkt – ist die Spitze gebrochen worden. In der Hoffnung, dass wir in einem Jahr die Früchte der Inflationsbekämpfung greifen können, eröffne ich die heutige Generalversammlung.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse*

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

A l'époque de notre dernière Assemblée générale, nous étions captivés par l'évolution fascinante qu'enregistrait la partie orientale de l'Europe. La confiance et l'espoir imprégnaient alors les esprits. La pression exercée durant des décennies par le bloc de l'Est s'était dissipée, et les perspectives d'une paix durable n'avaient jamais paru aussi bonnes depuis de nombreuses années. L'Europe, stimulée par le processus d'intégration en cours – CE 92 – et son élargissement vers l'Est, semblait appelée à jouer un nouveau rôle dans le monde. Les Etats-Unis d'Amérique – seule superpuissance restante – étaient un peu éclipsés par cette évolution. De son côté, la Suisse jouissait d'un bien-être assez généralisé, mais était divisée quant à sa future identité. La question de l'attitude à adopter face au processus d'intégration européenne retenait toujours plus l'attention de nos concitoyens.

L'économie mondiale – en tout cas la zone de l'OCDE – bénéficiait depuis des années d'une phase d'essor, phase qui était cependant de plus en plus assombrie par des tendances inflationnistes croissantes. L'essor était particulièrement vigoureux au Japon et en Europe continentale – notamment en République fédérale d'Allemagne –, alors que la conjoncture faiblissait aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Cette image de prospérité était toutefois ternie par une série de problèmes structurels frappant les pays industrialisés, mais surtout les pays en développement et les Etats anciennement communistes.

Depuis, ces données fondamentales ne se sont pas modifiées substantiellement. Néanmoins, la situation se présente aujourd'hui sous un jour différent. Dans plusieurs domaines, y compris l'économie, le climat d'euphorie du printemps de 1990 a fait place à un jugement plus réaliste et plus objectif. La guerre du Golfe a brisé maints rêves du

printemps de 1990, et mis une sourdine aux espoirs d'entrer dans une ère de paix. D'un autre côté, l'ONU est parvenue à jouer son rôle face aux événements du Moyen-Orient, et les Etats-Unis ont pu, en dépit des faiblesses de leur économie, renforcer de façon magistrale leur suprématie mondiale.

En Union soviétique, les réformateurs et les conservateurs luttent pour le pouvoir, lutte sur laquelle se greffent des conflits de nationalités. Les anciens pays satellites ont pris leurs distances, sur le plan politique comme dans le domaine économique, vis-à-vis de l'Union soviétique. La dissolution formelle du Pacte de Varsovie a confirmé cette évolution. Toutefois, la transformation des anciennes économies à planification centralisée s'avère plus compliquée que ne le prévoient les optimistes. Le problème majeur ne réside pas dans la faiblesse des moyens financiers à disposition, mais bien dans les difficultés à créer les structures juridiques et sociales nécessaires à une économie de marché.

Les problèmes structurels auxquels l'économie mondiale est confrontée depuis un certain temps déjà ne sont, eux non plus, pas encore résolus. Parmi eux figurent le surendettement de nombreux pays en développement, les problèmes du commerce international et le déficit, qui n'a guère diminué jusqu'à présent, de la balance courante américaine. A cela est venu s'ajouter un affaiblissement de la conjoncture dans le monde. Les Etats-Unis, le Royaume-Uni et quelques petits et moyens pays sont entrés dans une phase de récession; un net tassement a été observé dans les autres pays industrialisés, à l'exception de l'Allemagne et du Japon. Le renchérissement reste élevé presque partout, le chômage est en hausse et, dans le domaine des finances publiques, nombre de déficits ont de nouveau tendance à s'accroître. L'affaiblissement de la conjoncture a contribué également à la diminution des bénéfices de maints établissements bancaires.

* Berne, le 26 avril 1991

En Suisse aussi, la conjoncture marque un ralentissement. Pour retrouver la stabilité des prix, il est nécessaire de passer par une telle thérapie. Actuellement, nous sommes dans une phase encore désagréable, puisque les inconvénients de la modération de l'activité économique se font en partie nettement sentir et que les avantages commencent seulement à apparaître. Le renchérissement en particulier est toujours élevé, confirmant

ainsi les prévisions faites à la fin de 1990. En revanche, les excès de nature spéculative, qui ont été observés notamment sur le marché immobilier, ont pu être éliminés. Monsieur Lusser fera le point dans un instant sur la lutte que la Banque nationale mène contre l'inflation. J'ouvre l'Assemblée générale de ce jour avec l'espoir que nous pourrions récolter les fruits de cette lutte dans un an.

Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

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

Die Strategie der Nationalbank

1. Der geldpolitische Kurs

Die Nationalbank führt seit zweieinhalb Jahren eine restriktive Geldpolitik. Die Teuerung – sie dürfte im Oktober 1990 mit 6,4% ihren Höhepunkt erreicht haben – geht tendenziell wieder leicht zurück. Die Trendwende in der Entwicklung der Teuerung deutet darauf hin, dass unser Restriktionskurs zu greifen beginnt. Wir haben aber keinen Grund zur Euphorie. Der Kampf gegen die Teuerung ist, die Preisentwicklung in den ersten Monaten dieses Jahres zeigt es deutlich, noch keineswegs gewonnen. Alle Prognostiker sind sich einig: Wir müssen bis in den Sommer hinein mit Teuerungsraten, die kaum unter 5% sinken werden, leben. Markante Preiserhöhungen stehen erst noch bevor. Der Landesindex der Konsumentenpreise wird im Mai als Folge der starken Erhöhung der Mieten und weiterer administrierter Preise noch einmal deutlich steigen. Die Teuerung dürfte in der zweiten Jahreshälfte jedoch zurückgehen. Der langsame Abbau der Teuerung strapaziert unsere Geduld. Das ersehnte Ziel eines stabilen Preisniveaus rückt aber in Sichtweite.

Der Rückgang der Teuerung ist mit einer Abflachung des schweizerischen Wirtschaftswachstums verbunden. Das reale Bruttoinlandprodukt hatte noch bis zum zweiten Quartal 1990 mit einer Jahresrate von rund 3% zugenommen. Im dritten Quartal machten sich erste wirtschaftliche Schwächezeichen bemerkbar. Der Konjunkturabschwung, der inzwischen die meisten Branchen der schweizerischen Wirtschaft erfasste, dürfte sich in den kommenden Monaten fortsetzen. Wir erwarten jedoch, im Gegensatz zu einzelnen Prognostikern, keine Rezession. Die Aussichten der schweizerischen Wirtschaft sind gegenwärtig freilich nur schwierig zu beurteilen. Sie hängen, als Folge unserer engen Verflechtung

mit der Weltwirtschaft, stark von der Entwicklung im Ausland ab. Wir wissen nicht, wie weit Impulse aus dem Ausland das Wachstum unserer Wirtschaft mässigen oder beleben werden. Die konjunkturelle Entwicklung in den wichtigsten Industrieländern verläuft höchst unterschiedlich. Der wirtschaftliche Aufschwung hält im westlichen Teil Deutschlands nach wie vor an. Anzeichen einer deutlichen Abschwächung mehrten sich dagegen in Frankreich und Italien. Die Aussichten der Vereinigten Staaten und Grossbritanniens, die sich beide in einer Rezession befinden, bleiben unsicher.

Die Abschwächung der Konjunktur lässt in der Öffentlichkeit da und dort den Ruf nach einer deutlichen Lockerung der Geldpolitik erschallen. Ich sehe keinen Anlass, die Geldschleuse zu öffnen. Wir können den Pelz nicht waschen, ohne ihn nass zu machen. Die konjunkturelle Überhitzung, an der unsere Wirtschaft bis zum Sommer 1990 krankte, bildete den Nährboden für den Bazillus der Teuerung. Der Kampf gegen die Teuerung lässt sich ohne eine Drosselung des hohen Wachstums der schweizerischen Wirtschaft, das in den zwei letzten Jahren die Grenzen unserer Produktionskapazitäten sprengte, nicht gewinnen. Wir haben – wollen wir den Weg zurück zu einem stabilen Preisniveau finden – den Gürtel enger zu schnallen. Oder anders gesagt: Wir müssen das Wirtschaftswachstum wieder mit der Entwicklung des Produktionspotentials in Einklang bringen.

Wir sind daher von der Notwendigkeit, unsere restriktive Geldpolitik fortzusetzen, überzeugt. Ich möchte damit nicht den Eindruck erwecken, Produktion und Beschäftigung blieben in unserem geldpolitischen Kalkül unberücksichtigt. Wir dürfen und wollen die geldpolitische Bremse nicht stärker, als es notwendig ist, um die Teuerung in Schach zu halten, anziehen.

Wir verschärfen den im Herbst 1988 eingeleiteten Restriktionskurs im Jahre 1989 und Anfang 1990

* gehalten in Bern am 26. April 1991

weiter, da das Preisniveau wesentlich stärker als angenommen zu steigen drohte und der Schweizer Franken sich ausgeprägt abschwächte. Diese sukzessive Straffung der geldpolitischen Zügel äusserte sich in einem deutlichen Rückgang der Notenbankgeldmenge. Sie lag im vierten Quartal 1990 saisonbereinigt um 2,6% unter dem Stand des Vorjahres. Wir liefen damit – die Notenbankgeldmenge war schon im Jahre 1989 geschrumpft – Gefahr, eine zu restriktive Geldpolitik zu führen. Daher begannen wir im Spätsommer 1990, unseren Restriktionskurs sachte zu mässigen. Die Wiedererstarkung des Frankens erweiterte unseren geldpolitischen Spielraum. Wir nutzten ihn mit der gebotenen Vorsicht.

Ende 1990 beschlossen wir, den im Spätsommer eingeschlagenen Kurs im laufenden Jahr fortzuführen. Wir sahen, entgegen unserer bisherigen Praxis, jedoch davon ab, ein Jahresziel für das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge festzulegen. Was stand hinter dieser Entscheid? Wir konnten uns angesichts des unsicheren internationalen Umfelds nicht zum voraus auf einen genau definierten geldpolitischen Kurs für 1991 verpflichten. Unser geldpolitischer Spielraum wurde und wird vor allem durch die hohen Zinssätze in Deutschland eingeschränkt. Wir wussten nicht, wie weit wir die inländischen Zinssätze zu senken vermöchten, ohne einen markanten Kurszerfall des Frankens auszulösen. Die Fixierung des Wechselkurses stand nicht zur Diskussion. Wir wollten aber eine Entwicklung am Devisenmarkt, wie sie Ende 1989 aufgetreten war, vermeiden. Wir mussten unsere aussenwirtschaftliche Flanke absichern. Eine übertriebene Abwertung des Frankens hätte die Importpreise erhöht und damit dem Inflationsfeuer neue Nahrung zugeführt. Diese Überlegungen veranlassten uns zu der Ende 1990 angekündigten geldpolitischen Strategie.

