

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 1
März / mars 1992**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	5
Sommaire	6
Sommario	7
Abstracts	8
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	9
Situation économique et monétaire	35
<hr/>	
Markus Lusser:	
Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Schweizerischen Nationalbank	63
<hr/>	
Georg Rich:	
Die schweizerische Teuerung: Lehren für die Nationalbank	73
<hr/>	
Erich Spöndli:	
Zum Entwurf eines schweizerischen Stabilisierungsgesetzes	89
A propos du projet de «loi sur une évolution économique équilibrée»	93
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	
Chronique monétaire	98

Übersicht

Wirtschafts- und Währungs­lage (S. 9–34)

Im vierten Quartal 1991 hielt die Konjunkturschwäche in den grossen Industrieländern an. Die amerikanische Wirtschaft stagnierte, und in Japan sowie Westdeutschland verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum. Die übrigen grossen europäischen Industrieländer zeigten keine Zeichen eines Aufschwungs, und auch gemäss den vorlaufenden Indikatoren der OECD ist in nächster Zeit nicht mit einer wirtschaftlichen Belebung zu rechnen. Während sich die durchschnittliche Arbeitslosenquote im OECD-Raum leicht erhöhte, ging die Inflationsrate weiter zurück. Angesichts der konjunkturellen Schwäche lockerten die Währungsbehörden der Vereinigten Staaten sowie Japans ihre Geldpolitik weiter, so dass sich der Zinsrückgang in beiden Ländern fortsetzte. Die Deutsche Bundesbank verschärfte dagegen ihren geldpolitischen Kurs erneut.

Auch in der Schweiz blieb die Konjunktur im letzten Vierteljahr 1991 schwach. Das reale Bruttoinlandprodukt lag erneut unter dem entsprechenden Vorjahresniveau, und die Arbeitslosenquote erhöhte sich deutlich. Gemäss den vorlaufenden Indikatoren ist vorderhand keine Trendwende in Sicht. Ein Lichtblick bildet indessen die Teuerung, die sich zwischen Oktober 1991 und Januar 1992 leicht auf 4,9% zurückbildete. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag im vierten Quartal unter dem prognostizierten Wert, da der Notenumlauf unerwartet schwach wuchs. Im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal nahm sie wie vorgesehen leicht zu.

Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Nationalbank (S. 63–72)

Der Nationalbank obliegen als Notenbank drei Hauptaufgaben. Sie muss für Preisstabilität sorgen, sie trägt als «lender of last resort» eine Verantwortung für die Stabilität des Bankensektors, und sie verwaltet die Währungsreserven der Schweiz. Diese erfüllen drei wichtige Zwecke: Sie bilden die Grundlage für Devisenmarktinterventionen, sie stärken die Krisenresistenz des Finanzplatzes Schweiz, und sie stellen eine lebenswichtige Reserve für den Krisen- und Kriegsfall dar. Die in den letzten Jahren ver-

schiedentlich auf den Währungsreserven erzielten hohen Gewinne liessen die Frage einer zusätzlichen Gewinnausschüttung an Bund und Kantone aktuell werden. Bei der Regelung dieser Frage ging es vor allem darum, zu gewährleisten, dass das volkswirtschaftlich erforderliche Wachstum der Währungsreserven durch eine Gewinnausschüttung nicht gefährdet wird.

Die schweizerische Teuerung: Lehren für die Nationalbank (S. 73–88)

Im internationalen Vergleich zwar erfolgreich, verfehlte die Nationalbank im Zeitraum 1975 bis 1991 das Ziel eines stabilen Preisniveaus. Verantwortlich dafür sind hauptsächlich die beiden Teuerungsschübe zu Beginn der achtziger bzw. neunziger Jahre, denen ein gestiegenes Geldmengenwachstum vorausgegangen war. Während sich dieses Ende der siebziger Jahre klar auf den Aufwertungsdruck des Frankens zurückführen lässt, sind die Gründe für das beschleunigte Geldmengenwachstum Ende der achtziger Jahre weniger eindeutig. Das um die institutionellen Änderungen bereinigte Geldmengenwachstum des Jahres 1988 lässt den Schluss zu, dass die Geldpolitik bedeutend weniger expansiv war als zehn Jahre zuvor und weitere Faktoren für den jüngsten Teuerungssprung mitverantwortlich gemacht werden müssen.

Zum Entwurf eines schweizerischen Stabilisierungsgesetzes (S. 89–92)

Im Herbst 1991 gab der Bund einen Vorentwurf zu einem Stabilitätsgesetz in die Vernehmlassung. Das neue Gesetz soll das Bundesgesetz über die Vorbereitung der Krisenbekämpfung und Arbeitsbeschaffung aus dem Jahre 1954 ersetzen. Die Nationalbank steht diesem neuen Gesetz kritisch gegenüber. Der Gesetzesentwurf öffnet dem konjunkturpolitischen Aktivismus breiten Raum. Die zur Behebung kurzfristiger Störungen vorgesehenen geldpolitischen Massnahmen erachtet die Nationalbank als unzweckmässig, und die vorgesehene Koordination von Geld- und Finanzpolitik tangiert die Unabhängigkeit der Nationalbank.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 35–61)

Au quatrième trimestre de 1991, la conjoncture est restée faible dans les grands pays industrialisés. L'économie américaine a stagné, et la croissance s'est ralentie au Japon et en Allemagne de l'Ouest. Aucun signe de redémarrage n'est apparu dans les autres grands pays industrialisés européens et, selon les indicateurs avancés de l'OCDE, il ne faut pas s'attendre à une reprise dans un proche avenir. En moyenne des pays de l'OCDE, le taux de chômage a augmenté légèrement, alors que le taux annuel de renchérissement a continué à fléchir.

En Suisse également, la conjoncture est restée faible au dernier trimestre de 1991. Le produit intérieur brut réel n'a de nouveau pas atteint son niveau de la période correspondante de l'année précédente, et le taux de chômage a augmenté sensiblement. Les indicateurs avancés ne laissent entrevoir pour le moment aucun renversement de tendance. L'évolution des prix a été toutefois plus favorable. Le taux annuel de renchérissement a diminué, entre octobre 1991 et janvier 1992, pour s'inscrire à 4,9%. Au quatrième trimestre, la monnaie centrale dessaisonnalisée n'a pas atteint la prévision, les billets en circulation ayant progressé, contre toute attente, plus lentement. Par rapport aux trois derniers mois de 1990, l'agrégat s'est accru comme prévu.

Le rôle macro-économique de la Banque nationale (p. 63–72)

En tant que banque centrale, la Banque nationale a trois tâches principales à assumer. Elle doit veiller à la stabilité du niveau des prix, contribuer, en tant que «*lender of last resort*», à la stabilité du secteur bancaire et gérer les réserves monétaires de la Suisse. Les réserves monétaires d'un pays remplissent trois fonctions: elles servent à intervenir sur les marchés des changes, à renforcer la capacité de résistance de la place financière suisse face à une crise et à assurer l'approvisionnement du pays en cas de crise ou de guerre. Du fait des gains élevés qui, ces dernières années, ont été enregistrés à plusieurs reprises sur les réserves de change, la distribution accrue de bénéfices à la Confédération et aux cantons

est devenue un sujet d'actualité. Il s'est agi de trouver une solution qui permette en particulier de garantir que la distribution de bénéfices n'empêche pas la croissance, nécessaire sur le plan macro-économique, des réserves monétaires.

Le renchérissement en Suisse – Enseignements pour la Banque nationale (p. 73–88)

La Banque nationale a obtenu des résultats meilleurs que ceux qui ont été enregistrés à l'étranger. Elle n'a toutefois pas atteint la stabilité des prix entre 1975 et 1991. Deux poussées de renchérissement ont en effet été observées, l'une au début des années quatre-vingt et l'autre une décennie plus tard. Ces poussées ont été précédées d'une expansion accrue des agrégats monétaires. Si l'accélération que les agrégats ont marquée à la fin des années septante est due manifestement aux pressions à la hausse que subissait le franc, celle de la fin des années quatre-vingt a des causes moins claires. En données corrigées des répercussions découlant des modifications institutionnelles, la progression des agrégats en 1988 montre que la politique monétaire a été nettement moins expansionniste qu'à la fin de la précédente décennie et que d'autres facteurs ont dû également jouer un rôle dans la récente vague de renchérissement.

A propos du projet de «loi sur une évolution économique équilibrée» (p. 93–97)

En automne 1991, le DFEP a ouvert une procédure de consultation au sujet d'un avant-projet de loi sur une évolution économique équilibrée. Cette loi devrait remplacer celle de 1954 sur les mesures préparatoires en vue de combattre les crises et de procurer du travail. La Banque nationale se montre critique face à ce projet de loi. Celui-ci donne à l'Etat une marge de manœuvre substantielle pour mener une politique conjoncturelle activiste. Pour l'institut d'émission, les mesures de politique monétaire qui sont prévues pour combattre des perturbations à court terme sont inadéquates et la coordination visée entre les politiques monétaire et budgétaire porterait atteinte à l'autonomie de la Banque nationale.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 9-61)

Nei maggiori paesi industriali, la congiuntura è rimasta debole anche durante il quarto trimestre del 1991. L'economia statunitense ha subito una stasi, mentre nel Giappone e nella Germania occidentale la crescita economica si è rallentata. Nelle rimanenti maggiori economie europee non si sono manifestati segni di ripresa e anche gli indicatori anticipatori dell'OCSE non preannunciano per i prossimi tempi alcun ravvivamento economico. Mentre il tasso medio di disoccupazione nell'area dell'OCSE è lievemente aumentato, il tasso d'inflazione ha continuato a diminuire. Visto l'indebolimento congiunturale, le autorità monetarie degli Stati Uniti e del Giappone hanno allentato ulteriormente la loro politica monetaria ed è perciò proseguito il calo dei tassi d'interesse in questi due paesi. La Deutsche Bundesbank ha invece seguito un corso ancora più restrittivo.

Anche nella Svizzera la congiuntura è rimasta debole nell'ultimo trimestre del 1991. Il prodotto interno lordo era di nuovo inferiore al livello dell'anno precedente e il tasso di disoccupazione è sensibilmente aumentato. Gli indicatori anticipatori non lasciano intravedere una svolta. Positivo invece il leggero rallentamento del rincaro, che dall'ottobre 1991 al gennaio 1992 è sceso al 4,9%. Nel quarto trimestre, la base monetaria destagionalizzata era inferiore al valore atteso, in seguito all'inaspettato rallentamento della crescita delle banconote in circolazione. In confronto al trimestre corrispondente del 1990 è leggermente aumentata, come si era previsto.

Il ruolo economico della Banca nazionale (p. 63-72)

Quale istituto d'emissione, la Banca nazionale assolve tre funzioni principali: assicurare la stabilità dei prezzi, garantire come «lender of last resort» la stabilità del sistema bancario e amministrare le riserve valutarie della Svizzera. Le riserve valutarie di un paese servono a tre scopi. Fungono da base per gli interventi sul mercato delle divise, aumentano la capacità della piazza finanziaria di resistere a eventuali

crisi e costituiscono una riserva d'importanza vitale in caso di crisi o di guerra. Poiché negli ultimi anni la Banca nazionale ha realizzato profitti considerevoli dalle sue riserve di divise, si è posta la domanda se aumentare la parte degli utili distribuita alla Confederazione e ai Cantoni. Nel regolare la questione si è badato soprattutto ad assicurare che una distribuzione degli utili non compromettesse la necessaria crescita delle riserve valutarie.

Rincaro in Svizzera: la Banca nazionale ne trae le sue lezioni (p. 73-88)

Sebbene si possa parlare di riuscita nel confronto internazionale, l'auspicata stabilità dei prezzi non è stata raggiunta tra il 1975 e il 1991. Soprattutto all'inizio degli anni ottanta e all'inizio di questo decennio si sono avuti due periodi di elevato rincaro, preceduti da una maggiore crescita della base monetaria. Mentre l'aumento alla fine degli anni settanta è chiaramente riconducibile alle pressioni al rialzo sul franco svizzero, i motivi della crescita della base monetaria alla fine degli anni ottanta sono meno chiari. La crescita della base monetaria depurata delle modifiche istituzionali del 1988 lascia presumere che la politica monetaria sia stata meno espansiva di dieci anni prima e che altri fattori abbiano contribuito a causare la recente accelerazione del rincaro.

Disegno di legge sull'evoluzione equilibrata dell'economia (p. 89-97)

Nell'autunno del 1991, la Confederazione ha sottoposto alla procedura di consultazione un disegno di legge sull'evoluzione equilibrata dell'economia. La nuova legge dovrebbe sostituire quella del 1954 sulle misure preparatorie intese a combattere le crisi e a favorire l'occupazione. La Banca nazionale non è molto favorevole a questa nuova legge, che lascia ampio spazio all'attivismo nell'ambito della politica congiunturale. La Banca nazionale considera inadeguati i provvedimenti monetari previsti per mettere fine a temporanei turbamenti congiunturali; il coordinamento previsto della politica monetaria con quella fiscale pregiudica inoltre l'indipendenza della Banca nazionale.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 9–61)

In the major industrialised countries business activity continued at a low ebb in the fourth quarter of 1991. The US economy stagnated, and Japan and West Germany both suffered a slowdown in economic growth. The other large European industrialised countries showed no signs of an upturn, nor do the leading indicators of the OECD point to an economic recovery in the near future. While the average unemployment level in the OECD countries moved up slightly, the inflation rate continued to recede. Against the background of the economic slowdown the monetary authorities of the United States and Japan once more relaxed their monetary policies, resulting in a further decline in interest rates in both countries. The German Bundesbank, by contrast, again tightened the monetary reins.

In Switzerland, too, economic activity remained weak in the last quarter of 1991. Real gross domestic product again fell short of the corresponding year-earlier level, and jobless figures rose markedly. According to leading indicators, no turnaround is in the offing. The bright spot is the inflation rate, which declined slightly to 4.9% between October 1991 and January 1992. The seasonally-adjusted monetary base fell short of the forecast figure in the fourth quarter as bank note circulation exhibited unexpectedly weak growth. Compared to the previous year's level, the monetary base expanded slightly, as envisaged.

The significance of the Swiss National Bank for the national economy (pp. 63–72)

As a central bank, the Swiss National Bank has three main tasks. It has to ensure price stability, as «lender of last resort» it is responsible for the stability of the banking sector, and it administers Switzerland's monetary reserves. The country's monetary reserves serve three important purposes: they form the basis for interventions in the foreign exchange market, they strengthen the Swiss financial centre's resistance to crises, and they constitute vital reserves in case of crisis or war. The substantial profits repeatedly achieved

on monetary reserves in recent years have raised the question of an additional distribution of profits to the Confederation and the cantons. In settling this question, it was especially important to ensure that the growth of monetary reserves required in the interest of the national economy is not jeopardised by a distribution of profits.

Switzerland's inflation rate: a lesson for the Swiss National Bank (pp. 73–88)

Though successful in an international comparison, the Swiss National Bank failed to achieve its goal of a stable price level between 1975 and 1991. This is due mainly to two bouts of inflation at the beginning of the eighties and nineties respectively, which had been preceded by accelerated money supply growth. At the end of the seventies this development was clearly attributable to the upward pressure of the Swiss franc; the reasons for the faster pace of money supply expansion at the end of the eighties are not quite so obvious. Money supply growth in 1988, adjusted for institutional changes, allows the conclusion that monetary policy was considerably less expansionary than ten years earlier and that other factors must have contributed to the most recent inflationary push.

Draft of a Swiss stability law (pp. 89–97)

In autumn 1991, the Federal Government submitted the preliminary draft of a stability law to the interested bodies for comment. The new law is intended to replace the federal law on combating economic crises and on special employment measures dating from the year 1954. The Swiss National Bank has a critical attitude to this new law. The bill provides considerable scope for activism in the field of economic policy. The Swiss National Bank regards the monetary measures that have been envisaged for eliminating short-term disruptions as unsuitable. Moreover, the planned coordination of monetary and fiscal policy is liable to affect the independence of the Swiss National Bank.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 6. März 1992*

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

1. Ausland

Konjunkturentwicklung

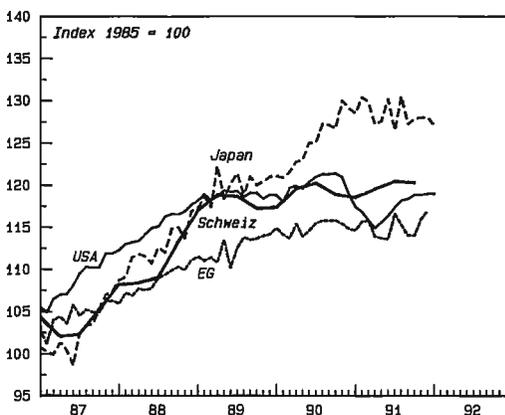
Im vierten Quartal 1991 hielt die wirtschaftliche Schwächephase in den grossen Industrieländern an. In den Vereinigten Staaten kam der zaghafte Konjunkturaufschwung ins Stocken. Das reale Bruttoinlandprodukt stagnierte, während die Industrieproduktion erneut zurückging. In Japan schwächte sich die Konjunktur gemäss ersten Indikatoren weiter ab, nachdem sich das Wirtschaftswachstum bereits im dritten Quartal markant verlangsamt hatte. Nach rund zwei Jahren Hochkonjunktur liess das Wachstum auch in Westdeutschland deutlich nach. Die übrigen grossen europäischen Länder zeigten keine Anzeichen eines wirtschaftlichen Aufschwungs: Grossbritannien befand sich unverändert in einer Rezession, und in Frankreich sowie Italien stagnierte die Wirtschaft. Gemäss den vorlaufenden Indikatoren der OECD ist in nächster Zukunft nicht mit einer spürbaren wirtschaftlichen Belebung zu rechnen. Der vorlaufende Konjunkturindex verlief sowohl in Nordamerika als auch in Europa in der zweiten Jahreshälfte 1991 flach, nachdem er im ersten Halbjahr deutlich gestiegen war.

Die durchschnittliche Arbeitslosenquote der OECD-Länder betrug im Dezember 7,2%, gegenüber 7,0% im September. Die Arbeitslosigkeit erhöhte sich insbesondere in Grossbritannien, Frankreich und den Vereinigten Staaten, während sie in Japan und Deutschland unverändert blieb.

Die durchschnittliche Jahreststeuerung der OECD-Länder (ohne Türkei) sank von 3,9% im Septem-

* Der Bericht wurde Mitte Februar abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im November und Dezember 1991 und Januar 1992 bekannt wurden.

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

ber auf 3,7% im Dezember. Sie bildete sich insbesondere in den Vereinigten Staaten und in Japan zurück. In der EG stieg die durchschnittliche Inflationsrate dagegen von 4,7% auf 4,9%.

Wirtschaftspolitik

Die Währungsbehörden der Vereinigten Staaten und Japans lockerten ihre Geldpolitik im vierten Quartal weiter, so dass sich der Rückgang der kurzfristigen Zinssätze in beiden Ländern fortsetzte. Das Federal Reserve Board senkte den offiziellen Diskontsatz in zwei Schritten von 5% auf 3,5%, während die Bank von Japan den offiziellen Diskontsatz um insgesamt einen Prozentpunkt auf 4,5% herabsetzte. Im Gegensatz dazu straffte die Deutsche Bundesbank ihre Geldpolitik nochmals, indem sie die Sätze im Offenmarktgeschäft sukzessive an hob. Am 19. Dezember erhöhte sie den Diskont- und Lombardsatz um je einen halben Prozentpunkt auf 8% bzw. 9,75%. Die meisten übrigen EWS-Länder folgten diesem Schritt, um eine Abschwächung ihrer Währungen innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS)

zu vermeiden. Die Bank of England belieh ihren Interventionsatz unverändert.

Im Rahmen der «Botschaft zur Lage der Nation» stellte der amerikanische Präsident Ende Januar ein Wirtschaftsprogramm zur Ankurbelung der Konjunktur vor. Das Programm umfasst eine Reihe fiskalischer Entlastungen, darunter auch die Senkung der Kapitalgewinnsteuern. Das Defizit im laufenden Fiskaljahr wird nun auf rund 400 Mrd. Dollar geschätzt; im Fiskaljahr 1990/1991 hatte es knapp 270 Mrd. Dollar betragen. Ähnlich wie die amerikanische versucht auch die britische Regierung, die Konjunktur durch finanzpolitische Impulse wieder in Gang zu bringen. Für das Fiskaljahr 1992/93 ist eine deutliche Steigerung der Staatsausgaben vorgesehen.

Devisenmarkt

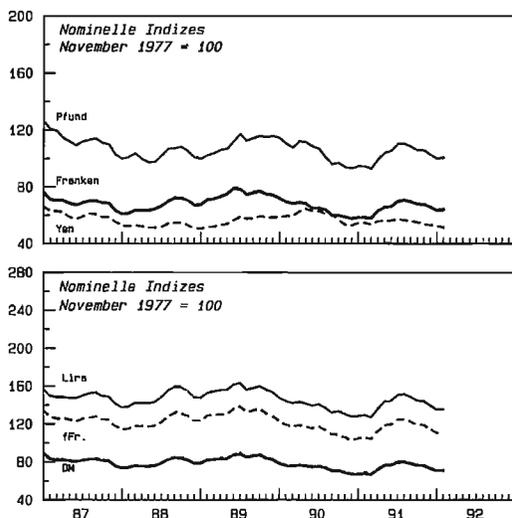
Vor dem Hintergrund der anhaltend schwachen Verfassung der amerikanischen Wirtschaft und der weiteren Lockerung der amerikanischen Geldpolitik wertete sich der Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen mit Ausnahme des kanadischen Dollars bis Ende 1991 weiter ab. Seit Mitte 1991 verlor die US-Währung gegenüber den EWS-Währungen rund 15% an Wert. Vereinzelt positive Wirtschaftsmeldungen sowie Dollar-käufe der amerikanischen und japanischen Notenbank führten ab Mitte Januar zu einer markanten Erholung des Dollars auf breiter Front.

Im EWS schwächte sich das britische Pfund weiter ab. Die Schwäche des Pfundes akzentuierte sich, nachdem Grossbritannien der deutschen Leitzinserhöhung nicht gefolgt war. Seither bewegt es sich am unteren Rand der Bandbreite.

Internationale Verschuldung und Währungszusammenarbeit

Die gesamte Aussenschuld der Entwicklungsländer stagnierte im Jahre 1991 gemäss Schätzungen der Weltbank bei 1281 Mrd. Dollar. Einer erhöhten Kreditvergabe, insbesondere durch internationale Finanzinstitutionen, stand ein gleich hoher Abbau der Schulden gegenüber. Dieser ist hauptsächlich auf die 50%ige Schuldenreduktion durch den Pariser Klub für Polen und Ägypten, auf Schuldenkonversionen und Bezahlung von Zins-

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



rückständen sowie auf Wechselkursveränderungen zurückzuführen. Hinter der ebenfalls unveränderten Schuldenquote (Aussenschuld in Prozent der Exporteinnahmen) von 176% für die Entwicklungsländer insgesamt verbergen sich allerdings grosse regionale Unterschiede. Während sich die Schuldenlast Asiens dank kräftig gestiegener Exporteinnahmen leicht verringerte, blieb diejenige der ärmsten Entwicklungsländer sehr hoch.

Ende Januar gewährte der IWF Brasilien nach zweijährigen Verhandlungen einen Bereitschaftskredit in Höhe von 2,1 Mrd. Dollar. Dadurch verbesserten sich auch die Voraussetzungen für ein Umschuldungsabkommen mit den Geschäftsbanken. Die brasilianische Auslandschuld belief sich Ende 1991 auf insgesamt 123 Mrd. Dollar. Nach einer mehrjährigen tiefen Rezession verbesserte sich die Wirtschaftslage Argentiniens im Jahre 1991 spürbar. Insbesondere bildete sich die Inflation deutlich zurück. Anfang 1992 wurde eine neue Währung, die wie vor der Einführung des Australs wiederum auf Peso lautet, eingeführt. Sie ersetzt den Austral im Verhältnis von 1 Peso zu 10 000 Austral.

Ende 1991 wurde die Sowjetunion offiziell aufgelöst. Die einzelnen Republiken, ausgenommen

Georgien, schlossen sich im Laufe des Dezembers 1991 zur Gemeinschaft unabhängiger Staaten (GUS) zusammen. Ziel dieses losen Staatenbundes ist es, in den Bereichen Aussen-, Wirtschafts- und Verteidigungspolitik ein Mindestmass an Koordination zu erreichen. Das von den Republiken Ende November mit der Siebnergruppe vereinbarte Drei-Punkte-Programm sieht den Aufschub von Kapitalrückzahlungen für mittel- und langfristige Kredite öffentlicher Gläubiger vor. Gesprächspartner auf der Schuldnerseite bleibt die Aussenwirtschaftsbank der früheren Sowjetunion.

Bis Ende Januar richteten acht Republiken (Armenien, Aserbeidschan, Kasachstan, Kirgisien, Moldawien, Russland, Ukraine und Weissrussland) Beitrittsgesuche an den IWF und an die Weltbank. Slowenien, das gleich wie inzwischen auch Kroatien von den meisten Industrieländern völkerrechtlich als unabhängiger Staat anerkannt wird, stellte im Januar ebenfalls ein Beitrittsgesuch.

Am 10. Dezember 1991 einigten sich die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Gemeinschaft in Maastricht über Änderungen der Römer Verträge im Hinblick auf die Schaffung einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), die in drei Phasen erfolgen soll. Die Vertragsänderungen müssen noch durch die Mitgliedstaaten ratifiziert werden.

In der zweiten Phase, die am 1. Januar 1994 beginnen soll, wird die betragsmässige Zusammensetzung des ECU eingefroren. Gleichzeitig wird das Europäische Währungsinstitut (EWI) errichtet. Das EWI wird Instrumente und Verfahren entwickeln, die zur Verwirklichung der einheitlichen Währungspolitik in der Endphase erforderlich sind. Es soll jedoch keine geldpolitischen Kompetenzen besitzen. In der zweiten Phase müssen die Mitgliedstaaten die Unabhängigkeit ihrer Zentralbanken herbeiführen.