Diese Strategie beruht auf vier Pfeilern:

- Unsere internen Untersuchungen deuten darauf hin, dass wir mit einem durchschnittlichen Wachstum der Notenbankgeldmenge von rund 1% pro Jahr das schweizerische Preisniveau mittelfristig zu stabilisieren vermögen. Das Wachstum der Notenbankgeldmenge lag in den Jahren 1989 und 1990 deutlich unter dem von
- uns im Durchschnitt einer Periode von mehreren Jahren angestrebten Niveau von 1%. Dies gilt auch dann, wenn wir den Rückgang der Liquiditätshaltung der Banken, den die Revision der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften und die Einführung des elektronischen Interbank-Zahlungssystems SIC auslösten, berücksichtigen. Die Rückkehr zu einer mittelfristig orientierten Geldmengenpolitik drängte sich angesichts der Wiedererstarkung des Frankens und der Fortschritte bei der Teuerungskämpfung auf. Wir beschlossen daher, die Notenbankgeldmenge im Jahre 1991 wieder auszuweiten und dem mittelfristigen Wachstumsziel von 1% anzunähern.
- Unsere mittelfristig angelegte Strategie bedeutet nicht, dass wir die Notenbankgeldmenge Jahr für Jahr um 1% ausdehnen werden. Die Wachstumsrate von 1% ist als Durchschnitt, der sich auf eine Periode von 3–5 Jahren bezieht, zu verstehen. Das effektive Wachstum der Notenbankgeldmenge dürfte diesen Durchschnitt in einzelnen Jahren über-, in anderen Jahren unterschreiten. Es lag in den vergangenen zwei Jahren deutlich unter dem angestrebten Durchschnitt. Ich schliesse deshalb die Möglichkeit, dass die Notenbankgeldmenge in der näheren Zukunft vorübergehend um mehr als 1% steigen und erst anschliessend tendenziell auf den mittelfristigen Wachstumspfad einschwenken wird, nicht aus. Ein überdurchschnittliches Wachstum der Notenbankgeldmenge ist vor allem in Zeiten fallender Zinssätze zu erwarten, da der Notenumlauf in der Schweiz empfindlich auf Zinsänderungen reagiert.
- Das mittelfristige Geldmengenziel von 1% definiert die generelle geldpolitische Marschrichtung. Es bestimmt jedoch nicht zwingend das Wachstum der Geldmenge, das wir im Jahre 1991 anstreben werden. Der Rhythmus der Ausweitung der Geldmenge wird vom wirtschaftlichen Umfeld abhängen. Wir berücksichtigen vor allem die Entwicklung des Wechselkurses des Frankens gegenüber den wichtigsten Währungen. Die D-Mark/Franken-Relation spielt dabei eine wesentliche Rolle. Dies bedeutet allerdings nicht, dass wir den Wechselkurs innerhalb enger Grenzen stabil halten wollen.

Es geht uns lediglich darum, Entwicklungen wie Ende 1989, als der Franken sich massiv abschwächte, zu verhindern.

- Wir konkretisieren unsere geldpolitischen Absichten, indem wir am Anfang jeden Quartals eine Prognose der Notenbankgeldmenge für die kommenden Monate aufstellen und in unserem Monatsbericht mit Erläuterungen publizieren. Wir streben eine transparente Darstellung unseres Kurses an. Sie genügt meines Erachtens, auch im internationalen Vergleich, höchsten Qualitätsanforderungen. Die Prognose der Notenbankgeldmenge spiegelt die geldpolitische Marschrichtung, die durch das mittelfristige Ziel vorgegeben ist. Sie berücksichtigt aber auch das aktuelle wirtschaftliche Umfeld und hier vor allem die Lage am Devisenmarkt. Wir sagten für das erste Quartal 1991 eine – gemessen am Stand des Vorquartals – leichte Zunahme der Notenbankgeldmenge voraus. Diese Prognose verdeutlichte unser Bestreben, den Restriktionskurs vorsichtig zu mässigen. Über die Marschrichtung bestand damit Klarheit. Wir erachteten aber angesichts der immer noch hohen Teuerung wie der labilen Lage am Devisenmarkt eine rasche Lockerung der Geldpolitik nicht als angebracht.

Die Entwicklung der Notenbankgeldmenge und der Zinssätze seit Anfang 1991 stimmt mit unseren Erwartungen grundsätzlich überein. Die Notenbankgeldmenge steigt wieder. Ihre Zunahme, sie lag im ersten Quartal 1991 um 1,6% über dem Niveau der Vorperiode, übertraf unsere Prognose sogar. Die Zinssätze bildeten sich leicht zurück. Der Abbau der Zinssätze erfolgte anfänglich etwas schneller als erwartet. Die Lage am Geld- und Kapitalmarkt konsolidierte sich aber inzwischen wieder. Die Abschwächung, die der Schweizer Franken nach dem Sieg der Alliierten im Golfkrieg erfuhr, zeigt deutlich, dass der Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik beschränkt bleibt.

Die hartnäckig hohe Teuerung ruft in der Öffentlichkeit immer wieder die Frage hervor, ob es nicht möglich gewesen wäre, die gegenwärtigen Probleme mit einer anderen Geldpolitik zu vermeiden. Ich äusserte mich wiederholt zu den Gründen der ungewohnt starken schweizeri-

schen Teuerung und möchte daher heute nur auf einen Aspekt der Geldpolitik, der in letzter Zeit öfters diskutiert wird, eingehen:

2. Fixierung des Wechselkurses?

Hätte die Schweiz mit einer Fixierung des Frankens gegenüber der D-Mark oder dem ECU in der Teuerungsbekämpfung – wie einige Beobachter unserer Geldpolitik meinen – bessere Ergebnisse erzielt? Die Befürworter fixer Wechselkurse stellen häufig nicht klar, was genau sie unter einer Kursfixierung verstehen. Es gibt für mich aber nur eine sinnvolle Methode: Die Nationalbank müsste erstens eine Parität des Frankens gegenüber der D-Mark oder dem ECU festlegen. Sie sähe sich zweitens gezwungen, auf Paritätsänderungen künftig überhaupt zu verzichten oder höchstens in Ausnahmefällen zu ihnen Zuflucht zu nehmen. Schliesslich hätte sie sich drittens zu verpflichten, die relevanten Marktkurse innerhalb einer engen Bandbreite um die Parität herum zu halten.

Wir verlören, würde der Frankenkurs in diesem Sinne fixiert, unsere geldpolitische Autonomie weitgehend. Die Notenbank eines kleinen Landes, das eng mit der Weltwirtschaft verflochten ist, kann nicht gleichzeitig den Wechselkurs fixieren und die Geldmenge nach ihrem Gutdünken steuern. Der Verlust an geldpolitischer Autonomie müsste sich auch in einer Angleichung der schweizerischen Geldmarktsätze an jene Deutschlands äussern. Die schweizerische Zinsentwicklung würde fortan fast ausschliesslich vom Ausland bestimmt.

Diese Konsequenzen des Verlustes an geldpolitischer Autonomie wären – argumentieren jedenfalls die Befürworter fixer Wechselkurse – zu verkraften, wenn die Schweiz im Gegenzug am Stabilitätserfolg Deutschlands und weiterer Länder des Europäischen Währungssystems (EWS) teilhaben könnte. Die Preisentwicklung in der Schweiz würde nach der Fixierung des Wechselkurses in der Tat stärker als bisher von jener im europäischen Ausland abhängen. Diese Abhängigkeit gälte vor allem für die inländischen Preise importierter und exportierter Güter. Sie würden

sich ähnlich zu den Preisen im europäischen Ausland bewegen.

Die Befürworter einer Wechselkursfixierung weisen oft auf die Erfahrungen der Länder des EWS und Österreichs hin. Diese Länder erzielten mit einem fixen Wechselkurs in der jüngsten Vergangenheit teilweise tiefere Teuerungsraten als die Schweiz. Unser Land fuhr umgekehrt mit einer geldpolitischen Strategie, die auf der strikten Kontrolle der Geldmenge beruht, lange Zeit gut. Wir müssen zugeben, dass die Ergebnisse unserer Geldmengenpolitik gegenwärtig zu wünschen übriglassen. Die Teuerung befindet sich auf einem unakzeptabel hohen Niveau. Es wäre aber eine Illusion zu glauben, alle unsere Probleme liessen sich mit einer Fixierung des Wechselkurses schlagartig lösen. Ein fixer Wechselkurs vermöchte keinen mechanischen Zusammenhang zwischen der schweizerischen und der ausländischen Preisentwicklung zu schaffen. Die Schweiz übernehme nicht einfach die ausländische Teuerung. Der fixe Wechselkurs würde lediglich dafür sorgen, dass die Preise international gehandelter Güter und Dienstleistungen im In- und Ausland ähnlich verlaufen. Die Preise von Gütern und Dienstleistungen, die nur im Inland produziert und konsumiert werden, können sich dagegen selbst unter einem Fixkurs-System international unterschiedlich entwickeln. Die hausgemachte Teuerung vermag daher auch unter einem solchen System zum Problem zu werden. Die Preisentwicklung im EWS zeigt dies deutlich: Die Teuerungsraten der EWS-Mitglieder glichen sich zwar an. Es bestehen von Land zu Land aber noch immer beträchtliche Unterschiede.