Als Voraussetzung für den Übergang in die Endphase der WWU sehen die Vertragsbestimmungen einen hohen Grad an dauerhafter wirtschaftlicher Konvergenz zwischen den Mitgliedstaaten vor. Diese wird für jedes Mitglied aufgrund der vier Indikatoren Preisstabilität, Verschuldung und Defizit des Staates, Wechselkurs und Zinssätze,

für die quantitative Referenzwerte formuliert wurden, beurteilt. Aufgrund dieser Kriterien wird entschieden, ob eine Mehrheit der Mitgliedstaaten die notwendigen Voraussetzungen für die Einführung einer einheitlichen Währung erfüllt. Kann der Zeitpunkt für den Übergang bis Ende 1997 nicht festgelegt werden, so soll die dritte Phase am 1. Januar 1999 beginnen. Für Mitgliedstaaten, die sich nicht für die Endphase qualifizieren, gilt eine Ausnahmeregelung, die mindestens alle zwei Jahre überprüft werden soll. Grossbritannien erhielt einen speziellen Status zugesprochen, der dem Land erlaubt, es aber nicht zwingt, in die dritte Phase einzutreten, wenn die Konvergenzkriterien erfüllt sind.

Zu Beginn der letzten Phase wird das Europäische System der Zentralbanken (ESZB), das eine Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Zentralbanken umfasst, geschaffen und der Wert des ECU unwiderruflich fixiert. Das wichtigste geldpolitische Ziel des ESZB soll die Gewährleistung der Preisstabilität sein. Für die Wechselkurspolitik gegenüber Drittländern wird der Ministerrat der EG die Hauptverantwortung tragen. Das ESZB darf von den Organen der Gemeinschaft oder von nationalen Behörden weder Weisungen einholen noch entgegennehmen. Auch ist es nicht befugt, an öffentliche Organe oder Institutionen der Gemeinschaft Kredite zu gewähren.

In der Schweiz kam das Referendum gegen den Beitritt der Schweiz zu den Institutionen von Bretton Woods zustande. Die Volksabstimmung wird am 17. Mai 1992 stattfinden.

Im Januar 1992 unterzeichnete die Schweiz einen bilateralen Vertrag mit Rumänien zur Gewährung eines mittelfristigen Zahlungsbilanzkredites in der Höhe von 40 Mio. Dollar. Der Kredit erfolgte im Rahmen einer multinationalen Aktion der Industrieländer und wurde, gestützt auf den Währungshilfebeschluss und versehen mit einer Bundesgarantie, von der Nationalbank finanziert.

2. Schweiz

Die schweizerische Konjunktur blieb auch im vierten Quartal 1991 schwach. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 1,0% unter dem entspre-

chenden Vorjahreswert. Von den Nachfragekomponenten nahmen der private Konsum und die Ausfuhren real etwas zu. Ihr Wachstum vermochte jedoch den anhaltenden Rückgang der Anlageinvestitionen nicht auszugleichen.

Nachdem die Jahresteuierung im dritten Quartal noch bei durchschnittlich 6,1% gelegen hatte, sank sie im vierten Quartal auf 5,3%. Sowohl die Inlandteuerung wie die Auslandteuerung gingen zurück. Im Januar und Februar 1992 verminderte sich die Jahresteuierung weiter auf 4,9% bzw. 4,6%.

Die anhaltende Konjunkturschwäche äusserte sich in einer niedrigeren Beschäftigung und einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit. Besonders stark nahm die Zahl der Beschäftigten im Baugewerbe ab, während der Dienstleistungssektor geringfügig mehr Arbeitskräfte nachfragte.

Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren deuten nicht auf eine baldige Trendwende hin. Sowohl die Konsumenten als auch die Produzenten sind nach wie vor pessimistisch gestimmt. Der Rückgang der offenen Limiten für Baukredite setzte sich im vierten Quartal fort. Wie die Umfrage der KOF-ETH vom Dezember 1991 ergab, rechnet die Industrie mit anhaltend abnehmenden Bestellungseingängen sowie einer weiterhin gedrosselten Produktion. Die Mehrzahl der befragten Unternehmen erwartet, dass sich die Geschäftsentwicklung im ersten Quartal 1992 weiter verschlechtern wird.

Im Jahre 1991 stieg die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge um 1,4%. Die Zunahme war wie vorgesehen etwas höher als das im Durchschnitt von drei bis fünf Jahren angestrebte Wachstum von 1%. Im vierten Quartal unterschritt die Notenbankgeldmenge mit 29 217 Mio. Franken jedoch den prognostizierten Wert von 29 400 Mio. Franken. Diese Abweichung war auf das unerwartet schwache Wachstum des Notenumlaufs zurückzuführen. Dagegen blieben die Giroguthaben nach dem Rückgang im Sommer auf dem Niveau des Vorquartals.

Auch im Jahre 1992 orientiert sich die Nationalbank am mittelfristigen Expansionspfad von 1%.

Für das erste Quartal 1992 wurde ein durchschnittliches Niveau der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 29 500 Mio. Franken prognostiziert. Im Januar und Februar lag diese bei 29 168 Mio. bzw. 29 115 Mio. Franken.

Die kurzfristigen Zinssätze entwickelten sich im vierten Quartal uneinheitlich. Während die Dreimonatssätze für Schweizer Franken gegenüber dem Vorquartal anstiegen, ging der Tagesgeldsatz leicht zurück. Nach dem Jahresende sanken die Geldmarktsätze bis Mitte Februar. Auch die Renditen langfristiger Papiere, die sich im vierten Quartal etwas erhöht hatten, tendierten wieder rückläufig.

Nachdem der Franken zwischen Oktober und Mitte Januar gegenüber dem Dollar an Wert gewonnen hatte, begann er sich in der zweiten Januarhälfte deutlich abzuschwächen. Dabei verlor er auch gegenüber der D-Mark, die von einem steigenden Zinsvorteil profitierte, sowie den meisten übrigen EWS-Währungen an Wert. Der handelsgewichtete Wechselkursindex des Franks lag im vierten Quartal nominell um 6,1% und real um 4,4% tiefer als vor Jahresfrist.

B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Das leichte Wachstum der amerikanischen Wirtschaft kam im vierten Quartal 1991 zum Stillstand. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber dem Vorquartal auf ein Jahr hochgerechnet lediglich um 0,8% zu, nachdem es im dritten Quartal noch um 1,8% gewachsen war. Es war damit gleich hoch wie vor Jahresfrist. Sowohl der private Konsum als auch die Unternehmensinvestitionen nahmen gegenüber dem Vorquartal ab. Der Rückgang bei den Unternehmensinvestitionen konzentrierte sich wiederum auf die Bautätigkeit. Von der Rezession besonders stark betroffen ist nach wie vor der gewerbliche Bau, der in den Jahren 1990 und 1991 infolge des hohen Leerbestandes massiv zurückging. Konjunkturstützend wirkte dagegen das erneut kräftige Wachs-

tum des privaten Wohnungsbaus sowie der Exporte. Die Lager erhöhten sich leicht, verharren aber im Vergleich zu den Umsätzen auf einem sehr niedrigen Stand.

Die Industrieproduktion sank im vierten Quartal um 0,1% gegenüber dem Vorquartal; sie lag damit um 0,6% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Kapazitätsauslastung in der verarbeitenden Industrie sank leicht von 79,7 auf 79,2%. Auch die Lage am Arbeitsmarkt verschlechterte sich wieder. Die Zahl der Beschäftigten nahm im vierten Quartal um durchschnittlich 76000 pro Monat ab (3. Quartal: +30000); sie lag damit um 0,9% tiefer als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Arbeitslosenquote stieg von 6,8 auf 7,0%. Aufgrund der von den grossen Konzernen geplanten weiteren Umstrukturierungsmassnahmen dürften in der Industrie auch 1992 in erheblichem Masse weitere Arbeitsplätze abgebaut werden.

Mittelfristig verbesserten sich die Konjunkturaussichten insgesamt. Die Auftragseingänge beim Wohnungsbau und den Ausrüstungsinvestitionen erholten sich gegenüber ihrem zyklischen Tiefpunkt im vierten Quartal 1990 deutlich. Auch die weiterhin kräftig wachsenden Exporte und – in geringerem Ausmass – die geplanten finanzpolitischen Massnahmen der amerikanischen Regierung dürften die Konjunktur stimulieren. Infolge des im zweiten Halbjahr 1991 stark gesunkenen Zinsniveaus kann im laufenden Jahr auch mit einer Belebung der privaten Konsumnachfrage gerechnet werden. Die Konsumentenstimmung verharrte vorderhand allerdings noch auf tiefem Niveau.

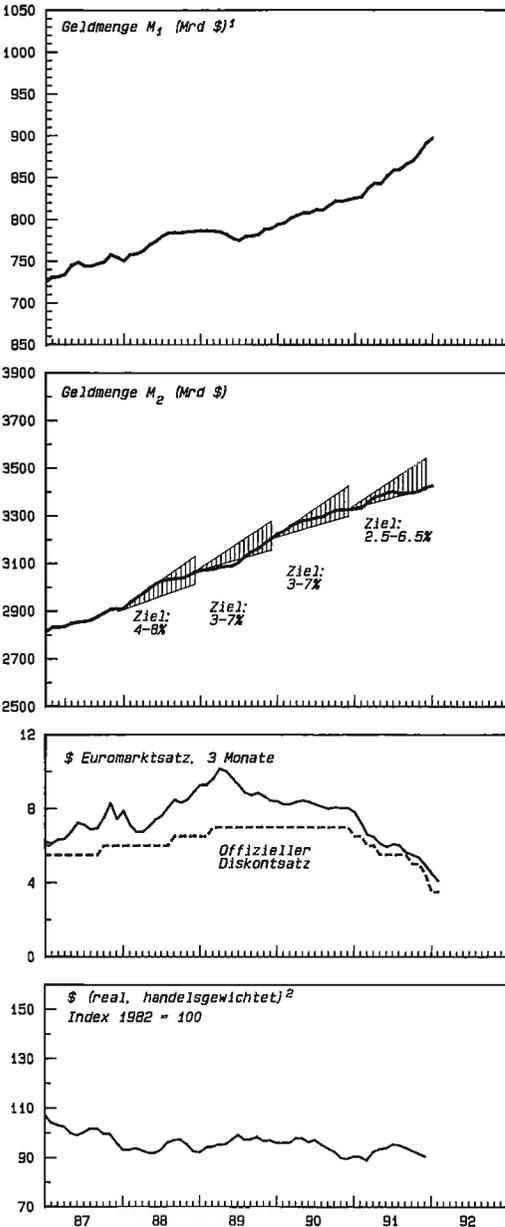
Die Jahresteuern sank im vierten Quartal auf durchschnittlich 3,0%, nachdem sie in der Vorperiode noch 3,9% betragen hatte. Der deutliche Teuerungsrückgang ist teilweise auf den starken Anstieg der Erdölpreise im letzten Vierteljahr 1990 zurückzuführen. Abgesehen von diesem Basiseffekt trug jedoch auch die tiefere Kernrate, die sich ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise berechnet, zum Rückgang der Teuerung bei. Der Erfolg bei der Inflationsbekämpfung zeigt sich ausserdem auch auf der Stufe der Produzentenpreise, die gegenüber dem Vorjahr unverändert blieben.

Der tendenzielle Rückgang der Handelsbilanzdefizite, der im Vorquartal unterbrochen worden war, setzte sich im vierten Quartal fort. Die durchschnittlichen monatlichen Fehlbeträge fielen von 6,5 Mrd. Dollar auf 5,4 Mrd. Dollar. Während die nominellen Exporte um rund 7% zunahmen, blieben die Importe annähernd unverändert. Für das ganze Jahr 1991 beträgt das Defizit der Handelsbilanz 66 Mrd., gegenüber 102 Mrd. Dollar im Jahr zuvor.

Der amerikanische Präsident gab in seiner jährlichen «Botschaft zur Lage der Nation» ein Bündel finanzpolitischer Massnahmen zur Stützung der flauen Konjunktur bekannt. Das Impulsprogramm enthält insbesondere einen sofort in Kraft tretenden Steuerrabatt von 25 Mrd. Dollar und die vorzeitige Abwicklung bereits bewilligter Ausgaben im Umfang von 10 Mrd. Dollar; der Steuerrabatt wird in Form eines reduzierten Quellensteuerabzugs für das Fiskaljahr 1992 gewährt. Darüber hinaus will die Regierung auch die Kapitalgewinnsteuer von 28% auf 15,4% verringern. Ferner sind Abschreibungserleichterungen für Investitionen und Steuervergünstigungen auf Immobilienanlagen in Höhe von insgesamt 25 Mrd. Dollar vorgesehen. Diese Massnahmen müssen vom Kongress bis zum 20. März noch bewilligt werden. Der durch die Sofortmassnahmen insgesamt ausgelöste finanzpolitische Wachstumsimpuls dürfte für das Jahr 1992 gemäss Schätzungen rund 0,7% des Bruttoinlandprodukts betragen. Für das bis September 1992 laufende Fiskaljahr erhöht sich dadurch das von der Regierung geschätzte Defizit auf 400 Mrd. Dollar, gegenüber 269 Mrd. Dollar im Vorjahr.

Die amerikanischen Währungsbehörden lockerten im vierten Quartal ihre Geldpolitik weiter. Von Anfang Oktober bis Ende Dezember nahmen sie den Satz für Federal Funds schrittweise von 5,25% auf 4% zurück. Ausserdem senkten sie den offiziellen Diskontsatz in zwei Schritten – am 6. November um einen halben, am 21. Dezember um einen ganzen Prozentpunkt – von 5% auf 3,5%, den tiefsten Stand seit den frühen siebziger Jahren. Die Geldmenge M_2 kehrte im vierten Quartal mit einer Wachstumsrate von 2,6% wieder knapp in den Zieltrichter zurück. Der ausgeprägte Rückgang der kurzfristigen Zinssätze sowie die geringeren Inflationserwartungen schlu-

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

² Quelle: OECD

gen sich auch in den langfristigen Zinssätzen nieder. Die Rendite von Bundesobligationen mit langer Restlaufzeit fiel deutlich unter die Marke von 8%, die sie zuvor während der ganzen Phase des Zinsrückgangs nie unterschritten hatte. Die tieferen langfristigen Sätze sollten es den privaten Haushalten ermöglichen, ihre Hypothekenschulden zu refinanzieren und damit entweder ihre Zinsbelastung deutlich zu verringern oder – bei unveränderter Zinsbelastung – ihre Verschuldung wieder zu erhöhen.

Japan

In Japan schwächte sich das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 1991 markant ab. Auf Jahresbasis hochgerechnet wuchs das reale Brutto sozialprodukt noch um 1,6% und erhöhte sich damit deutlich geringer als das Produktionspotential der japanischen Wirtschaft. Es lag damit aber noch immer um 4,1% höher als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Zum Wachstum trugen hauptsächlich der private Konsum und die Exporte bei, die gegenüber dem Vorquartal um 3,6% bzw. 8,8% zunahmen (auf Jahresbasis hochgerechnet). Die Staatsausgaben und die Investitionen stagnierten dagegen, wobei ein leichter Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen durch einen markanten Rückgang im Wohnungsbau kompensiert wurde. Da die realen Importe trotz der schwächer gewordenen Binnennachfrage nochmals kräftig stiegen, wuchs das reale Brutto sozialprodukt etwas weniger stark als die Endnachfrage.

Im vierten Quartal liessen die Wachstumskräfte weiter nach. Die Industrieproduktion ging erstmals seit 1986 gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal zurück. Die Lager erhöhten sich deutlich und erreichten im Verhältnis zu den Verkäufen hohe Werte, wie dies zu Beginn von Rezessionsphasen typisch ist. Die Aussichten für die kommenden Quartale verschlechterten sich. So ging die Anzahl der neubegonnenen Bauten unverändert stark zurück, und die Unternehmen reduzierten ihre Investitionspläne weiter. Auch der bisher widerstandskräftige Konsum begann sich angesichts der langsamer wachsenden verfügbaren Einkommen – die Bonuszahlungen wurden stark reduziert – und der schlechter gewordenen

nen Aussichten auf dem Arbeitsmarkt abzukühlen. Insgesamt fiel der Index der vorlaufenden Konjunkturindikatoren auf den tiefsten Stand der Nachkriegszeit.

Der Überschuss der japanischen Handelsbilanz nahm im vierten Quartal wieder zu. Er erreichte 23,8 Mrd. Dollar, gegenüber 22 Mrd. in der Vorperiode. Der höhere Überschuss ist auf einen leichten nominellen Exportzuwachs bei unveränderten nominellen Importen zurückzuführen. Für das ganze Jahr 1991 beläuft sich der Handelsbilanzüberschuss auf 78,2 Mrd. Dollar. Nachdem er sich in den Jahren 1989 und 1990 stark zurückgebildet hatte, erreichte er damit wieder die Höchstwerte der Jahre 1986–88. In Prozenten des nominellen Bruttosozialprodukts gemessen ist der Überschuss jedoch deutlich tiefer als damals. Nach Regionen aufgegliedert wuchs er vor allem gegenüber Asien und Europa, während er gegenüber den Vereinigten Staaten unverändert blieb.

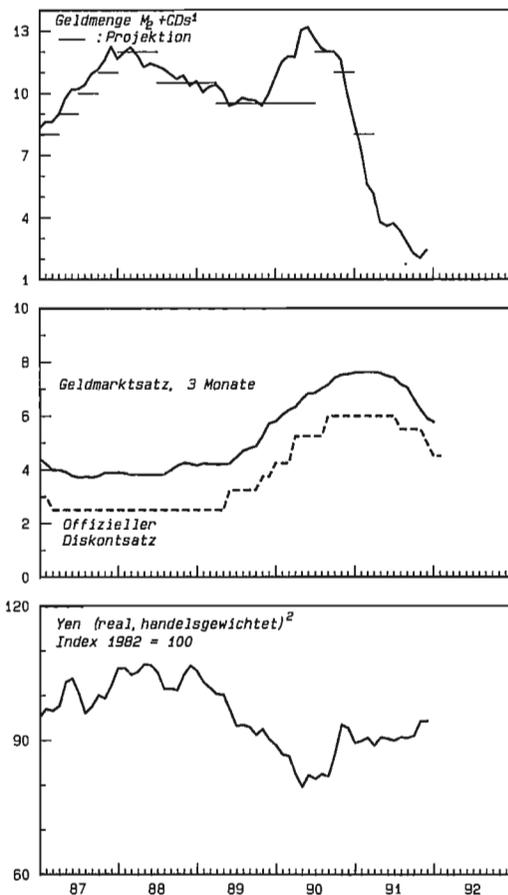
Auf dem Arbeitsmarkt zeigten sich erste Anzeichen der Konjunkturabschwächung. Die Zahl der offenen Stellen ging im dritten und vierten Quartal deutlich zurück, so dass sich das Verhältnis zwischen Stellenbewerbern und offenen Stellen verschlechterte. Die Arbeitslosenquote dagegen verharrte im vierten Quartal mit 2,1% auf dem niedrigen Niveau der Vorquartale.

Die Teuerung bildete sich im vierten Quartal auf durchschnittlich 2,8% zurück (3. Quartal: 3,3%). Der Teuerungsrückgang ist vor allem auf den Basiseffekt bei den Erdölpreisen zurückzuführen, die sich im Vorjahr stark erhöht hatten. Da die im Konsumentenpreisindex enthaltenen Benzin- und Heizölpreise in Japan erst mit einer mehrmonatigen Verzögerung an die Weltmarktpreise angepasst werden, schlug sich die im August 1990 ausgelöste Hausse erst im vierten Quartal 1990 nieder.

Die Bank von Japan lockerte ihre Geldpolitik im vierten Quartal und zu Beginn des Jahres 1992 deutlich. Sie nahm den Tagesgeldsatz von knapp 7% Ende Oktober 1991 auf 5,5% Ende Januar 1992 zurück. Parallel dazu fiel der Dreimonats-Geldmarktsatz (Gensaki) von 6,6% im September auf 5,4% im Januar. Darüber hinaus senkte sie

den Diskontsatz in zwei Schritten – am 14. November und am 23. Dezember – um je einen halben Prozentpunkt auf 4,5%. Die Lockerung der Geldpolitik erfolgte vor dem Hintergrund der merklichen konjunkturellen Abkühlung und des weiterhin sehr schwachen Wachstums der Geldmengenaggregate. Die Geldmenge $M_2 + CD$ nahm gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 2,2% zu (3. Quartal: 2,8%). Für das erste Quartal 1992 setzte die Bank von Japan

Grafik 4: Japan



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

² Quelle: OECD

die Projektion auf 2% fest. Die geldpolitische Lockerung wurde insbesondere durch die Höherbewertung des Yens, der Anfang Januar wieder fast die früheren Höchstwerte erreichte, erleichtert.

Deutschland

In Westdeutschland lief der Aufschwung, der das Jahr 1990 geprägt hatte, im ersten Halbjahr 1991 aus und ging in eine Abschwächungsphase über. Das reale Bruttosozialprodukt nahm im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,5% ab, nachdem es schon im zweiten Vierteljahr um 0,6% zurückgegangen war. Im Vergleich zum Vorjahr lag es real noch um 1,9% höher (2. Quartal: 4,3%). Zum Rückgang im dritten Quartal trug vor allem der private Konsum bei, der nach einem schwachen Wachstum im Vorquartal um 1,9% sank. Die übrigen Nachfragekomponenten, insbesondere die Investitionen und die Exporte, die beide im Vorquartal geschrumpft waren, stiegen dagegen leicht. Auch die Importe, die zuvor nur wenig zugenommen hatten, wuchsen im dritten Vierteljahr stärker.

Im vierten Quartal setzte sich die wirtschaftliche Abschwächung in Westdeutschland fort. Die Industrieproduktion und das Auftragseingangsvolumen nahmen gegenüber der Vorperiode leicht ab, wobei sich hauptsächlich die Auslandsnachfrage abschwächte. Dagegen vermochte sich im Bauhauptgewerbe der Auftragseingang zu halten. Die Einzelhandelsumsätze gingen real zurück; besonders deutlich sank der Verkauf von Fahrzeugen. Der Automobilabsatz hatte im ersten Halbjahr 1991 einen ausserordentlichen Boom erlebt, der zum grossen Teil auf die Nachfrage aus den neuen Bundesländern und aus Osteuropa zurückzuführen war. Nach vorläufigen Berechnungen nahm das reale Bruttosozialprodukt im Jahre 1991 mit 3,2% deutlich weniger zu als im Vorjahr (4,5%).

Der westdeutsche Arbeitsmarkt verlor in der zweiten Hälfte des Jahres 1991 an Dynamik. Die Zahl der offenen Stellen ging zurück, und die Kurzarbeit nahm zu. Gegenüber der Jahresmitte sank die Beschäftigung ungefähr um ein halbes Prozent. Die Arbeitslosenquote war im

vierten Quartal mit 6,3% leicht tiefer als in der Vorperiode.

Die westdeutsche Jahreststeuerung belief sich im vierten Quartal auf durchschnittlich 3,9% und lag nur unwesentlich unter der Vorperiode (4,1%). Im Januar betrug sie 4,0%. Die hohen Tarifabschlüsse, die Anfang Februar in der westdeutschen Stahlindustrie ausgehandelt wurden, nährten die Befürchtungen über eine weitere Zunahme der Inflation.

In Ostdeutschland stagnierte gemäss den Schätzungen des Deutschen Institutes für Wirtschaftsforschung (DIW) das reale Bruttoinlandprodukt im dritten Quartal, nachdem es im zweiten Vierteljahr leicht zugenommen hatte. Gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode sank es um 14% (2. Quartal: 33%). Der Privatkonsum ging leicht zurück, während die Investitionen, namentlich im Baubereich und bei den Bundesbetrieben, wiederum deutlich stiegen. Vom gesamtdeutschen Bruttosozialprodukt des Jahres 1991 wurden aufgrund der Berechnungen des Statistischen Bundesamtes etwa 7% in Ostdeutschland erarbeitet. Der Anteil an Bevölkerung und Erwerbstätigkeit beträgt demgegenüber rund 20%.

Die ostdeutsche Arbeitslosenquote sank im vierten Quartal leicht auf 11,8% (3. Quartal: 12%). Da auf Ende Jahr bei vielen Arbeitsverträgen der Kündigungsschutz auslief, stieg sie im Januar massiv an auf 17%. Gleichzeitig ging die Zahl der Teilzeitbeschäftigten stark zurück. Ohne die staatlichen Arbeitsbeschaffungsmassnahmen sowie frühzeitige Pensionierungen hätte sich die Arbeitsmarktlage noch mehr verschlechtert.

Die ostdeutsche Inflation betrug im vierten Quartal durchschnittlich 24,7%, verglichen mit 17,3% im Vorquartal. Der Anstieg ist hauptsächlich auf die Mietpreiserhöhungen im Oktober und andere teurer gewordene Dienstleistungen zurückzuführen.

Die gesamtdeutsche Handelsbilanz schloss im vierten Quartal saisonbereinigt mit einem Überschuss von 11,8 Mrd. D-Mark ab, gegenüber 4,8 Mrd. D-Mark im Vorquartal. Gegenüber dem dritten Quartal stiegen die Ausfuhren um 0,3% und die Einfuhren sanken um 3,9%. Im ganzen Jahr 1991 nahmen die Exporte um 0,6% ab, wäh-

rend die Importe um 15,9% stiegen. Der Aktivsaldo der Handelsbilanz ging markant auf 20,8 Mrd. D-Mark zurück (1990: 105,4 Mrd. D-Mark). Die Leistungsbilanz wies ein Defizit von 34,3 Mrd. D-Mark aus, gegenüber einem Überschuss von 77,4 Mrd. D-Mark im Vorjahr.