Lassen Sie mich diese Schwierigkeiten anhand der jüngsten Entwicklung der schweizerischen Teuerung verdeutlichen! Es ist möglich, dass die Preise, hätten wir den Wechselkurs des Frankens beispielsweise Anfang 1987 gegenüber der D-Mark fixiert, nicht auf das heutige Niveau gestiegen wären. Wir hätten trotzdem nicht einfach die niedrige deutsche Teuerung übernommen. Ich vermute, dass die Teuerung in der Schweiz auch unter einem Fixkurs-System deutlich höher als in unserem nördlichen Nachbarland ausgefallen wäre. Drei Überlegungen sprechen für diese These:

- Die Franken/D-Mark-Relation blieb von 1983 bis 1987 tendenziell stabil. Die Teuerung lag in unserem Land im Durchschnitt trotzdem um knapp einen Prozentpunkt über jener in der Bundesrepublik.
- Die für die Schweiz typischen Indexmechanismen hätten auch unter einem Fixkurs-System gespielt. Die schweizerischen Geldmarktsätze hätten sich tendenziell an jene in Deutschland angeglichen. Unsere Zinssätze liegen gegenwärtig wieder unter den deutschen. Der fixe Wechselkurs hätte die massive schweizerische Zinshausse noch verstärkt und verlängert. Er hätte den sprunghaften Anstieg der schweizerischen Wohnungsmieten folglich nicht verhindert, sondern im Gegenteil noch verschärft. Die Verteuerung der Wohnungsmieten – sie fiel bei uns in den vergangenen zwei Jahren dreimal stärker als in Deutschland aus – hätte auch unter einem Fixkurs-System zu einem vorübergehenden Inflationsvorsprung gegenüber unseren nördlichen Nachbarn geführt. Fertige Häuser lassen sich eben nicht mit samt dem zugehörigen Land aus dem Ausland importieren. Die Preise am inländischen Wohnungsmarkt entwickeln sich auch bei einem fixen Wechselkurs unabhängig von jenen der umliegenden Länder.
- Der Übergang zu einem Fixkurs-System hätte auch ein weiteres Problem, das uns die Bekämpfung der Teuerung gegenwärtig erschwert, nicht gelöst. Das Wirtschaftswachstum in Westeuropa begann sich im Sommer 1988 zu beschleunigen. Auch die Schweiz geriet in den Sog dieses europäischen Konjunkturaufschwungs. Die Wachstumsimpulse aus dem Ausland lösten – gepaart mit der etwas expansiveren Geldpolitik, die die Nationalbank im Jahre 1987 und in der ersten Hälfte 1988 geführt hatte – eine konjunkturelle Überhitzung unserer Wirtschaft aus. Der Wachstumsschub, der im Sommer 1988 einsetzte, traf die schweizerische Wirtschaft nämlich zu einem Zeitpunkt, zu dem die inländischen Produktionskapazitäten bereits voll ausgelastet waren und Vollbeschäftigung herrschte. Die meisten anderen Länder Kontinentaleuropas verfügten dagegen über erhebliche Kapazitätsreserven und eine hohe Arbeitslosigkeit. Die konjunkturel-

len Überhitzungserscheinungen und damit der Teuerungsdruck waren in der Schweiz deshalb ausgeprägter als in unseren Nachbarländern. Sie wären auch unter einem Fixkurs-System aufgetreten.

Was ist aus diesen Überlegungen zu schliessen? Auch ein fixer Wechselkurs bietet keine Garantie für die elegante Umschiffung aller geldpolitischen Klippen, die uns gegenwärtig die Bekämpfung der Teuerung erschweren. Einige Verfechter fester Kurse werden mir entgegen, in der Praxis sei weder eine permanente Fixierung der Wechselkurse noch ein reines Floating wünschenswert. Die Nationalbank sollte vielmehr danach trachten, ihre Geldpolitik je nach den wirtschaftlichen Umständen einmal auf die Geldmenge und ein andermal auf den Wechselkurs auszurichten. Sie hätte, spräche das weltwirtschaftliche Umfeld für eine autonome Geldpolitik, eine strikte, stabilitätsorientierte Geldmengenpolitik zu führen und den Wechselkurs frei schwanken zu lassen. Könnte sie dagegen an den Stabilitätserfolgen anderer Länder teilhaben, so hätte sie den Frankenkurs, unter Verzicht auf eine autonome Geldpolitik, gegenüber den Währungen dieser Länder zu fixieren. Diese geldpolitische Strategie würde – meinen die Vertreter dieser These – die Vorteile fixer mit jenen flexibler Wechselkurse vereinen.

Der Vorschlag klingt auf den ersten Blick bestehend. Mischsysteme schaffen jedoch meist mehr Probleme, als sie lösen. Ich möchte vor allem davon abraten, einen Paritätskurs für den Franken festzulegen, ihn aber stets dann, wenn die wirtschaftlichen Umstände für eine autonome Geldpolitik sprechen, anzupassen. Die Nationalbank liefe mit häufigen Änderungen des Paritätskurses Gefahr, statt mit den Vorteilen mit sämtlichen Nachteilen fixer und flexibler Wechselkurse gesegnet zu werden. Ein Mischsystem gewährleistet – dies zeigen die Erfahrungen anderer Länder – keine solide Verankerung der stabilitätsorientierten Geldpolitik. Die Nationalbank wäre häufig im Ungewissen, ob sie sich an der Geldmenge oder am Wechselkurs ausrichten soll. Sie würde dazu verleitet, kurzfristig zu agieren. Und damit liefe sie Gefahr, die mittlere Frist aus den Augen zu verlieren. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt jedoch eindeutig: Eine wirksame, stabilitätsorientierte Geldpolitik muss mittelfristig angelegt sein.

Wir können der Forderung nach mittelfristiger Ausrichtung unserer Politik grundsätzlich auf zwei Wegen gerecht werden: Wir steuern entweder die Geldmenge mit dem Ziel, das Preisniveau mittelfristig stabil zu halten. Oder aber wir fixieren eine Wechselkursparität des Frankens gegenüber der Währung eines wichtigen stabilitätsbewussten Landes oder einer Gruppe solcher Länder im Willen, diese Parität möglichst selten zu ändern.

Wir sehen uns damit vor eine klare Wahl gestellt: Wir steuern entweder die Geldmenge oder wir fixieren den Wechselkurs. Der Entscheid für eine geldmengenorientierte Politik bedeutet aber nicht, dass wir den Wechselkurs völlig vernachlässigen müssen. Wir waren in der Vergangenheit wiederholt bestrebt, der Entwicklung des Wechselkurses Rechnung zu tragen und extreme Kursausschläge im Rahmen unserer Geldmengenpolitik zu mässigen. Wir werden dies auch in Zukunft tun. Ausländische Notenbanken, die wie wir eine geldmengenorientierte Politik führen, verhalten sich ähnlich. Wir müssen uns in diesem Falle jedoch hauptsächlich an der Geldmenge orientieren.

Änderte sich das geldpolitische Umfeld so stark, dass die schweizerischen Währungsbehörden eine Fixierung des Wechselkurses in Betracht ziehen sollten? Ich schliesse die Möglichkeit, dass die Schweiz längerfristig zu einem fixen Wechselkurs zurückkehren wird, nicht aus. Wir werden dieses Problem im Zusammenhang mit der Frage, wie unser Land seine künftigen politischen und wirtschaftlichen Beziehungen zur Europäischen Gemeinschaft gestalten soll, ohne diskutieren müssen. Eine grundsätzliche Änderung unserer geldmengenorientierten Politik drängt sich einstweilen jedoch nicht auf. Fragwürdige wechselkurspolitische Experimente wären fehl am Platz. Wir müssen unsere Kräfte vielmehr darauf ausrichten, die Teuerung mit allen Mitteln, die uns zur Verfügung stehen, zu verringern und die Preisstabilität in der Schweiz wieder herzustellen. Dies aber zwingt uns, weiterhin einen grundsätzlich restriktiven geldpolitischen Kurs zu verfolgen.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse*

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

La stratégie de la Banque nationale

1. Le cours de la politique monétaire

Depuis deux ans et demi, la Banque nationale mène une politique monétaire restrictive. Après avoir atteint 6,4% – vraisemblablement son niveau maximal – en octobre 1990, le renchérissement tend aujourd'hui à faiblir légèrement. Le revirement de tendance dans l'évolution de l'inflation incite à penser que le cours restrictif de notre politique commence à porter ses fruits. Nous n'avons cependant aucune raison de pavoiser. Comme le montre l'évolution des prix au cours des premiers mois de l'année, la lutte contre l'inflation n'est pas encore gagnée. Tous les spécialistes des prévisions économiques s'accordent à dire que notre taux annuel de renchérissement ne diminuera guère au-dessous de 5% jusqu'en été. Des hausses sensibles de prix seront encore enregistrées. En mai, l'indice des prix à la consommation augmentera une fois encore nettement, à cause de fortes hausses des loyers et de prix administrés. Mais le renchérissement devrait reculer dans la seconde moitié de l'année. Sa très lente décélération met notre patience à l'épreuve. La stabilité des prix, objectif tant désiré, est toutefois en vue.

Le repli du renchérissement est accompagné d'un tassement de la conjoncture. En termes réels, le produit intérieur brut s'est accru à un rythme annuel d'environ 3% jusqu'au deuxième trimestre de 1990. Au troisième trimestre, les premiers signes de déclin de l'activité se sont fait sentir. L'affaiblissement de la conjoncture, qui s'est étendu entre-temps à la plupart des branches de l'économie suisse, devrait continuer au cours des prochains mois. Contrairement à ce que d'aucuns prévoient, nous ne nous attendons toutefois pas à une récession. Aujourd'hui, les perspectives de l'économie suisse sont bien sûr difficiles à appré-

hender. Du fait des relations étroites que notre économie entretient avec l'étranger, elles dépendent fortement de l'évolution dans les principaux autres pays. Nous ne savons pas dans quelle mesure des impulsions venant de l'étranger modéreront ou stimuleront la croissance de notre économie. L'évolution de la conjoncture dans les principaux pays industrialisés n'est de loin pas homogène. L'essor de l'économie ouest-allemande se poursuit. Mais des signes toujours plus nombreux annoncent un net refroidissement de la conjoncture en France et en Italie. En outre, les perspectives restent incertaines aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, pays qui sont entrés dans une phase de récession.

Etant donné l'affaiblissement de la conjoncture, des appels sont déjà lancés çà et là pour que la politique monétaire soit nettement assouplie. Je ne vois – et je tiens à le dire clairement – aucune raison d'ouvrir les vannes monétaires. On ne fait pas d'omelette sans casser des œufs. La surchauffe dont notre économie a souffert jusqu'en été 1990 a constitué un bouillon de culture hautement propice au développement du bacille de l'inflation. Pour vaincre le renchérissement, il est nécessaire de modérer la croissance de notre économie, croissance qui, ces deux dernières années, avait dépassé les limites données par les capacités de production. Si nous voulons retrouver le chemin de la stabilité des prix, nous devons serrer notre ceinture. En d'autres termes, nous devons ramener la croissance économique à un rythme qui soit compatible avec l'évolution de notre potentiel de production.

Nous sommes persuadés par conséquent qu'il est nécessaire de poursuivre notre politique monétaire restrictive. Je ne voudrais cependant pas vous donner l'impression que notre stratégie ignore ce qui peut se passer du côté de la production et de l'emploi. Par notre politique, nous ne devons pas et ne voulons pas appuyer sur la pédale des freins plus qu'il n'est nécessaire pour juguler le renchérissement.

*Berne, le 26 avril 1991

Le cours restrictif que nous avons donné à notre politique monétaire en automne de 1988 – je l'ai déjà relevé, ici même, il y a un an – a été accentué en 1989 et au début de 1990, parce que le niveau des prix menaçait d'augmenter beaucoup plus que nous nous y attendions et que le franc suisse traversait une phase de faiblesse marquée. Ce resserrement graduel des rênes monétaires s'est traduit par une nette contraction de la monnaie centrale. Au quatrième trimestre de 1990, la monnaie centrale dessaisonnalisée était inférieure de 2,6% à son niveau de la période correspondante de 1989. Comme elle avait déjà enregistré un repli en 1989, nous risquions de mener une politique trop restrictive. Aussi, vers la fin de l'été 1990, avons-nous commencé à assouplir peu à peu notre degré de rigueur. Le redressement du franc sur les marchés des changes a élargi la marge de manœuvre disponible pour un tel assouplissement. Nous avons mis à profit cette marge avec la prudence requise.