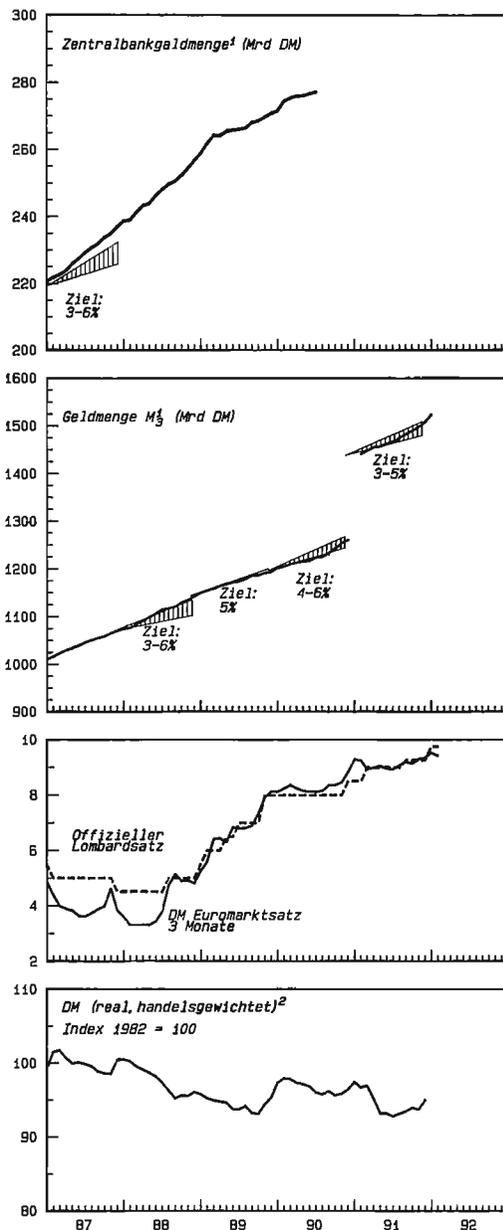
Das gesamte Defizit der öffentlichen Hand belief sich Ende 1991 auf insgesamt 100 Mrd. D-Mark bzw. 3,8% des westdeutschen Bruttosozialproduktes, gegenüber 124 Mrd. D-Mark Ende des letzten Jahres (5,1%). Während die Neuverschuldung des Bundes, der Länder und des Kreditabwicklungsfonds zurückging, wuchs diejenige des Fonds «Deutsche Einheit». Vor der Einigung lag die Defizitquote in der Größenordnung von 2%.

Die Deutsche Bundesbank verschärfte ihren straffen geldpolitischen Kurs im vierten Quartal nochmals. Am 19. Dezember erhöhte sie die Leitzinssätze zum dritten Mal im Jahre 1991. Sie hob den Diskont- und den Lombardsatz um je einen halben Prozentpunkt an. Der Lombardsatz liegt damit neu bei 9,75%, verglichen mit 8,5% Anfang 1991. Der Diskontsatz beträgt 8% (Anfang 1991: 6%). Bei Wertpapierpensionsgeschäften wandte die Bundesbank im Laufe des Quartals sukzessive höhere Sätze an. Sie stiegen von gut 9% im Oktober auf rund 9,5% Ende Dezember. Die Bundesbank begründete die Zinserhöhungen mit dem seit Mitte 1991 beschleunigten Geldmengenwachstum und den gestiegenen Inflationsrisiken.

Die Geldmenge M_3 weitete sich bis zum Jahresende anhaltend kräftig aus. Sie überschritt den oberen Rand des Zielkorridors und lag im Dezember auf Jahresrate hochgerechnet um 5,7% höher als im vierten Quartal 1990, verglichen mit 4,5% im September. Im Durchschnitt des vierten Quartals übertraf M_3 den Vorjahresstand um 5,2%, womit das Geldmengenziel von 3–5 Prozent nach Einschätzung der Bundesbank «gerade noch erreicht» wurde. Für 1992 wurde für die Geldmenge M_3 ein Zielkorridor von 3,5–5,5% festgelegt.

Die höheren Offenmarktsätze bewirkten einen weiteren Anstieg der Geldmarktsätze. Tagesgeld verteuerte sich zunächst nur leicht von 9,1% im Oktober auf 9,2% im Dezember. Nach der Leitzinserhöhung kletterten die Tagesgeldsätze – zum Teil allerdings ultimobedingt – bis gegen

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

9,75%. Für Dreimonatsgeld waren am Interbankenmarkt im Dezember durchschnittlich 9,6% zu entrichten (Oktober: 9,3%). Auf dem Kapitalmarkt gab die Durchschnittsrendite inländischer Obligationen, die im dritten Quartal etwas angezogen hatte, im Oktober wieder leicht nach und stabilisierte sich bei 8,7% (3. Quartal: 8,9%).

Frankreich

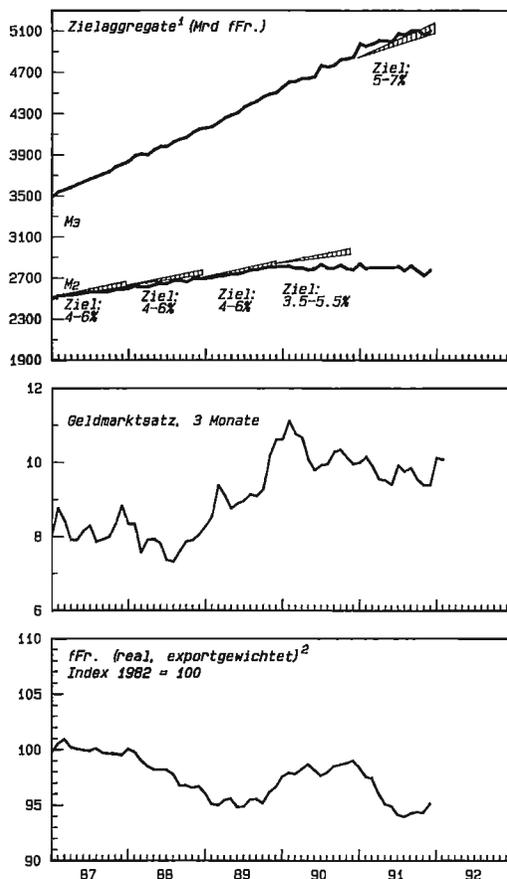
Im dritten Quartal wuchs das reale Bruttoinlandprodukt Frankreichs gegenüber der Vorperiode um 0,8% (2. Quartal: +0,7%). Der private und der staatliche Konsum nahmen weiterhin nur wenig zu. Während die Ausrüstungsinvestitionen sanken, stiegen die Bauinvestitionen, die sich bereits im Vorquartal leicht belebt hatten, real um 1,4%. Auch die Exporte gewannen an Dynamik, und die Importe erhöhten sich nach dem Rückgang im Vorquartal ebenfalls wieder. Im Jahre 1991 war das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts mit 1,2% weniger als halb so gross wie im Vorjahr.

Die verfügbaren Indikatoren für das vierte Quartal weisen darauf hin, dass sich die französische Wirtschaft nur zögernd erholt. Industrieproduktion und Detailhandel stagnierten, wie schon im Vorquartal. Die Bestellungseingänge gingen wiederum zurück, und die vorlaufenden Konjunkturindikatoren wiesen einen deutlich schlechteren Wertaus. Die Lagerbestände blieben unverändert hoch.

Die französische Automobilindustrie war von der wirtschaftlichen Schwächeperiode besonders betroffen. Die Produktion von Personenwagen, die schon im Jahre 1990 um 3% abgenommen hatte, verminderte sich 1991 um weitere 5%. Die Nutzfahrzeugproduktion schrumpfte mit 15% noch deutlicher. Der Automobilabsatz ging im Jahre 1991 um 12% zurück, begann gegen Ende des Jahres jedoch leicht anzustelgen. Während die Hersteller im Inland Marktanteile einbüssten, konnten sie die Ausfuhr von Automobilen steigern.

Die Jahreststeuerung belief sich im vierten Quartal auf 2,9%. Im Jahre 1991 stiegen die Konsumentenpreise um durchschnittlich 3,1%, gegenüber 3,4% im Vorjahr.

Grafik 6: Frankreich



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

2 Quelle: OECD

Die wirtschaftliche Schwächeperiode wirkte sich erheblich auf den Arbeitsmarkt aus. Obwohl die erwerbsfähige Bevölkerung im Jahre 1991 fast doppelt so stark zunahm wie im Vorjahr, stagnierte die Zahl der Arbeitsplätze. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote stieg deshalb während des gesamten Jahres kontinuierlich und betrug im Dezember 9,8% (Dezember 1990: 8,9%).

Im vierten Quartal verzeichnete die Handelsbilanz, die in den ersten neun Monaten des Jahres saisonbereinigt einen Passivsaldo aufgewiesen hatte, einen Überschuss von 3,4 Mrd. Francs. Im

Jahre 1991 betrug das Defizit insgesamt 30 Mrd. Francs und war damit erheblich kleiner als im Vorjahr (50 Mrd. Francs). Dieses Resultat ist hauptsächlich auf die stark gestiegenen Exporte nach Deutschland sowie die schwache Importnachfrage zurückzuführen. Der Passivsaldo der Leistungsbilanz belief sich auf 33,4 Mrd. Francs, gegenüber 45,6 Mrd. Francs im Vorjahr. Zur Verbesserung trug neben der Handelsbilanz auch die Dienstleistungsbilanz bei, die dank kräftig erhöhten Einnahmen aus dem Tourismus einen hohen Überschuss aufwies.

Die französischen Währungsbehörden, die aufgrund der konjunkturellen Lage und der niedrigen Teuerung im Oktober die Leitzinssätze um je einen viertel Prozentpunkt gesenkt hatten, erhöhten diese Mitte November wieder, um den schwächer gewordenen Franc zu stützen. Im Dezember folgte im Einklang mit der Deutschen Bundesbank eine weitere Erhöhung. In den letzten zwei Monaten des Jahres 1991 stieg der Interventionssatz am Geldmarkt (taux d'appel d'offres) um insgesamt 0,85 Punkte auf 9,6% und der Pensionssatz für Schatzwechsel (taux des prises en pension) um insgesamt 0,75 Punkte auf 10,5%. Infolge der strafferen Geldpolitik zogen auch die kurzfristigen Marktzinssätze stark an. Der durchschnittliche Dreimonats-Interbankensatz (TIOP), der im Oktober auf 9,3% gesunken war, stieg im Dezember auf 10,1%.

Die Geldmenge M_3 , die sich seit März 1991 innerhalb des Zielkorridors von 5–7% bewegt hatte, wuchs im letzten Quartal weniger stark. Im November betrug die Zunahme, gemessen gegenüber dem Durchschnitt des vierten Quartals 1990, 4,2%. Für das Jahr 1992 verminderte die französische Zentralbank den Zielkorridor auf 4–6%.

Grossbritannien

In Grossbritannien stagnierte das reale Bruttoinlandprodukt im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode, nachdem es in den vorangegangenen vier Quartalen zurückgegangen war. Im Jahresvergleich sank es um 2,3%. Der private und der staatliche Konsum expandierten geringfügig, und der massive Lagerabbau kam zum Stillstand. Dagegen sanken die Anlageinvestitionen sowie die

Exporte gegenüber dem zweiten Quartal. Die Einfuhren nahmen leicht zu.

Auch im letzten Quartal 1991 waren keine Anzeichen einer Erholung der britischen Wirtschaft auszumachen. Die realen Einzelhandelsumsätze nahmen gegenüber dem Vorquartal weiter ab. Ebenso setzte sich der Rückgang bei den Neuwagenverkäufen fort. Nach Angaben des Branchenverbandes des Autogewerbes wurden 1991 21% weniger Personenwagen sowie 29% weniger Nutzfahrzeuge verkauft als ein Jahr zuvor. Die Stimmung in der Wirtschaft war weiterhin gedrückt. Laut der monatlich durchgeführten Umfrage des britischen Industrieverbandes beurteilten im Dezember 67% der befragten Unternehmen den Auftragsbestand als nicht zufriedenstellend, nach 61% im November. Das Investitionsklima war anhaltend schlecht, wobei insbesondere die Bauinvestitionen weiter schrumpften. Gemäss ersten Schätzungen sank das reale Bruttoinlandprodukt im Jahre 1991 um 2,5%.

Die Arbeitslosenquote nahm auch im vierten Quartal jeden Monat zu und lag im Dezember bei 9,0%, was 2,55 Mio. Arbeitslosen entspricht. Auf eine offene Stelle kamen im Dezember 21 Stellensuchende. Vor Jahresfrist waren es erst 14 Stellensuchende gewesen. Im Januar erhöhte sich die Arbeitslosenquote auf 9,2%. Selbst bei einer spürbaren Konjunkturerholung, wie sie die Regierung für das Fiskaljahr 1992 erwartet, ist vorerst mit einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit zu rechnen, da die Entwicklung der Beschäftigung dem Konjunkturverlauf erfahrungsgemäss hinterherhinkt.

Die Inflation liess in Grossbritannien auch im vierten Quartal leicht nach. Gemessen am Detailhandelspreisindex sank die durchschnittliche Jahresteuersatzrate auf 4,2%, gegenüber 4,8% im dritten Quartal. Auch die Basisteuerung, die um die Hypothekarzinsen und die Gemeindesteuern bereinigt ist, ging von 8,2% auf 7,2% zurück.

Das saisonbereinigte Defizit der Handelsbilanz erhöhte sich nach ersten Schätzungen von 2,1 Mrd. Pfund im dritten auf 2,5 Mrd. Pfund im vierten Quartal. Für das ganze Jahr 1991 belief es sich auf 9,7 Mrd. Pfund, was einer Halbierung des Passivsaldo des Vorjahres (18,7 Mrd. Pfund) gleich-

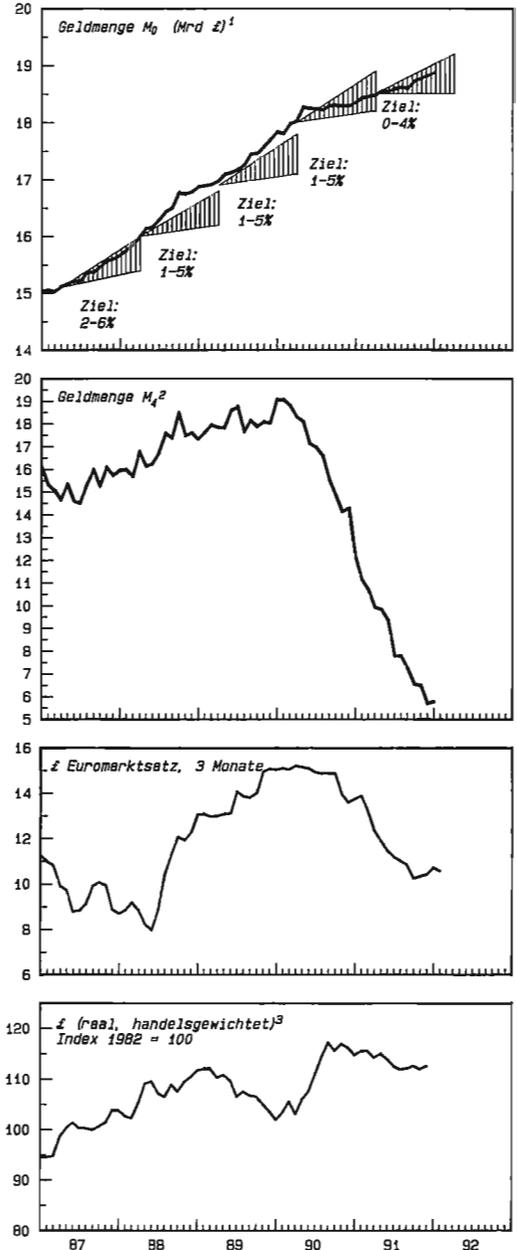
kommt. Der markante Rückgang ist vor allem auf den rezessionsbedingten Einbruch bei den Einfuhren zurückzuführen. Zudem wuchsen die Ausfuhren im Jahre 1991 leicht. Stark rückläufig war im Jahre 1991 auch das Leistungsbilanzdefizit. Es betrug nach vorläufigen Berechnungen für das ganze Kalenderjahr 6,5 Mrd. Pfund (1990: 16,1 Mrd. Pfund).

Anfang November legte der britische Schatzkanzler den ersten Teil der Haushaltsvorlage, welcher die Staatsausgaben betrifft, vor. Nach den Plänen der Regierung sollen im Fiskaljahr 1992 (April 1992 bis März 1993) die Ausgaben nominell um 10,5% auf 226,6 Mrd. Pfund zunehmen. In den neuesten Prognosen geht die Regierung von einem Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts von höchstens 1% für das Jahr 1992 sowie von einem Rückgang der Teuerung auf 4% bis zum vierten Quartal 1992 aus. Am stärksten steigen die Ausgaben im Sozialbereich, im Gesundheits- und im Transportwesen. Für das laufende Fiskaljahr 1991 rechnet das Schatzamt mit einem Defizit von 10,5 Mrd. Pfund, nachdem in den vergangenen vier Jahren Budgetüberschüsse erzielt worden waren.

Trotz massiver Interventionen der Bank von England auf den Devisenmärkten schwächte sich das britische Pfund gegenüber den EWS-Währungen im letzten Vierteljahr 1991 stark ab. Der Druck auf das Pfund nahm noch zu, als die Deutsche Bundesbank Mitte Dezember die Leitzinsen erhöhte, ein Schritt, dem sich die Bank von England nicht anschloss. Angesichts der Schwächeneigung des Pfundes vermochte sie indessen auch nicht, die Zinssätze weiter zu senken. Der Basiszinssatz, den die Geschäftsbanken erstklassigen Schuldner verrechnen, blieb unverändert bei 10,5%.

Die monetäre Basis M_0 , die im wesentlichen aus dem Noten- und Münzumsatz besteht, wuchs im vierten Quartal etwas stärker als in der Vorperiode. Sie lag um 2,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand, gegenüber einem Zuwachs von 1,9% im dritten Quartal. Das Wachstum der Geldmenge M_4 , welche die bei den Banken und Sparkassen (building societies) gehaltenen Einlagen umfasst, bildete sich dagegen weiter auf 6,0% zurück (3. Quartal: 7,1%).

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

Italien

Die italienische Konjunktur schwächte sich im dritten Quartal weiter ab. Das reale Bruttoinlandprodukt stagnierte gegenüber der Vorperiode (2. Quartal: +0,4%). Der Konsum und die Investitionen erhöhten sich leicht, während die Exporte unverändert blieben. Die Importe nahmen etwas schwächer zu als im Vorquartal. Insgesamt stieg das reale Bruttoinlandprodukt im Jahre 1991 um schätzungsweise 1%, wobei das Wachstum hauptsächlich in der ersten Jahreshälfte erfolgte.

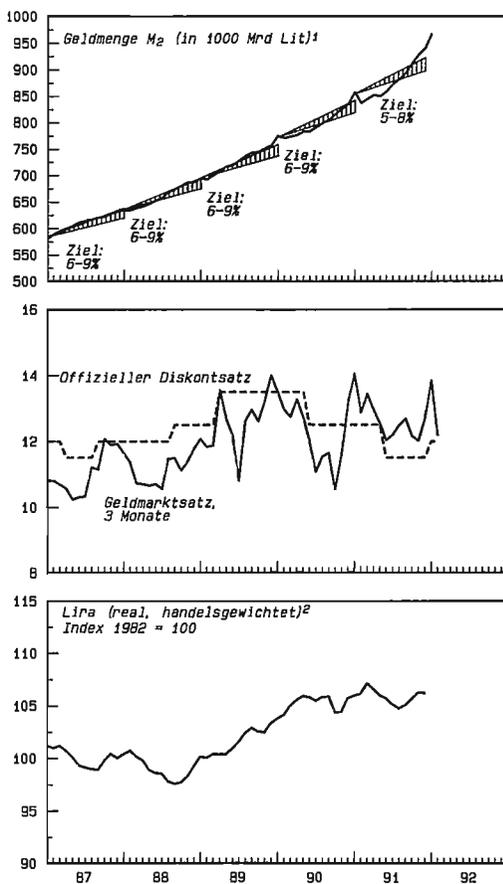
Die vorliegenden Konjunkturdaten weisen darauf hin, dass sich das Wirtschaftsklima auch im vierten Quartal verschlechterte. Die Industrieproduktion stagnierte, die Investitionsgüterproduktion ging deutlich zurück. Im Jahre 1991 sank die Industrieproduktion insgesamt um 2%. Da die durchschnittlichen Arbeitskosten im vergangenen Jahr etwa doppelt so stark stiegen wie die Teuerung, nahmen die Lohnstückkosten der italienischen Industrie beträchtlich zu. Zusammen mit dem hohen Zinsniveau und der Stärke der italienischen Währung drückten sie die Wettbewerbsfähigkeit spürbar.

Im Jahre 1991 betrug das Defizit der italienischen Handelsbilanz gemäss ersten Schätzungen 16 000 Mrd. Lire, gegenüber 14 121 Mrd. Lire im Vorjahr. Während sich zu Jahresbeginn vorwiegend die Energieeinfuhren verteuerten, sanken im zweiten Halbjahr hauptsächlich die Ausfuhren. Das Leistungsbilanzdefizit stieg in den ersten zehn Monaten des Jahres 1991 auf 32 279 Mrd. Lire, gegenüber einem Passivsaldo von 28 880 Mrd. Lire im Vorjahr.

Die Teuerung ging im zweiten Halbjahr leicht zurück. Im dritten Quartal betrug sie durchschnittlich 6,4%, im vierten Quartal 6,1%. Die Arbeitslosenquote stieg leicht auf 11%. In den letzten Monaten des Jahres begannen allerdings wichtige Industrien, Arbeitsplätze abzubauen.

Trotz der überaus hohen staatlichen Verschuldung Italiens – im Jahre 1991 betrug sie 102% des Bruttosozialproduktes – erliess die Regierung im Januar 1992 ein Dekret, das es den beiden grossen Staatsholdings IRI und EFIM ermöglicht, umfangreiche neue Finanzmittel aufzunehmen, um

Grafik 8: Italien



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

² Quelle: OECD

Schulden zu refinanzieren. Die Papiere sind mit einer staatlichen Rückzahlungsgarantie versehen. Ferner wurden, trotz der Bedenken der Haushaltskommission des Senates, weitere Gelder zur wirtschaftlichen Entwicklung des Südens bereitgestellt (Interventi straordinari).

Mitte Dezember erhöhte auch die Banca d'Italia ihren Diskontsatz. Nachdem er im Mai um einen ganzen Prozentpunkt auf 11,5% herabgesetzt worden war, wurde er wieder auf 12% angehoben. Die Prime Rate stieg in der Folge auf 13%. Die Nettorendite der zwölfmonatigen Schatzwechsel (BoT) erhöhte sich von 10,4% Ende Oktober auf

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch

b) BSP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1988	1989	1990	1991	1991		1991			1992
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	
USA	4,1	4,6	5,5	4,3	3,9	3,0	2,9	3,0	3,1	2,6
Japan	0,7	2,3	3,1	3,3	3,3	2,8	2,7	3,1	2,7	
Westdeutschland	1,3	2,8	2,7	3,5	4,1	3,9	3,5	4,2	4,1	4,0
Grossbritannien	4,9	7,8	9,5	5,9	4,8	4,2	3,7	4,3	4,5	4,1
Frankreich	2,7	3,6	3,4	3,1	3,0	2,9	2,5	3,0	3,1	2,9
Italien	5,0	6,6	6,1	6,5	6,4	6,1	6,1	6,2	6,0	6,1
Schweiz	1,9	3,2	5,4	5,9	6,1	5,3	5,1	5,5	5,2	4,9

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1988	1989	1990	1991 ^{a)}	1991 ^{a)}		1991 ^{a)}			1992
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	
USA	5,5	5,2	5,5	6,8	6,8	7,0	6,9	6,9	7,1	7,1
Japan	2,5	2,3	2,1		2,1	2,0	2,0	2,1	2,2	
Westdeutschland ^{b)}	8,7	7,9	7,2	6,3	6,4	6,3	6,3	6,3	6,2	6,3
Grossbritannien ^{c)}	8,1	6,3	5,8	8,1	8,5	8,8	8,7	8,8	9,0	9,2
Frankreich	10,0	9,4	9,0	9,5	9,5	9,8	9,7	9,8	9,8	9,8
Italien ^{c)}	12,0	12,1	11,4	10,9	10,8	11,0	11,0	-	-	
Schweiz ^{d)}	0,7	0,6	0,6	1,2	1,2	1,5	1,4	1,5	1,6	1,7

a) provisorisch

b) in Prozent der abhängigen Erwerbspersonen

c) ausgenommen Schulabgänger

d) Ganzarbeitslose

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

	1988	1989	1990	1991 ^{a)}	1990 ^{a)}		1991 ^{a)}			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	-135,3	-105,9	-94,4		-23,1	-27,8	10,2	3,0	-10,5	
Japan	79,6	57,2	35,8	72,6	7,0	6,4	10,3	18,7	19,3	22,1
Westdeutschland ^{b)}	50,3	55,4	47,9	-21,4	12,4	4,5	-7,4	-6,4	-3,4	-4,4
Grossbritannien	-26,7	-31,2	-25,7	-11,7	-4,2	-3,7	-5,0	-1,3	-2,5	-2,9
Frankreich	-3,5	-3,8	-13,6	-8,0	-2,9	-2,3	-4,0	-1,6	-0,2	
Italien	-5,8	-10,6	-14,4	-15,0	-2,9	-3,8	-1,7	-5,3	-7,2	
Schweiz ^{c)}	9,0	7,0	8,6	8,9	1,8	2,6	3,5	1,5	1,4	2,7

a) provisorisch

b) ab 3. Quartal 1990 einschl. Transaktionen der neuen Bundesländer mit dem Ausland

c) nicht saisonbereinigt

11,1% Ende Dezember. Die italienische Lira hatte sich im vierten Quartal deutlich abgeschwächt und sich im Dezember der unteren Bandbreite im EWS genähert. Die Geldmenge M₂ wuchs im vierten Quartal stärker, so dass sich die Zuwachsrate über dem Zielkorridor von 5–8% bewegte.