A la fin de 1990, nous avons décidé de maintenir le cap adopté dans les dernières semaines de l'été. Mais, contrairement à la pratique suivie jusque-là, nous avons renoncé à fixer un objectif annuel de croissance en termes de monnaie centrale dessaisonnalisée. Pourquoi une telle décision? Etant donné l'environnement international incertain, nous ne pouvions nous engager à donner, en 1991, un cours très précis à notre politique monétaire. Notre marge de manœuvre en la matière a été et est toujours restreinte principalement par les taux d'intérêt élevés en Allemagne. Nous ne savions pas jusqu'où nos taux d'intérêt pourraient être réduits sans déclencher une nette baisse du franc sur les marchés des changes. Il n'était pas question d'adopter une relation de change fixe quelconque. Nous voulions cependant éviter la répétition de l'évolution observée à la fin de 1989 sur les marchés des changes. Nous devons veiller à ce que des impulsions inflationnistes ne viennent pas des importations et des exportations. Un affaiblissement excessif du franc aurait fait augmenter les prix à l'importation et ravivé l'inflation. Ces réflexions nous ont conduits à adopter la stratégie annoncée à la fin de 1990, stratégie qui repose sur quatre piliers :

- Des études internes ont montré – premier pilier de notre stratégie – qu'une croissance de la

monnaie centrale, à un rythme moyen d'environ 1% par an, est de nature à stabiliser à moyen terme le niveau des prix en Suisse. L'évolution de la monnaie centrale au cours des années 1989 et 1990 a été nettement inférieure au rythme de 1% que nous visons en moyenne d'une période de plusieurs années. L'écart est net, même si l'on tient compte de la diminution que les besoins en liquidités des banques ont enregistrée à la suite de la révision des dispositions régissant les liquidités bancaires et de la mise en service du système électronique de paiements interbancaires SIC. Le retour à une politique monétaire axée sur le moyen terme s'imposait, étant donné le redressement du franc et les progrès accomplis dans la lutte contre le renchérissement. Aussi avons-nous décidé d'augmenter la monnaie centrale, en 1991, pour la rapprocher de son sentier de croissance à moyen terme.

- Notre stratégie, axée sur le moyen terme, ne signifie pas que nous augmenterons la monnaie centrale de 1% chaque année. Le rythme de 1% doit être considéré – deuxième pilier de notre stratégie – comme une moyenne qui porte sur une période de 3 à 5 années. La croissance effective de la monnaie centrale pourrait donc être supérieure à la moyenne pendant certaines années et inférieure pendant d'autres. Ces deux dernières années, elle a été nettement inférieure à la moyenne visée. Il est par conséquent possible que la monnaie centrale augmente de plus de 1% prochainement, avant de revenir sur son sentier de croissance à moyen terme. La circulation des billets étant sensible, en Suisse, aux variations des taux d'intérêt, il faut s'attendre, en particulier dans les phases de repli des taux d'intérêt, à une expansion de l'agrégat supérieure à la moyenne.

- L'objectif monétaire à moyen terme de 1% donne, en d'autres termes, l'orientation générale de la politique monétaire. Il ne fixe cependant pas de manière contraignante la croissance de l'agrégat que nous visons en 1991. Le rythme de progression de la monnaie centrale dépendra de l'environnement économique. Nous tenons compte avant tout – c'est là le troisième pilier de notre stratégie – de l'évolution des cours des principales monnaies face au franc. La relation de change entre le mark allemand et le franc joue à cet égard un rôle primor-

dial. Cela ne signifie toutefois pas que nous entendons maintenir les cours de change à l'intérieur d'une marge étroite. Pour nous, il s'agit uniquement d'éviter le retour à la situation que nous avons connue à fin 1989, quand le franc faiblissait fortement.

– Pour concrétiser nos intentions en matière de politique monétaire, nous établissons au début de chaque trimestre une prévision pour l'évolution de la monnaie centrale au cours des prochains mois. La prévision est publiée, avec un commentaire, dans notre Bulletin mensuel. Nous nous efforçons ainsi – quatrième pilier de notre stratégie monétaire – de rendre transparent le cours de notre politique. Cette manière de faire donne une transparence qui satisfait à mon avis à des exigences de qualité élevées, sur le plan international également. La prévision que nous établissons pour l'évolution de la monnaie centrale reflète l'orientation que prendra la politique monétaire, orientation qui découle de l'objectif à moyen terme, mais qui tient compte aussi de l'environnement économique du moment, principalement de la situation sur le marché des changes. Pour le premier trimestre de 1991, nous avons prévu une légère progression de la monnaie centrale par rapport au niveau des trois mois précédents. Par cette prévision, nous avons montré notre intention d'assouplir prudemment notre degré de rigueur. La clarté a ainsi régné sur l'orientation de notre politique. Compte tenu du renchérissement toujours élevé et de la situation instable sur le marché des changes, nous avons estimé cependant qu'un assouplissement rapide de la politique monétaire n'était pas opportun.

Fondamentalement, l'évolution de la monnaie centrale et des taux d'intérêt depuis le début de 1991 correspond à ce que nous attendions. La monnaie centrale augmente de nouveau. Sa progression – au premier trimestre, elle dépassait de 1,6% son niveau des trois mois précédents – a même été supérieure à notre prévision. Les taux d'intérêt ont diminué légèrement. Leur repli, dans une première phase, a été plus rapide que prévu. Entre-temps, la situation s'est de nouveau consolidée sur les marchés monétaire et financier. L'affaiblissement que le franc a enregistré après la victoire des coalisés dans la guerre du Golfe mon-

tre clairement l'étroitesse de la marge à disposition pour un nouvel assouplissement de notre politique monétaire.

Une politique monétaire différente n'aurait-elle pas permis d'éviter les problèmes actuels? C'est là une question qui, vu l'inflation tenace, revient souvent dans les discussions. Ayant eu l'occasion de décrire à plusieurs reprises les causes de notre renchérissement exceptionnellement élevé, je voudrais aujourd'hui commenter un aspect de la politique monétaire qui a fait l'objet de maints débats ces derniers temps.

2. Faut-il rattacher le franc à une autre monnaie?

La Suisse aurait-elle obtenu de meilleurs résultats dans la lutte contre l'inflation si le franc avait été rattaché au mark allemand ou à l'Ecu? Quelques observateurs de notre politique monétaire le pensent. Souvent, les partisans des changes fixes ne précisent pas ce qu'ils entendent exactement par l'établissement d'une ou de plusieurs relations de change fixes. Or il n'y a pour moi qu'une méthode sensée. Premièrement, la Banque nationale fixerait une parité du franc vis-à-vis du mark allemand ou de l'Ecu. Elle serait ensuite contrainte à renoncer à toute modification de parité ou à ne recourir à cette solution que dans des cas vraiment exceptionnels. Enfin, elle devrait s'engager à maintenir les cours de change concernés à l'intérieur d'une marge étroite autour de la parité.

Si le franc était rattaché de la sorte à une autre monnaie, nous perdriions une grande part de l'autonomie dont nous disposons dans la conduite de la politique monétaire. La banque centrale d'un petit pays qui entretient des liens économiques étroits avec l'étranger ne peut à la fois maintenir des cours de change fixes et gérer la masse monétaire à son gré. La perte d'autonomie se traduirait également par un alignement de nos taux d'intérêt à court terme sur ceux de l'Allemagne. Dès lors, l'évolution des taux d'intérêt en Suisse dépendrait presque exclusivement de l'étranger.

Les conséquences de cette perte d'autonomie seraient supportables – pour les partisans des

cours de change fixes en tout cas – si la Suisse, en contrepartie, pouvait être associée aux succès obtenus en matière de stabilité par l'Allemagne et d'autres pays participant au Système monétaire européen (SME). Après l'adoption d'une relation de change fixe, l'évolution des prix en Suisse dépendrait effectivement plus fortement qu'auparavant de celle qui est observée chez nos voisins. La dépendance serait particulièrement étroite pour les prix, pratiqués sur le marché suisse, des biens importés et exportés. Ces prix suivraient des mouvements semblables à ceux qui sont enregistrés dans les pays voisins.

Les partisans du rattachement du franc à une autre monnaie se réfèrent souvent aux expériences faites par les pays du SME et l'Autriche. Dans la période récente, ces pays ont obtenu, avec des changes fixes, des taux d'inflation en partie plus bas que le nôtre. Si la Suisse, qui a choisi une stratégie reposant sur le contrôle strict de la masse monétaire, s'en est bien tirée pendant longtemps, nous devons admettre que les résultats de notre politique monétaire laissent à désirer actuellement. Notre renchérissement atteint un niveau inacceptable. Il serait cependant illusoire de croire que le passage à des changes fixes résoudrait d'un seul coup tous nos problèmes. Le rattachement du franc à une autre monnaie ne pourrait établir un lien mécanique entre l'évolution des prix en Suisse et à l'étranger. Notre renchérissement ne s'alignerait pas tout simplement sur celui de l'étranger. Les changes fixes amèneraient uniquement les prix des biens et services entrant dans le commerce extérieur à évoluer parallèlement en Suisse et à l'étranger. Mais, même dans un système de changes fixes, les prix des biens et services produits et consommés dans un seul pays peuvent suivre des évolutions divergentes. Par conséquent, le renchérissement d'origine interne peut devenir un problème, dans un tel système également. L'évolution des prix dans la zone du SME le montre clairement: si les taux de renchérissement ont convergé, des écarts substantiels subsistent encore d'un pays à l'autre.