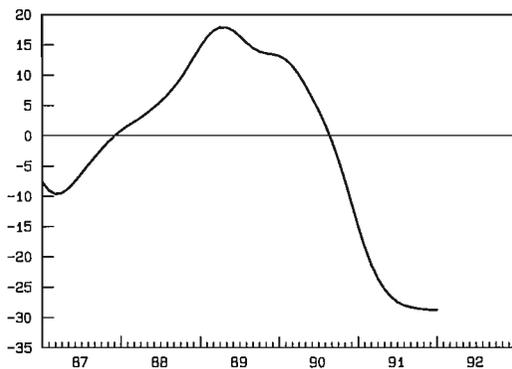
C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

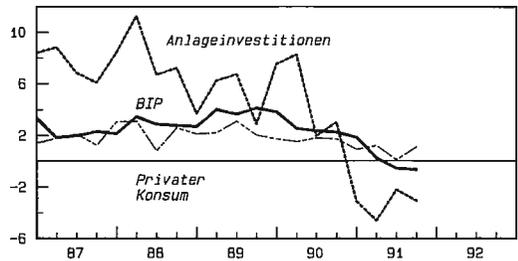
Die Rezession hielt im vierten Quartal 1991 an. Das reale Bruttoinlandprodukt ging gegenüber dem Vorjahresquartal um 1,0% zurück (3. Quartal: -0,7%). Der private Konsum nahm erneut schwach zu, während die Bauinvestitionen merklich schrumpften. Bei den Ausrüstungsinvestitionen kam der Rückgang zum Stillstand. Im letzten Vierteljahr 1991 wurden mehr Güter und Dienstleistungen exportiert als vor Jahresfrist. Im Jahresdurchschnitt lag das reale Bruttoinlandprodukt um 0,5% unter dem Vorjahreswert.

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹



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

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode
Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

Die Produktionstätigkeit blieb im vierten Quartal verhalten. Wie die Umfrage der KOF-ETH ergab, stabilisierte sich die Kapazitätsauslastung bei 82,8% auf dem Niveau des Vorquartals (3. Quartal: 83,0%). Die Stimmung im Industriesektor war weiterhin gedrückt. Der von der KOF-ETH in ihrem Konjunkturtest vom Dezember 1991 ausgewiesene Indikator Geschäftsgang verharrte auf dem tiefen Stand der Vormonate.

Die technischen Kapazitäten wurden zunehmend als zu hoch beurteilt. Der Anteil der Überstunden an den Gesamtstunden lag bei 1,5%. In konjunkturell angespannten Phasen lag dieser Anteil bei über 2,5%. Eine deutliche Mehrheit der befragten Unternehmen betrachtete die Lager als zu hoch. Ferner wird davon ausgegangen, dass der Auftragseingang in nächster Zeit weiter abnehmen wird und die Produktion nochmals gedrosselt werden muss.

Privater Konsum

Der private Konsum erhöhte sich im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal real um 1,6% (3. Quartal: 1,1%). Sowohl der Güter- als auch der Dienstleistungskonsum trugen zu diesem Wachstum bei. Insgesamt nahm der private Konsum 1991 um 1,0% zu. Die Wachstumsrate lag damit unter jener des Vorjahres (1,5%).

Die Detailhandelsumsätze stiegen im letzten Vierteljahr gegenüber der Vorjahresperiode real um 2,1% (3. Quartal 1991: 0,9%). Sowohl die Nah-

rungs- und Genussmittel als auch die Bekleidungsartikel und Textilwaren konnten von einer stärkeren Nachfrage profitieren. Eine Umsatzzunahme wiesen auch die dauerhaften Konsumgüter auf. Anhaltend rückläufig war hingegen der Absatz von Personenwagen. Der Dienstleistungssektor profitierte vom lebhaften Binnentourismus. Die Zahl der Hotelübernachtungen von Inländern entwickelte sich auch im vierten Quartal erfreulich und blieb auf das ganze Jahr 1991 bezogen nur wenig unter dem Rekordergebnis des Vorjahres.

Wie der vom Bundesamt für Konjunkturfragen (BFK) im Januar erhobene Konsumentenstimmungsindex zeigt, hat bei den Konsumenten noch kein Stimmungsumschwung stattgefunden. Der bereits tiefe Stand der Vorerhebungen wurde nochmals unterschritten. Die befragten Konsumenten schätzten die allgemeine Wirtschaftsentwicklung deutlich ungünstiger ein. Vermehrte Zweifel wurden auch an der Sicherheit des Arbeitsplatzes geäußert. Etwas weniger schlecht beurteilten die Befragten ihre finanzielle Situation.

Investitionen

Der Rückgang der Anlageinvestitionen setzte sich im vierten Quartal fort. Gegenüber dem Vorjahresquartal nahmen sie real um 1,4% ab (3. Quartal: -3,1%). Im Vergleich zum Vorjahr wurden

1991 2,8% weniger Anlageinvestitionen getätigt (1990: +2,2%). Die Anlageinvestitionen waren damit erstmals seit 1976 auch auf Jahresbasis rückläufig.

In der Bauwirtschaft hielt die Rezession im letzten Vierteljahr an. Verglichen mit dem Vorjahresquartal gingen die Bauinvestitionen real um 3,0% zurück (3. Quartal: -3,6%). Während sich der Wohnungsbau auf tiefem Niveau stabilisierte, nahm der Wirtschaftsbau weiter ab. Der per Anfang Januar 1992 ausgewiesene Gesamtauftragsbestand im Bauhauptgewerbe verminderte sich gegenüber dem Vorjahresstand real um 10% (Oktober: -13%). Von dem Rückgang am stärksten betroffen war im vierten Quartal der Wirtschaftsbau (-18%). Obwohl ebenfalls rückläufig, zeigte sich der Arbeitsvorrat beim öffentlichen Bau vergleichsweise konjunkturrésistent (-8%). Im Jahre 1991 sanken die Bauinvestitionen real um 3,5%, nachdem sie im Vorjahr noch um 1,0% gewachsen waren.

Nachdem die Ausrüstungsinvestitionen im Vorjahresvergleich seit dem vierten Quartal 1990 zurückgegangen waren, wuchsen sie im vierten Quartal 1991 erstmals wieder. Gegenüber dem Vorjahresquartal nahmen sie real um 1,7% zu (3. Quartal: -2,0%). Es ist aber eine nach wie vor geringe Investitionsneigung festzustellen, wie sie auch in den Ergebnissen

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1988	1989	1990	1991	1990		1991			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Import von Investitionsgütern, real ¹	-	5,7	3,0	-2,9	7,4	-7,3	-5,9	0,0	-5,3	0,1
Baubewilligte Wohnungen ²	7,5	-0,1	-9,1		-18,0	-17,5	-9,1	2,6	35,6	
Neuerstellte Wohnungen ²	2,1	-11,9	-3,1		-4,6	3,0	5,6	22,8	-3,7	
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal										
Total	18,0	12,0	2,0	-4,0	-2,0	2,0	-3,0	-5,0	-6,0	-3,0
Privater Bau	15,0	12,0	-1,0	-10,0	3,0	-8,0	-12,0	-12,0	-12,0	-4,0
Öffentlicher Bau	21,0	14,0	7,0	4,0	-2,0	16,0	11,0	2,0	3,0	-1,0
Bauteuerung ³	3,9	3,8	5,8	6,7	5,8	5,8	5,8	7,2	6,6	7,1

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

² In 96 Städten

³ gewichteter Produktionskostenindex des SBV

Quellen: BFS, Eidgenössische Oberzolldirektion, Schweizerischer Baumeisterverband (SBV)

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

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

^{a)} Schätzungen des Bundesamtes für Konjunkturfragen (BFK). Wegen der Revision der Zollstatistik sind 1988 vorläufig keine vergleichbaren Werte für den Aussenhandel nach Verwendungszweck verfügbar.

^{b)} provisorische Werte

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BFK

der jüngsten Quartalsumfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) zum Ausdruck kommt. Im letzten Vierteljahr 1991 waren die Bestellungseingänge aus dem Inland im Vorjahresvergleich höher, jene aus dem Ausland deutlich tiefer. Der Arbeitsvorrat der befragten Unternehmen betrug Ende Dezember noch 5,3 Monate (Ende September: 5,6 Monate).

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die schweizerischen Exporte und Importe lagen im vierten Quartal 1991 nominell um 4,3% bzw. 2,0% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Der Aussenhandel wuchs damit leicht stärker als im Vorquartal. Erstmals seit etwas mehr als einem Jahr erhöhten sich die Einfuhren real leicht (+1,0%). Dagegen stagnierten die realen Ausfuhren. Die Ausfuhrpreise stiegen mit 4,4% stärker als die Einfuhrpreise (+1,1%).

Die Konsumgüterexporte nahmen volumenmässig um 4,5% zu. Dagegen wurden erneut weniger Rohstoffe und Halbfabrikate ausgeführt, und auch die realen Ausfuhren von Investitionsgütern gingen gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum erneut zurück. Die Exporte von Metallverarbeitungs- und Textilmaschinen, auf die 1991 rund ein Fünftel der gesamten Investi-

tionsgüterausfuhren entfiel, nahmen mit 15% überdurchschnittlich stark ab.

Die nominellen Exporte in den EG-Raum erhöhten sich leicht. Das Wachstum der Ausfuhren nach Deutschland sowie einigen kleineren EÜ-Ländern glich die geringere Nachfrage aus Frankreich, Italien und den Niederlanden aus. Die Exporte nach Deutschland wuchsen mit 3,7% deutlich weniger stark als im vierten Quartal 1990 (+12,6%). Die Exporte in die EFTA-Länder waren rückläufig, vor allem infolge der geringeren Lieferungen nach Schweden und Finnland, die im Laufe des Jahres 1991 in eine Rezession gerieten. Ausserhalb der EG nahmen die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten kräftig zu, hingegen wurde nach Japan deutlich weniger exportiert. Ebenfalls stark stiegen die Exporte in die Entwicklungs- und Schwellenländer, wobei dies vor allem auf die wieder rege Nachfrage aus dem Mittleren Osten zurückzuführen war. Demgegenüber gingen die Ausfuhren in die osteuropäischen Länder erneut markant zurück; ihr Anteil an den gesamten Exporten sank innert Jahresfrist von knapp 3% auf 2,0%.

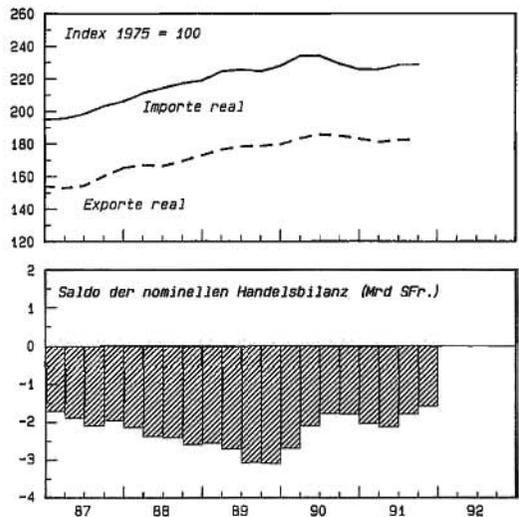
Die leichte Zunahme der realen Gütereinfuhren im vierten Quartal war vor allem auf höhere Importe von Konsumgütern und Energieträgern zurückzuführen. Dagegen nahmen die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten ab; im vierten Quartal

lagen die Einfuhren von Baumaterialien sowie Metallen real um 2,1% bzw. 12,3% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Dies widerspiegelt in erster Linie den anhaltenden Konjunkturrückgang in der schweizerischen Bauwirtschaft. Die Importe von Investitionsgütern stagnierten insgesamt. Während die Nachfrage nach Fabrikations- und Arbeitsmaschinen unvermindert stark sank (-14%), erhöhte sich diejenige nach Maschinen und Geräten für das Dienstleistungsgewerbe.

Die nominellen Einfuhren aus dem EG-Raum nahmen wiederum leicht ab, während die Importe aus den Vereinigten Staaten kräftig stiegen. Auch die Einfuhren aus Ländern ausserhalb der OECD stiegen deutlich. Ins Gewicht fiel vor allem der starke Zuwachs aus den OPEC-Staaten, den osteuropäischen Ländern sowie aus China.

Im vierten Quartal betrug das Defizit im Warenverkehr 0,7 Mrd. Franken, gegenüber 1,2 Mrd. Franken im entsprechenden Vorjahresquartal. Die Importe erhöhten sich um 0,3 Mrd. Franken auf 25,0

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

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

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

	1989	1990 ^{a)}	1991 ^{b)}	1990 ^{a)}		1991 ^{b)}			
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Total Einnahmen	153,2	160,8	162,4	40,2	39,3	40,1	40,9	40,9	40,6
Warenexporte	87,0	91,1	90,9	21,3	23,4	21,9	23,1	21,6	24,3
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	84,3	88,3	87,9	20,6	22,7	21,2	22,3	20,9	23,5
<i>Übrige Warenexporte²</i>	2,7	2,8	2,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Dienstleistungsexporte	23,5	24,0	24,8	7,5	4,6	6,3	5,9	7,6	5,0
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	39,6	42,5	43,4	10,7	10,5	11,1	11,0	10,8	10,5
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,1	3,3	3,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Total Ausgaben	141,7	148,9	149,6	37,9	36,1	35,5	38,7	38,8	36,7
Warenimporte	98,7	100,6	98,9	23,6	24,7	24,5	25,7	23,8	25,0
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	95,2	96,6	95,0	22,6	23,6	23,5	24,7	22,9	24,0
<i>Übrige Warenimporte²</i>	3,4	4,0	3,9	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0
Dienstleistungsimporte	12,4	12,9	13,8	5,2	2,5	1,8	3,6	5,7	2,7
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	24,8	28,8	29,8	7,4	7,3	7,6	7,6	7,4	7,3
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	5,9	6,5	7,0	1,7	1,6	1,6	1,8	1,9	1,7
Saldo der Ertragsbilanz	11,5	12,0	12,8	2,4	3,3	4,5	2,2	2,1	3,9

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

² inklusive elektrische Energie

a) provisorisch

b) vorläufige Schätzung

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

Mrd. Franken und die Exporte um 0,8 Mrd. Franken auf 24,3 Mrd. Franken. Der traditionelle Überschuss der Dienstleistungsbilanz weitete sich wieder aus und stieg auf 2,3 Mrd. Franken. Die Kommissionserträge der Banken erhöhten sich infolge der günstigen Entwicklung des indifferenten Geschäfts erneut. Infolge der höheren Löhne der Grenzgänger stiegen die ans Ausland bezahlten Einkommen um 0,1 Mrd. Franken auf 2,2 Mrd. Franken. Der Ertragsbilanzüberschuss erhöhte sich im vierten Quartal auf 3,9 Mrd. Franken gegenüber 3,3 Mrd. Franken im Vorjahresquartal. Für das ganze Jahr 1991 wuchs der Aktivsaldo der Ertragsbilanz gemäss den provisorischen Zahlen auf 12,8 Mrd. Franken (1990: 12,0 Mrd.).