Permettez-moi, pour illustrer ces difficultés, de me référer à l'évolution récente du renchérissement en Suisse. Nos prix n'auraient peut-être pas augmenté autant si, au début de 1987 par exemple, nous avions décidé de rattacher le franc au mark allemand. Mais nous ne nous serions pas

tout simplement alignés sur le bas renchérissement de l'Allemagne. Notre inflation, je présume, aurait été sensiblement plus forte, même avec une relation de change fixe entre le franc et le mark. Trois réflexions appuient cette thèse:

- Entre 1983 et 1987, la relation de change entre le franc et le mark allemand est restée assez stable. Néanmoins, notre taux annuel de renchérissement a dépassé en moyenne de près d'un point celui de l'Allemagne.
- Les mécanismes d'indexation, si typiques de la Suisse, auraient fonctionné même en changes fixes. Les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse auraient eu tendance à s'aligner sur les taux allemands à court terme. Or nos taux sont actuellement de nouveau inférieurs à ceux de l'Allemagne. Le cours fixe aurait ainsi renforcé et prolongé la hausse de nos taux d'intérêt. Par conséquent, il n'aurait pas empêché la vive augmentation des loyers en Suisse, mais l'aurait au contraire accentuée. La hausse des loyers – ces deux dernières années, elle a été trois fois plus forte en Suisse qu'en Allemagne – aurait entraîné, dans un système de cours fixes également, un écart temporaire entre notre taux d'inflation et celui d'outre-Rhin. On ne peut évidemment pas importer des bâtiments, clés en main et terrain compris. Sur le marché suisse du logement, les prix évoluent indépendamment des tendances observées chez nos voisins, quel que soit le système des cours de change.
- Le passage à un système de cours de change fixes n'aurait pas résolu un autre problème qui rend plus difficile notre lutte actuelle contre l'inflation. En Europe occidentale, la croissance économique a commencé à s'accélérer en été 1988. L'essor de la conjoncture européenne a stimulé l'économie suisse également. Conjugées à la politique monétaire un peu expansionniste que la Banque nationale avait menée en 1987 et dans la première moitié de 1988, ces impulsions venant de l'étranger ont amené notre économie dans un état de surchauffe. La poussée de croissance, apparue en été 1989, s'est fait sentir à un moment où les capacités de production de l'économie suisse étaient déjà entièrement utilisées et où le plein-emploi régnait en Suisse. A l'inverse, la plupart des autres pays de l'Europe continentale disposaient

d'importantes réserves de capacités et avaient un chômage élevé. C'est pourquoi les symptômes d'une surchauffe conjoncturelle – et partant les pressions inflationnistes – ont été plus forts en Suisse que chez nos voisins. Ils seraient apparus également dans un système de cours de change fixes.

Quelles conclusions faut-il tirer de ces réflexions? Un système de cours fixes ne garantit pas, lui non plus, une navigation aisée, se jouant de tous les écueils qui compliquent actuellement notre lutte contre l'inflation. Maints défenseurs des changes fixes me rétorqueront que ni des changes immuablement fixes ni des changes totalement flottants ne sont souhaitables dans la pratique. La Banque nationale devrait aspirer à une politique monétaire qui, en fonction des circonstances, serait axée tantôt sur la masse monétaire, tantôt sur les cours de change. Si l'environnement économique le rendait préférable, elle aurait à mener une politique stricte de la masse monétaire et à laisser fluctuer librement les cours de change. En revanche, si elle pouvait s'associer aux succès obtenus par d'autres pays en matière de stabilité, elle devrait rattacher le franc aux monnaies de ces pays et renoncer à une politique monétaire autonome. Cette stratégie permettrait, estiment ses défenseurs, d'allier les avantages des cours fixes à ceux des cours flottants.

La proposition peut paraître séduisante au premier abord. Mais les systèmes mixtes engendrent généralement plus de problèmes qu'ils n'en résolvent. Je voudrais mettre en garde en particulier contre la solution qui consisterait à fixer une parité du franc et à modifier celle-ci chaque fois que les circonstances plaident pour un retour à une politique monétaire autonome. En modifiant fréquemment la parité du franc, la Banque nationale risquerait de cumuler non pas les avantages, mais bien les inconvénients des cours fixes et des cours flottants. Comme l'ont montré les expériences faites par plusieurs pays, un système mixte ne donne aucun ancrage solide à une politique monétaire visant la stabilité. Souvent, la Banque nationale serait dans l'incertitude, se demandant si elle doit axer sa politique sur la masse monétaire ou sur les cours de change. En outre, elle serait incitée à agir à court terme, d'où le risque de

perdre de vue le moyen terme. Or un simple regard sur ces dernières années nous rappelle clairement que, pour être efficace, une politique de stabilité doit être conduite à moyen terme. Fondamentalement, nous pouvons satisfaire à cette exigence de durée de deux façons: soit nous gérons la masse monétaire dans le but de maintenir le niveau des prix stable, à moyen terme, soit nous fixons une parité du franc vis-à-vis de la monnaie d'un important pays axé sur la stabilité – ou d'un groupe de tels pays – avec la volonté de modifier aussi rarement que possible cette parité.

Nous sommes donc face à un choix clair: gérer la masse monétaire ou fixer une parité pour le franc vis-à-vis d'une autre monnaie. La décision de suivre une politique de la masse monétaire n'implique cependant pas que nous devions nous désintéresser totalement des cours de change. Dans le passé, nous nous sommes efforcés à maintes reprises de tenir compte de l'évolution des relations de change et de modérer, dans le cadre de notre politique de la masse monétaire, leurs fluctuations extrêmes. Nous le ferons à l'avenir également. Les banques centrales étrangères qui, comme nous, mènent une politique de la masse monétaire suivent la même tactique. Dans ce cas, nous devons toutefois axer notre conduite principalement sur la gestion de la masse monétaire.

L'environnement s'est-il modifié à un point tel que les autorités monétaires suisses devraient envisager l'adoption d'une relation de change fixe pour le franc? A moyen ou long terme, je n'exclus pas la possibilité d'un retour de la Suisse à des cours fixes. Ce problème viendra de toute façon sur le tapis, dans les débats que nous aurons au sujet de nos relations politiques et économiques futures avec la Communauté européenne. D'ici là, une modification fondamentale de notre politique axée sur la masse monétaire ne s'impose toutefois pas. Nous serions mal inspirés de nous lancer dans des expériences aventureuses en matière de politique des cours de change. Nous devons en effet – et c'est avec cette exhortation que je conclurai mon exposé – concentrer nos forces pour réduire le renchérissement, par tous les moyens dont nous disposons, et rétablir la stabilité des prix en Suisse. Cela nous contraint à maintenir le cours fondamentalement restrictif de notre politique monétaire.

Währungspolitische Aspekte eines Beitritts der Schweiz zum Internationalen Währungsfonds

Monique Dubois, Georg Rich und Umberto Schwarz*

Der Bundesrat hat den Eidgenössischen Räten Mitte Mai den Beitritt der Schweiz zu den Institutionen von Bretton Woods, d. h. dem Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Weltbankgruppe, beantragt.¹ In diesem Beitrag sollen die währungspolitischen Aspekte eines IWF-Beitritts beleuchtet werden; mit dem Beitritt zur Weltbankgruppe, bei dem entwicklungspolitische Aspekte im Vordergrund stehen, befassen wir uns nicht.

Währungspolitische Aspekte der Tätigkeit des IWF

Der im Jahre 1945 gegründete IWF fördert die internationale währungspolitische Zusammenarbeit. Sein Ziel ist die Gewährleistung stabiler Währungsverhältnisse unter den heute 155 Mitgliedsländern. Eine Voraussetzung dafür ist die Beseitigung von Zahlungsbilanzungleichgewichten. Der IWF unterstützt daher jene Mitgliedsländer, die Mühe haben, ihre Zahlungsbilanzprobleme aus eigener Kraft zu meistern. Zu diesem Zweck kann er Kredite gewähren, welche in der Regel mit wirtschaftspolitischen Auflagen verbunden sind und die wirtschaftliche Anpassung erleichtern. Im weiteren setzt sich der IWF für die freie Austauschbarkeit der Währungen und den Abbau von Beschränkungen im internationalen Zahlungssystem ein.

Bis zum Jahre 1973 regelte und überwachte der IWF ein System fester Wechselkurse unter den Mitgliedsländern. Grundsätzlich konnten die Mitgliedsländer ihre Wechselkurse nur mit Einwilligung des IWF ändern. Dieses System ermöglichte den wirtschaftlichen Wiederaufbau Europas nach dem Zweiten Weltkrieg, den Übergang der Industrieländer zur Konvertibilität der Währungen und den Abbau protektionistischer Währungspraktiken, die in der Zwischenkriegszeit den internationalen Handel und das Wachstum

der Weltwirtschaft stark gehemmt hatten. Im Jahre 1973 gingen die wichtigsten Industrieländer zu flexiblen Wechselkursen über. In der Folge überliess der IWF, als er seine Statuten 1978 zum zweitenmal revidierte, die Wahl des Wechselkurssystems den Mitgliedsländern. Sollten die Mitgliedsländer in Zukunft zu stärker kontrollierten Kursen zurückkehren, dürfte der IWF dabei eine entscheidende Rolle spielen.

Die Mehrheit der Mitgliedsländer des IWF, insbesondere Entwicklungsländer, entschied sich nach der zweiten Statutenrevision für feste Wechselkurse. Hingegen wählten viele Industrieländer grundsätzlich flexible Wechselkurse. Dazu gehören auch regionale Fixkurssysteme wie das Europäische Währungssystem, dessen Währungen untereinander fest, jedoch gegenüber Drittwährungen flexibel sind. Bei flexiblen Wechselkursen äussern sich aussenwirtschaftliche Ungleichgewichte in Wechselkursschwankungen, die sehr ausgeprägt sein können. Der IWF schuf deshalb im Jahre 1978 ein System der Wechselkursüberwachung und führt seither im Rahmen dieses Systems regelmässige Konsultationen mit allen Mitgliedsländern durch; vorher waren sie nur in Ländern, die Devisenbeschränkungen praktizierten, üblich. Diese Konsultationen geben dem IWF die Möglichkeit, die Wechselkurspolitik zu überwachen, protektionistische Praktiken oder wirtschaftspolitische Mängel aufzudecken und den Mitgliedsländern Empfehlungen abzugeben. Spezialkonsultationen werden im Hinblick auf die periodische Analyse der weltwirtschaftlichen Lage und die Prognosen des IWF durchgeführt. Seit einiger Zeit werden diese Analysen, welche eine wichtige Grundlage für die internationale Koordinierung der Wirtschaftspolitik bilden und in einer zunehmend interdependenten Weltwirtschaft an Bedeutung gewinnen, veröffentlicht («World Economic Outlook»).

¹ Vgl. Botschaft des Bundesrates vom 15. Mai 1991 über den Beitritt der Schweiz zu den Institutionen von Bretton Woods.

* Bereich Volkswirtschaft der Schweizerischen Nationalbank

In Mitgliedländern mit festen Wechselkursen äussern sich aussenwirtschaftliche Ungleichgewichte in Zahlungsbilanzproblemen. Zu den Tätigkeiten des IWF, die am stärksten beachtet werden, gehört deshalb die Gewährung von Zahlungsbilanzkrediten. Seit dem Übergang der meisten Industrieländer zu flexiblen Wechselkursen wird Zahlungsbilanzhilfe praktisch nur noch von Entwicklungsländern beansprucht. In neuester Zeit gehören auch osteuropäische Länder vermehrt zum Kreis der Kreditempfänger. Die Zahlungsbilanzhilfe dient dazu, dem betreffenden Land vorübergehend Devisenguthaben zur Verfügung zu stellen und ihm damit Zeit zur wirtschaftlichen Anpassung einzuräumen. Sie darf jedoch nicht dazu missbraucht werden, bestehende Ungleichgewichte zu zementieren und Ressourcen des IWF zu verschwenden. Ab einer bestimmten Höhe macht der IWF die Gewährung von Krediten deshalb abhängig von der Durchführung von Wirtschaftsprogrammen, welche die Ursachen der Ungleichgewichte beseitigen sollen. Diese Programme werden mit den Kreditnehmern vereinbart und bilden die Grundlage für wirtschaftspolitische Auflagen.

Die Wirtschaftsprogramme des IWF werden in Entwicklungskreisen gelegentlich kritisiert. Diese kreiden ihnen vor allem übertriebene Härte, aber auch Sturheit, Wachstumsfeindlichkeit oder Wirkungslosigkeit an. Solche Vorwürfe sind unberechtigt. In den Entwicklungsländern tragen die für die Wirtschaftspolitik Verantwortlichen häufig zu den Zahlungsbilanzproblemen bei, indem sie eine inflationäre Geld- und Fiskalpolitik verfolgen. Länder, die über ihre Verhältnisse leben, können ihre Wirtschaft nur sanieren, wenn sie ihre Geld- und Fiskalpolitik anpassen. Die Korrektur von wirtschaftspolitischen Fehlern, die zu einem früheren Zeitpunkt begangen wurden, ist in der Regel mit grossen Opfern für die Bevölkerung des betroffenen Landes verbunden. Häufig sind auch die gesellschaftlich-politischen Voraussetzungen ungünstig, indem mächtige Interessengruppen von einer inflationären Geld- und Fiskalpolitik profitieren. Es gibt jedoch keinen bequemen Weg zu einer Sanierung der Zahlungsbilanz. Wird der IWF um Unterstützung gebeten, hat er zumeist keine andere Wahl, als harte und unpopuläre Anpassungsmassnahmen vorzuschlagen. Häufig spielt der IWF dabei die Rolle eines

Sündenbocks, der den nationalen Behörden einen Teil der unangenehmen Verantwortung für unpopuläre Massnahmen abnimmt.

Natürlich stehen die Entwicklungsländer auch vielen strukturellen Problemen gegenüber, die sie nicht selbst geschaffen haben. So leiden die meisten von ihnen unter den niedrigen Rohstoffpreisen am Weltmarkt sowie unter Handelsbarrieren, die sie beim Export ihrer Produkte in die Industrieländer überwinden müssen. Ferner ist die Wirtschaftsstruktur vieler Entwicklungsländer zu wenig diversifiziert. Die Exporte hängen von einzelnen Produkten ab, und die Exporterlöse können stark schwanken. Dazu gesellt sich in vielen Fällen eine hohe Auslandsschuld, die ihr Wirtschaftswachstum hemmt.

Der IWF ist sich bewusst, dass die wirtschaftlichen Probleme der Entwicklungsländer nicht mit einfachen Rezepten gelöst werden können. Häufig sind es strukturelle Mängel, die zu Zahlungsbilanzproblemen führen und das Wirtschaftswachstum hemmen. Diese werden deshalb in den Wirtschaftsprogrammen des Fonds berücksichtigt. Auch bietet der IWF zum Beispiel im Rahmen von Strukturanpassungsfazilitäten (SAF und ESAF) verbilligte Kredite an, die armen Entwicklungsländern mit schwerwiegenden Strukturproblemen zur Verfügung stehen. Diese Kreditinstrumente verringern die wirtschaftlichen Opfer, die mit der Sanierung einer unausgeglichene Zahlungsbilanz verbunden sind. Ferner arbeitet der IWF eng mit der Weltbank zusammen, deren Aufgabe darin besteht, langfristige Entwicklungskredite zu gewähren.

Es wäre eine Illusion zu glauben, die wirtschaftliche Lage der Entwicklungsländer liesse sich mit einer Aufweichung der Konditionalität der IWF-Kredite verbessern. Damit wäre weder den Schuldner- noch den Gläubigerländern gedient. Bei den Schuldnerländern schwände der Anreiz, eine verantwortungsbewusste Geld- und Fiskalpolitik zu führen. Die Gläubigerländer wären unter diesen Umständen kaum mehr bereit, dem IWF Finanzmittel zur Verfügung zu stellen. Denn der IWF arbeitet mit den Währungsreserven der Mitgliedländer und ist zu entsprechender Sorgfalt verpflichtet. Weniger strenge Kreditbedingungen wären um so fataler, als der Anteil des IWF an den

Gesamtschulden der Entwicklungsländer lediglich 3% beträgt. Die Entwicklungsländer sind auch auf andere Finanzquellen angewiesen, viele von ihnen insbesondere auf die Geschäftsbanken, die ihre Beteiligung an Krediten in der Regel vom Bestehen von Wirtschaftsprogrammen des IWF abhängig machen. Die Aufweichung der IWF-Konditionalität würde daher auch die Kredite der Geschäftsbanken an die Entwicklungsländer schrumpfen lassen. Dies würde diese Länder selbst am meisten schädigen.

Die wirtschaftliche Umwälzung in Osteuropa bildet eine neue Herausforderung für den IWF. Dieser ist aufgrund seiner über vierzigjährigen Erfahrung mit Wirtschaftsprogrammen besonders befähigt, die Reformbemühungen in Osteuropa zu unterstützen. Diese Aufgabe, die den IWF finanziell stark beanspruchen wird, ist aus europäischer Sicht vordringlich. Die Schweiz könnte durch einen Beitritt dazu beitragen, die Rolle, die der IWF im osteuropäischen Reformprozess spielt, weiter zu stärken.

Das Interesse der Schweiz an einem Beitritt zum IWF

Somit erfüllt der IWF eine Funktion, die auch mit den Interessen der Schweiz in Einklang steht. Er setzt sich für eine marktwirtschaftliche und stabilitätsorientierte Gestaltung der internationalen Währungsbeziehungen ein und gewährt in erheblichem Umfang technische Hilfe. Mit seinen Wirtschaftsprogrammen trägt er dazu bei, die Entwicklungsländer und die Staaten Osteuropas in die Weltwirtschaft zu integrieren. Viele dieser Länder wären ohne die Unterstützung des IWF gezwungen, sich vom Weltmarkt abzuschotten. Dies würde nicht nur ihre schwierige wirtschaftliche Lage zusätzlich verschlimmern, sondern auch die Exportchancen der Schweiz und anderer Länder beeinträchtigen.

Monetäre Gründe gegen einen Beitritt der Schweiz zum IWF bestehen nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen, dem Ausbau des geldpolitischen Instrumentariums und angesichts der verminderten Gefahr einer Überbeanspruchung des Schweizer Frankens nicht mehr. Die Schweiz hat den IWF seit Beginn der

sechziger Jahre wiederholt durch finanzielle Beiträge unterstützt und erhielt in Anerkennung dieser Leistungen den Sonderstatus eines Beobachters an der Jahresversammlung und im Interimsausschuss des IWF. Ein Beitritt würde die im Laufe der Jahre enger gewordenen Beziehungen normalisieren und konsolidieren. Da mit dem Beitritt Kosten verbunden sind, sollte er mit einer Verbesserung der schweizerischen Position im IWF verbunden sein. Diese Bedingung ist insbesondere dann erfüllt, wenn es gelingt, im Exekutivrat Einsitz zu nehmen. Für die Stimm- und Wahlrechte im IWF ist die Quote (Kapitalanteil), die einem Land eingeräumt wird, massgebend. Mit einer Quote von 1,7 Mrd. Sonderziehungsrechten (SZR) hat die Schweiz gute Chancen, dieses Ziel zu erreichen. Diese Quote würde sich nach der 9. Quotenrevision auf 2,47 Mrd. SZR – rund 4,82 Mrd. Franken² – erhöhen.

Die Schweiz sollte sich nach dem Beitritt zum IWF dafür einsetzen, dass er seinen währungspolitischen Auftrag auch inskünftig wirkungsvoll und effizient erfüllen kann. Artikel 6 des vorgeschlagenen Bundesgesetzes über die Mitwirkung der Schweiz an den Institutionen von Bretton Woods lässt indessen Zweifel aufkommen, ob die Schweiz einen Beitrag zur Stärkung der währungspolitischen Funktion des IWF leisten könnte. Diese Bestimmung sieht nämlich vor, dass «die schweizerische Position die Grundsätze und Ziele der schweizerischen Entwicklungspolitik zu berücksichtigen» hätte. Nach Meinung der Nationalbank wäre es gefährlich, Währungs- und Entwicklungspolitik in der vorgeschlagenen Art und Weise zu vermengen. Obwohl der IWF bei seiner Kreditgewährung entwicklungspolitische Anliegen berücksichtigt, stellt er hauptsächlich eine währungspolitische Institution dar. Es wäre deshalb zu prüfen, ob der in Artikel 6 vorgesehene entwicklungspolitische Vorbehalt nur auf die Weltbankgruppe bezogen werden sollte.

Da der IWF eine vorwiegend währungspolitische Funktion erfüllt, erscheint es gerechtfertigt, Währungsreserven der Nationalbank für die Quotenzahlung zu verwenden. Die Nationalbank müsste im Zeitpunkt des Beitritts zum IWF bei einer Quote von 1,7 Mrd. SZR 22,7% bzw. 386 Mio.

² Kurs des SZR von 1.95 Franken (April 1991).

SZR³ in Devisen oder SZR einbezahlen. Es entstünde damit eine teilweise verzinsliche Forderung gegenüber dem IWF, die sog. Reservetranche. Um die Devisen für die Quotenzahlung zu beschaffen, müsste die Nationalbank Fremdwährungsanlagen auflösen. In ihrer Bilanz würde der in Devisen oder SZR geleistete Teil der Quotenzahlung somit als Umschichtung von Währungsreserven in Erscheinung treten.

Der Rest der Quote, nämlich 77,3% oder 1314 Mio. SZR⁴ bestünde aus einer auf Schweizer Franken lautenden Kreditlinie zu Gunsten des IWF. Im Ausmass, in dem der IWF Franken beansprucht, könnte er auf diesen Teil der Quote zurückgreifen und bei der Nationalbank Franken beziehen. Dabei würden die Forderungen der Nationalbank gegenüber dem IWF – die Reservetranche – über den im Zeitpunkt des Beitritts in Devisen oder SZR einbezahlten Teil der Quote steigen. Sobald die Kreditnehmer des IWF diese Franken verwenden, würden die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank und damit die Notenbankgeldmenge zunehmen. Dieser Geldmengeneffekt liesse sich jedoch auf der operativen Ebene leicht kompensieren.

Welche Kosten würde der Beitritt der Schweiz zum IWF verursachen? Die Reservetranche beim IWF, die maximal den vollen Quotenbetrag erreichen kann, wird wie die übrigen Währungsreserven verzinst. Kosten entstünden lediglich in Form von Ertragseinbussen. Zum einen wird ein Teil der Reservetranche, der gegenwärtig 8,3% der Quote entspricht, nicht verzinst. Dieser Anteil trägt den früher teilweise in Gold geleisteten Quotenzahlungen, die keinen Ertrag abwerfen, Rechnung. Zum anderen entspricht der Zinssatz, zu dem die Reservetranche verzinst wird, zwar im Prinzip dem Marktsatz, nämlich dem gewichteten Mittel der Geldmarktsätze für die im SZR enthaltenen Währungen⁵; die Entschädigung kann jedoch, wenn es die Ertragslage oder die Reserve-situation des IWF erfordern, reduziert werden. Gegenwärtig muss sie mindestens 80% des Marktsatzes betragen. Die für die Nationalbank entstehenden Ertragseinbussen – die Opportunitätskosten der Mitgliedschaft – wären gleichwohl relativ bescheiden und dürften bei voller Beanspruchung der Quote unter den gegenwärtigen Bedingungen 40 Mio. Franken pro Jahr kaum

übersteigen. Nach der 9. Quotenrevision würde dieser Betrag um rund die Hälfte steigen. Die Erfahrungen anderer Länder deuten jedoch darauf hin, dass die schweizerische Quote nicht voll beansprucht würde. Im Falle der Bundesrepublik Deutschland macht die Reservetranche rund 40% der Quote aus.

Neben den laufenden Ertragseinbussen ist auch das Kreditrisiko der Forderungen gegenüber dem IWF in Rechnung zu stellen und mit dem Kreditrisiko der üblichen Fremdwährungsanlagen, die vor allem im amerikanischen Geldmarkt getätigt werden, zu vergleichen. Dieses Risiko ist schwer quantifizierbar, darf aber nicht überschätzt werden, obwohl heute ausschliesslich Entwicklungsländer die Zahlungsbilanzhilfe des IWF in Anspruch nehmen. Die Schuldnerländer räumen nämlich dem Schuldendienst gegenüber dem IWF de facto Priorität ein, weil sie ohne den Schirm des IWF kaum Chancen haben, Finanzierungsvereinbarungen mit den Banken abzuschliessen. Da der IWF keine Umschuldungen durchführt, gibt es heute gleichwohl eine Reihe von Ländern, die Zahlungsrückstände gegenüber dem IWF aufweisen. Um diese abzubauen, unternimmt der IWF jedoch grosse Anstrengungen.

Die Kosten eines Beitritts der Schweiz zum IWF halten sich in Grenzen. Ihnen steht ein beträchtlicher währungspolitischer Nutzen, den ein Beitritt der Schweiz bringen würde, gegenüber. Infolge seiner Auslandverflechtung ist unser Land in besonderem Masse an weltweit stabilen Währungsverhältnissen und einem freien internationalen Zahlungssystem interessiert. Der IWF setzt sich für diese Anliegen ein. Durch Förderung des internationalen Handels trägt er auch dazu bei, das wirtschaftliche Wachstum in den Entwicklungsländern und in Osteuropa zu steigern. Der IWF-Beitritt würde der Schweiz die Möglichkeit geben, ihren Anteil an der Verantwortung für die internationale Währungspolitik zu übernehmen und die Tätigkeit des IWF mitzugestalten.

³ Gegenwert 753 Mio. Franken.

⁴ Gegenwert 2563 Mio. Franken.

⁵ US-Dollar, D-Mark, Yen, französischer Franken und britisches Pfund.

Aspects monétaires de l'adhésion de la Suisse au Fonds monétaire international

Monique Dubois, Georg Rich et Umberto Schwarz*

A la mi-mai, le Conseil fédéral a proposé aux Chambres fédérales d'approuver l'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods, c'est-à-dire au Fonds monétaire international (FMI) et au Groupe de la Banque mondiale¹. Les aspects monétaires de l'entrée au FMI sont examinés dans le présent article. L'adhésion au Groupe de la Banque mondiale, à considérer essentiellement sous l'angle de la politique de développement, n'y est pas abordée.

Aspects monétaires de l'activité du FMI

Le FMI, fondé en 1945, s'efforce de promouvoir la coopération monétaire internationale. Son but est d'encourager la stabilité des changes entre les 155 pays qui, aujourd'hui, en sont membres. Pour l'atteindre, il faut en particulier éliminer les déséquilibres extérieurs. Aussi le FMI soutient-il les pays membres qui ne parviennent pas, par leurs propres moyens, à maîtriser les problèmes de balance des paiements. Afin d'alléger la charge de l'ajustement, il peut accorder des crédits qui, en règle générale, sont liés à des conditions de politique économique. En outre, le FMI s'emploie à promouvoir la convertibilité des monnaies et l'élimination des restrictions de change.

Jusqu'en 1973, le FMI régissait et surveillait un système de taux de change fixes. En principe, les pays membres ne pouvaient modifier leurs taux de change qu'après avoir obtenu l'assentiment du FMI. Ce système a permis la reconstruction de l'Europe après la Deuxième Guerre mondiale, le passage à la convertibilité des monnaies des pays industrialisés et le démantèlement des pratiques monétaires protectionnistes qui, dans l'entre-deux-guerres, avaient fortement entravé le commerce international et la croissance économique. Le passage, en 1973, des principaux pays industrialisés aux changes flottants a amené le

FMI à réviser ses Statuts en 1978. Depuis cette deuxième révision des Statuts, les pays membres peuvent choisir le régime de change qu'ils souhaitent appliquer. Si une tendance à un contrôle plus serré des cours de change devait se dessiner à l'avenir, le FMI jouerait sans doute un rôle décisif dans la mise en place et le fonctionnement d'un tel système.

Après la deuxième révision des Statuts, la plupart des pays membres du FMI, en particulier les pays en développement, ont opté pour des changes fixes. En revanche, les pays industrialisés ont choisi des changes flottants, ce qui n'exclut pas la participation à des accords régionaux – tel le Système monétaire européen – en vertu desquels les monnaies participantes sont liées entre elles, mais flottent vis-à-vis des monnaies tierces. En changes flottants, les déséquilibres extérieurs se traduisent par des variations souvent fortes des cours de change. C'est pourquoi le FMI a créé, en 1978, un système de surveillance généralisée des taux de change et conduit depuis lors des consultations régulières avec les autorités des pays membres; auparavant, de telles consultations n'étaient habituelles qu'avec les autorités des pays appliquant un contrôle des changes. Ces consultations donnent au FMI la possibilité de surveiller la politique en matière de taux de change, de déceler les pratiques protectionnistes et les erreurs de politique économique ainsi que d'émettre des recommandations dans ces domaines. Le FMI procède également à des consultations particulières pour ses analyses et ses prévisions économiques périodiques. Ces analyses et prévisions sont utiles à la coordination internationale des politiques économiques et ont acquis, dans un monde de plus en plus interdépendant, une importance croissante. Elles sont publiées depuis un certain temps («Perspectives de l'économie mondiale»).

¹ Voir le message du Conseil fédéral du 15 mai 1991 concernant l'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods.

* Division économique de la Banque nationale suisse

Dans les pays qui ont choisi des changes fixes, les déséquilibres extérieurs engendrent des problèmes de balance des paiements. C'est pourquoi, parmi les activités du FMI, celle qui attire le plus l'attention est l'octroi de crédits d'aide à la balance des paiements. Depuis le passage de la plupart des pays industrialisés aux changes flottants, les pays en développement sont devenus presque les seuls utilisateurs des crédits du FMI. Les pays d'Europe de l'Est figurent également, depuis peu, au nombre des emprunteurs. L'aide à la balance des paiements permet de mettre temporairement des devises à la disposition du pays en difficulté et, ainsi, de donner à celui-ci du temps pour procéder à un ajustement économique. Elle ne doit cependant pas être utilisée à mauvais escient et conduire au maintien des déséquilibres et à un gaspillage des ressources du FMI. Aussi les crédits du FMI sont-ils liés, lorsqu'ils dépassent un certain volume, à la mise en œuvre de programmes d'ajustement économique de nature à éliminer les causes des déséquilibres. Ces programmes, élaborés avec les pays emprunteurs, définissent les conditions économiques que les bénéficiaires doivent remplir pour pouvoir obtenir des crédits.

Les programmes d'ajustement économique qu'impose le FMI font parfois l'objet de critiques de la part des organisations d'entraide. Les critiques portent principalement sur leur dureté, mais aussi sur leur schématisme et leur inefficacité. Elles sont injustifiées. Dans les pays en développement, les responsables de la politique économique contribuent souvent eux-mêmes à engendrer des problèmes de balance des paiements, dans la mesure où ils appliquent des politiques monétaires et budgétaires inflationnistes. Les pays qui vivent au-dessus de leurs moyens ne peuvent assainir leur économie que s'ils adaptent en conséquence leurs politiques monétaires et budgétaires. La correction d'erreurs de politique économique impose généralement de lourds sacrifices à la population concernée. Souvent, le cadre socio-politique est également défavorable, dans la mesure où de puissants groupes de pression tirent profit de politiques monétaires et budgétaires inflationnistes. Le chemin menant au rééquilibrage de la balance des paiements est rarement aisé. Par conséquent, lorsqu'un pays demande le soutien du FMI, celui-ci n'a guère d'autre choix

que de proposer des mesures qui s'avéreront dures et impopulaires. Le FMI joue fréquemment un rôle de bouc émissaire, étant donné que la responsabilité de ces mesures impopulaires lui est en partie attribuée.

Il est clair que les pays en développement sont aussi confrontés à maints problèmes de nature structurelle, qui échappent à leur responsabilité. Ainsi, la plupart d'entre eux souffrent des prix très bas des matières premières sur les marchés mondiaux ainsi que des barrières commerciales qui gênent leurs exportations vers les pays industrialisés. En outre, les économies des pays en développement sont généralement trop peu diversifiées; les exportations ne reposent que sur quelques produits, et les recettes tirées des ventes à l'étranger subissent de fortes fluctuations. A ces facteurs, il faut ajouter encore, dans nombre de cas, une dette extérieure très lourde qui entrave la croissance économique.

Le FMI est conscient du fait que les problèmes économiques des pays en développement ne peuvent être résolus à l'aide de remèdes simples. Souvent, des déficiences structurelles sont à l'origine des déséquilibres extérieurs et de la faiblesse de la croissance économique. Le FMI s'efforce par conséquent de tenir compte de cet aspect dans ses programmes d'ajustement. Grâce notamment aux facilités d'ajustement structurel (FAS), il met aussi, à des conditions concessionnelles, des crédits à la disposition des pays à faible revenu qui se heurtent à de graves difficultés structurelles. Ces mécanismes de crédit atténuent les sacrifices qui vont de pair avec tout rééquilibrage de la balance des paiements. En outre, le FMI travaille en étroite collaboration avec la Banque mondiale, dont la tâche consiste à accorder des crédits de développement à long terme.

Il serait illusoire de croire que la situation économique des pays en développement s'améliorerait avec un assouplissement des conditions auxquelles le FMI lie son aide. Un tel assouplissement ne servirait ni les intérêts des pays débiteurs ni ceux des pays créanciers. Les pays débiteurs ne seraient plus guère incités à appliquer des politiques monétaires et budgétaires saines. Quant aux pays créanciers, ils ne seraient plus

disposés, dans ces circonstances, à mettre des fonds à la disposition du FMI. En effet, le FMI opère avec les réserves en devises des pays membres et est donc astreint à observer la diligence qui convient en la matière. L'assouplissement de la conditionnalité serait d'autant plus fâcheux que la part du FMI ne s'élève guère qu'à 3% du total de la dette extérieure des pays en développement. Ces pays sont tributaires d'autres sources de financement, en particulier des banques commerciales. Généralement, celles-ci font dépendre leur participation à des crédits de l'existence d'un programme d'ajustement convenu avec le FMI. Ainsi, l'assouplissement de la conditionnalité du FMI aurait pour conséquence de diminuer le volume des crédits accordés par les banques commerciales aux pays en développement. Ces derniers seraient en fin du compte les principaux perdants.

Les bouleversements économiques en Europe de l'Est lancent un nouveau défi au FMI. Fort de ses quarante années d'expériences dans le domaine des programmes d'ajustement économique, le FMI est particulièrement apte à soutenir les efforts de réforme des pays d'Europe de l'Est. Cette tâche, qui mettra le FMI fortement à contribution, est prioritaire pour l'Europe. En adhérant au FMI, la Suisse pourrait contribuer à renforcer le rôle que joue et que jouera cette institution dans le processus de réforme en cours dans les pays de l'Est.

L'intérêt de la Suisse à adhérer au FMI

Le FMI remplit ainsi une fonction qui s'inscrit dans l'intérêt de la Suisse. Il s'applique à promouvoir un ordre monétaire fondé sur les principes de l'économie de marché et axé sur la stabilité; il apporte en outre une aide technique importante. Grâce à ses programmes d'ajustement, il contribue à l'intégration des pays en développement et des pays d'Europe de l'Est dans l'économie mondiale. Sans le soutien du FMI, nombre de ces pays devraient vivre en autarcie, ce qui aggraverait encore leurs problèmes économiques et réduirait les possibilités d'exportations de la Suisse et d'autres pays.

Après le passage aux changes flottants, l'exten-

sion des instruments de la politique monétaire et la diminution du risque d'un recours excessif au franc suisse, il n'existe plus de raisons d'ordre monétaire plaidant contre une adhésion de la Suisse au FMI. Depuis le début des années soixante, la Suisse a accordé à maintes reprises des contributions financières au FMI; grâce à ses soutiens, elle est autorisée à prendre part, à titre d'observateur, au Comité intérimaire et à l'Assemblée annuelle du FMI. Une adhésion permettrait de normaliser et de consolider des relations qui sont devenues toujours plus étroites au fil des années. Etant donné son coût, elle devrait être liée à une amélioration de la position de la Suisse au sein du FMI. Cette condition serait remplie en particulier si la Suisse pouvait disposer d'un siège au Conseil d'administration. Avec une quote-part de 1,7 milliard de droits de tirage spéciaux (DTS), la Suisse a de bonnes chances d'atteindre cet objectif. La quote-part (part au capital) détermine en effet le nombre de voix dont dispose chaque pays. Après la 9^e révision des quotes-parts, ce montant devrait être porté à 2,47 milliards de DTS ou à 4,82 milliards de francs².

Une fois membre, la Suisse devrait s'efforcer de faire en sorte que le FMI puisse continuer à accomplir efficacement ses tâches monétaires. Or le projet de loi fédérale concernant la participation de la Suisse aux institutions de Bretton Woods laisse planer un doute sur la contribution que la Suisse pourrait apporter au renforcement du rôle monétaire du FMI. En effet, le projet contient, à l'article 6, une disposition qui veut que «la Suisse s'inspire des principes et des objectifs de sa politique de développement». Dans l'optique de la Banque nationale, il serait dangereux d'imbriquer de cette manière politique monétaire et politique de développement. Bien que le FMI tienne compte des exigences de la politique de développement dans ses octrois de crédit, il doit rester essentiellement une institution monétaire. C'est pourquoi il convient d'examiner si la réserve prévue à l'article 6 ne devrait pas s'appliquer uniquement aux relations avec le Groupe de la Banque mondiale.

Comme le FMI remplit une fonction essentiellement monétaire, il apparaît opportun d'utiliser

² 1 DTS = 1,95 franc (cours d'avril 1991)

des réserves monétaires de la Banque nationale pour le paiement de la quote-part. Lors de l'adhésion, la Banque nationale aura à verser, en devises ou en DTS, 22,7% de la quote-part de 1,7 milliard de DTS, soit 386 millions de DTS³. Il en résultera une créance partiellement rémunérée sur le FMI, la tranche de réserve. Pour se procurer les devises nécessaires à ce paiement, la Banque nationale devra réduire ses placements en monnaie étrangère. Dans son bilan, la composition des réserves de devises sera ainsi partiellement modifiée.

La quote-part restante, soit 77,3% ou 1314 millions de DTS⁴, sera à fournir sous forme d'une ligne de crédit en francs suisses, ouverte en faveur du FMI. Ce dernier pourra y recourir selon ses besoins et se procurer des fonds, en francs, à la Banque nationale. Dans ce cas, la créance de la Banque nationale sur le FMI – soit la tranche de réserve – s'accroîtra au-delà du montant versé en devises lors de l'adhésion. Les avoirs en comptes de virements à la Banque nationale et, partant, la monnaie centrale n'augmenteront qu'au moment de l'utilisation des crédits en francs accordés par le FMI. Cet effet sur la masse monétaire pourra toutefois être maîtrisé sans difficulté.

Quels sont les coûts qu'entraînera une adhésion de la Suisse au FMI? La tranche de réserve, qui peut atteindre au maximum le montant de la quote-part, bénéficie d'une rémunération, à l'instar des autres réserves de devises. En fait, les coûts ne proviendront que d'un manque à gagner. Actuellement, la tranche de réserve, à concurrence de 8,3% de la quote-part, n'est pas rémunérée. Cela est dû au fait qu'initialement le versement de la quote-part était effectué, en partie, en or et qu'aucun intérêt n'était servi sur cette part. En outre, le taux d'intérêt de la tranche de réserve correspond, en principe, à celui du marché, c'est-à-dire à la moyenne pondérée des taux appliqués sur les marchés monétaires des monnaies entrant dans la composition du DTS⁵. Le FMI peut, si sa situation financière l'exige, réduire la rémunération qu'il sert la tranche de réserve; actuellement, son taux ne doit pas être inférieur à 80% du taux du marché. Pour la Banque nationale, le manque à gagner – soit le coût d'opportunité d'une adhésion – serait relativement modeste et, compte tenu d'une quote-part entièrement utili-

sée, ne devrait guère dépasser 40 millions de francs par an dans les conditions actuelles; après la 9^e révision, ce montant pourrait s'accroître de moitié. Les expériences faites par d'autres pays laissent toutefois prévoir que la quote-part de la Suisse ne serait pas entièrement utilisée. Dans le cas de la République fédérale d'Allemagne, la tranche de réserve atteint environ 40% de sa quote-part.

Outre ce manque à gagner, il faut tenir compte du risque lié à la créance sur le FMI et le comparer à celui qui est inhérent aux placements de devises effectués principalement sur le marché monétaire américain. Ce risque est difficilement quantifiable. Il ne doit toutefois pas être surestimé, bien que les pays en développement soient aujourd'hui à peu près les seuls utilisateurs des crédits du FMI. En effet, les pays endettés accordent la priorité au service de leur dette envers le FMI, car, sans l'aval de cette institution, ils n'auraient guère de chances de conclure des accords de financement avec les banques. Comme le FMI n'effectue pas de rééchelonnement de la dette, plusieurs pays ont actuellement des arriérés de paiements à l'égard du FMI. Ce dernier fait toutefois de grands efforts pour les éliminer.

Les coûts de l'entrée de la Suisse au FMI sont modérés. Il convient de les mettre en regard des importants avantages monétaires que la Suisse pourrait tirer de l'adhésion. Du fait de ses liens économiques étroits avec l'étranger, notre pays ne peut que tirer profit d'un ordre monétaire stable et d'un système de paiements internationaux sans entraves. Le FMI partage ces préoccupations. En encourageant le commerce international, il contribue également à accélérer la croissance économique dans les pays en développement et dans les pays d'Europe de l'Est. L'adhésion au FMI permettrait à la Suisse d'assumer sa part de responsabilité dans la conduite des affaires monétaires internationales et de participer au processus de décision au sein du FMI.

³ 753 millions de francs

⁴ 2563 millions de francs

⁵ Dollar des Etats-Unis, mark allemand, yen japonais, franc français et livre sterling

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Botschaft über den Beitritt der Schweiz zu den Institutionen von Bretton Woods

Im April nahm der Gouverneursrat des IWF das Anfang Juni 1990 eingereichte Gesuch der Schweiz um Beitritt zum IWF an und räumte ihr eine Quote (Kapitalanteil) in Höhe von 1,7 Mrd. SZR ein. Der Gouverneursrat der Weltbank wird seinerseits im Juni über den schweizerischen Beitritt zur Weltbankgruppe beschliessen. Mitte Mai verabschiedete der Bundesrat die Botschaft über den Beitritt der Schweiz zu den Institutionen von Bretton Woods. Die eidgenössischen Räte werden in der Sommer- und Herbstsession darüber beschliessen.

Rückzahlung des Überbrückungskredites an Rumänien

Ende März 1991 hat Rumänien einen Überbrückungskredit, der Anfang März von den Währungsbehörden der USA und – über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) – von den Zentralbanken der übrigen Länder der Zehnergruppe sowie von Österreich, Spanien und der Türkei gewährt worden war (vgl. Quartalsheft Nr. 1/1991), zurückbezahlt. Das Engagement der Nationalbank, die eine Substitutionszusage über 10 Mio. Dollar an den von der BIZ koordinierten Kreditbetrag geleistet hatte, ist damit erloschen.

Message concernant l'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods

Le Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international a accepté, en avril, la demande d'adhésion déposée par la Suisse au début du mois de juin 1990. Il a fixé à 1,7 milliard de DTS la participation au capital du Fonds (quote-part). Le Conseil des gouverneurs de la Banque mondiale se prononcera, quant à lui, en juin, sur la candidature de la Suisse au Groupe de la Banque mondiale. A la mi-mai, le Conseil fédéral a publié son message concernant l'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods. Les Chambres fédérales examineront le projet aux sessions de juin et de septembre.

Remboursement du crédit relais accordé à la Roumanie

A fin mars 1991, la Roumanie a remboursé le crédit relais qui lui avait été octroyé au début du même mois par les autorités monétaires des Etats-Unis et, par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), des autres pays du Groupe des Dix ainsi que de l'Autriche, de l'Espagne et de la Turquie (voir bulletin trimestriel no 1/991). La participation de la Banque nationale – une promesse de substitution de 10 millions de dollars pour la part du crédit qui a été coordonnée par la BRI – est ainsi devenue caduque.