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

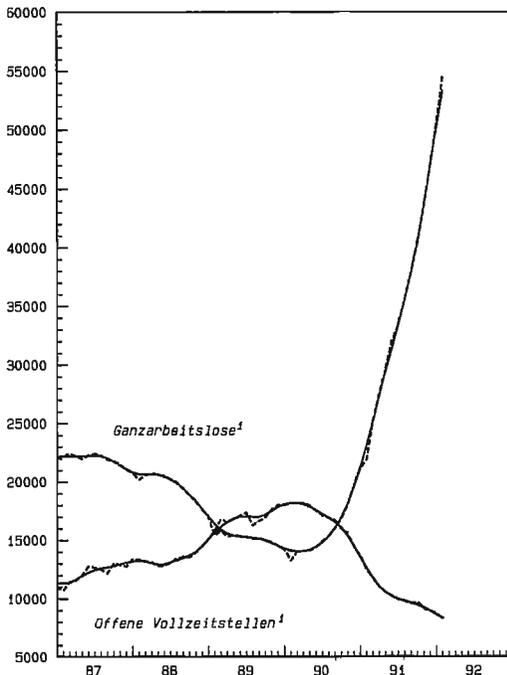
Die Beschäftigung nahm im vierten Quartal 1991 gegenüber der Vorjahresperiode um 0,9% ab (3. Quartal: -0,6%). Im Baugewerbe (-1,4%) und in der Industrie (-3,3%) setzte sich der Beschäftigungsrückgang fort. Der Dienstleistungssektor beschäftigte im vierten Quartal geringfügig mehr Personen (+0,3%) als im entsprechenden Vorjahresquartal.

Erneut stark zugenommen hat die Zahl der niedergelassenen ausländischen Arbeitskräfte. Die konjunkturelle Abflachung widerspiegelte sich hingegen vor allem bei den Grenzgängern sowie den Saisonarbeitern. Nachdem sich das Wachstum bei den Grenzgängern bereits seit Beginn des Jahres 1991 verlangsamt hatte, ging deren Zahl im vierten Quartal leicht zurück. Die Anzahl der Saisonarbeiter nahm innert Jahresfrist erneut markant ab.

Die Arbeitsmarktlage verschlechterte sich weiter. Die Arbeitslosenzahl stieg im vierten Quartal saisonbereinigt um rund 8800 auf 46 700. Dies entspricht einem weiteren Anstieg der saisonbereinigten Arbeitslosenquote auf 1,5%. Die bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen gingen saisonbereinigt auf durchschnittlich 8900 zurück.

Nachdem im dritten Quartal die Zahl der Kurzarbeiter ferienbedingt gesunken war, stieg sie im vierten Quartal sprunghaft auf durchschnittlich

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

30 829 an. In sämtlichen Kantonen und Wirtschaftszweigen registrierte man eine Zunahme der Kurzarbeit. Knapp zwei Drittel der ausgefallenen Arbeitsstunden entfielen auf den Maschinen-, Apparate- und Fahrzeugbau sowie die Metallindustrie.

Preise

Die Teuerung bildet sich langsam zurück. Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im vierten Quartal um 5,3% über dem Wert der entsprechenden Vorjahresperiode, verglichen mit 6,1% im dritten Quartal. Die durchschnittliche Jahresteuerung stieg von 5,4% im Jahre 1990 auf 5,9% im Jahre 1991.

Die Auslandsteuerung schwächte sich weiter ab; im vierten Quartal betrug sie noch 1,5%, verglichen mit 3,1% im dritten Quartal. Die Preisent-

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1989	1990	1991	1990		1991		1991				1992	
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
Index der Beschäftigten ¹	1,2	1,4	-0,3	1,3	1,2	0,4	0,0	-0,6	-0,9	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{2,3}	0,5	0,5	1,1	0,5	0,6	0,9	1,0	1,1	1,5	1,3	1,5	1,7	2,0
Ganzarbeitslose ³	15 133	15 980	35 064	14 426	19 527	27 521	30 949	35 155	46 634	40 739	46 407	52 755	60 852
Kurzarbeiter ³	603	734	20 269	413	1 473	9 137	21 888	19 222	30 829	28 047	34 109	30 330	-
Offene Vollzeitstellen ³	17 007	16 711	10 145	16 764	14 181	11 600	10 464	9 858	8 658	9 316	8 786	7 872	7 592

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

wicklung der im Ausland produzierten Güter und Dienstleistungen, die mit einem Gewichtsanteil von rund 30% in den Konsumentenpreisindex eingehen, trug somit auch im vierten Quartal wesentlich zum Rückgang der Teuerung bei. Dafür verantwortlich waren vor allem die Erdölprodukte. Die Heizölpreise lagen rund 13% unter dem entsprechenden Vorjahreswert; das Benzin war ebenfalls billiger als in der entsprechenden Vorjahresperiode.

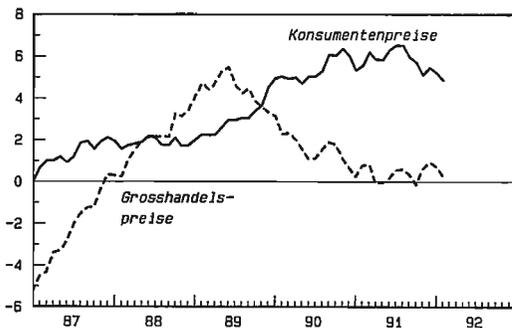
Die Inlandteuerung bildete sich leicht zurück; sie betrug im vierten Quartal 6,7%, verglichen mit 7,1% in der Vorperiode. Bei der Novembererhe-

bung schlugen einmal mehr die höheren Mietpreise zu Buche. Der Anstieg des halbjährlich erhobenen Mietpreisindex fiel jedoch schwächer aus; der Mietindex stieg gegenüber der Vorperiode lediglich um 3,2%. Dies ist die tiefste prozentuale Zunahme seit Mai 1989.

Im Januar bildete sich die Jahresteuerung von 5,2% im Dezember auf 4,9% zurück. Die Preissteigerung von 0,5% gegenüber dem Vormonat ist das Resultat gegenläufiger Preisbewegungen. Die rückläufigen Preise für Heizöl und Benzin kompensierten teilweise die Preissteigerungen im Gesundheitswesen, bei der Autohaftpflichtversicherung sowie bei diversen Nahrungsmitteln. Im Februar betrug die monatliche Teuerung 0,7%, und die Jahresteuerung belief sich auf 4,6%

Der Grosshandelspreisindex lag im vierten Quartal mit 0,8% erneut nur geringfügig über dem Vorjahresniveau (3. Quartal: 0,2%). Die Preise für Rohstoffe und Halbfabrikate blieben unverändert, während jene für Energieträger und Hilfsstoffe um 1,7% zurückgingen. Demgegenüber erhöhten sich die Preise für Konsumgüter innert Jahresfrist um 2,9%. Nach Herkunft der Produkte gegliedert, sanken die Preise für Importwaren um 1,4%, während jene für im Inland produzierte Güter und Dienstleistungen um 1,5% stiegen.

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Die Entwicklung der Notenbankgeldmenge entsprach im Jahre 1991 insgesamt den Absichten der Nationalbank. Nachdem die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1990 um 2,6% zurückgegangen war, wuchs sie im Jahre 1991 wieder. Sie übertraf – dank einem kräftigen Anstieg zu Jahresanfang – im vierten Quartal den entsprechenden Vorjahreswert um 1,4%.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im vierten Quartal durchschnittlich 29 217 Mio. Franken. Sie unterschritt damit den prognostizierten Wert von 29 400 Mio. Franken. Die Abweichung ist auf die schwache Zunahme des Notenumlaufs zurückzuführen. Dieser lag mit durchschnittlich 26 864 Mio. Franken nur noch um 2,2% über dem Vorjahreswert (3. Quartal: 3,1%). Die Giroguthaben, die im Sommer deutlich zurück-

gegangen waren, stabilisierten sich mit durchschnittlich 2634 Mio. Franken ungefähr auf dem im dritten Quartal erreichten Niveau.

Im Jahre 1992 wird sich die Nationalbank weiterhin am mittelfristigen Wachstumspfad der Notenbankgeldmenge von 1% pro Jahr orientieren. Sie wird aber wie bisher auch weitere Indikatoren berücksichtigen und insbesondere auf eine geordnete Wechselkursentwicklung bedacht sein. Wie schon 1991 dürfte das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge im Jahre 1992 leicht über dem angestrebten mittelfristigen Durchschnittswert von 1% zu liegen kommen. Für das erste Quartal prognostizierte die Nationalbank ein Niveau der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 29 500 Mio. Franken.

Die effektiven Werte der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge unterschritten die Prognose in den Monaten Januar (29 168 Mio. Franken) und Februar (29 115 Mio. Franken) deutlich. Die

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
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
1991	26 442	2,2	2 832	-11,2	29 274	1,001	29 247	1,4
1991 1. Q.	26 490	1,3	3 062	-0,1	29 552	1,010	29 249	0,1
2. Q.	26 199	2,2	2 961	-1,0	29 161	0,996	29 268	1,4
3. Q.	26 213	3,1	2 671	-12,3	28 884	0,987	29 254	1,4
4. Q.	26 864	2,2	2 634	-11,2	29 498	1,010	29 217	1,4
1991 Juli	26 343	2,7	2 707	-10,4	29 050	0,994	29 225	1,2
Aug.	26 169	3,3	2 688	-13,8	28 857	0,983	29 356	1,4
Sept.	26 126	3,2	2 618	-12,6	28 744	0,985	29 182	1,7
Okt.	26 180	2,8	2 641	-8,7	28 821	0,985	29 260	1,9
Nov.	26 315	2,5	2 553	-13,1	28 868	0,988	29 219	1,3
Dez.	28 096	1,2	2 709	-11,9	30 805	1,056	29 171	1,0
1992 Jan.	27 077	0,6	2 529	-20,3	29 606	1,015 ^P	29 168 ^P	-0,5 ^P
Febr.	26 329	0,5	2 495	-16,7	28 824	0,990 ^P	29 115 ^P	-0,4 ^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

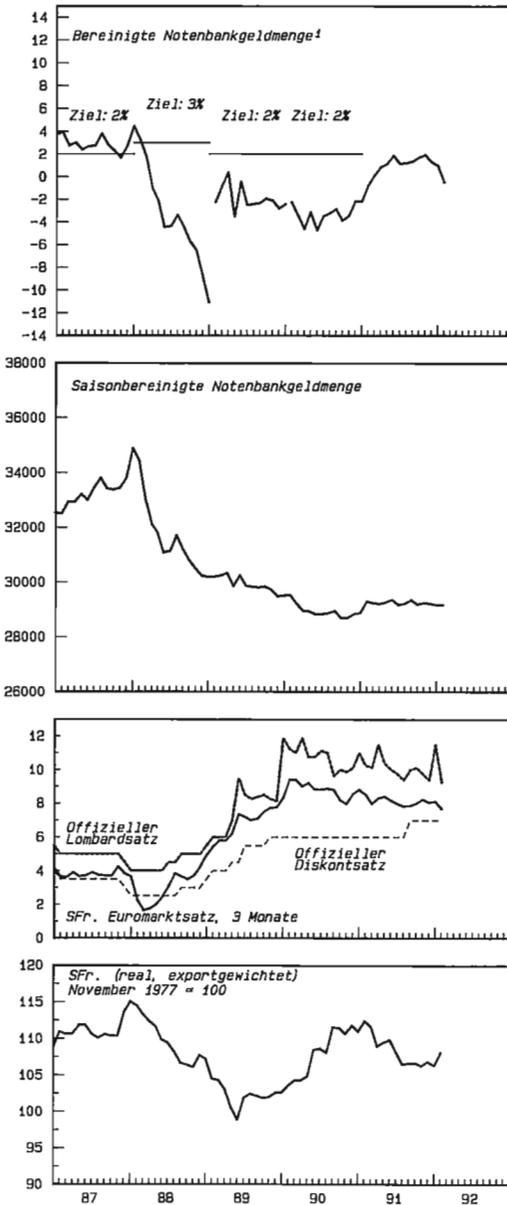
³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

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

Grafik 14: Schweiz



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

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,4	7,8	9,8
1989	-5,5	20,0	6,2
1990	-4,2	13,3	2,4
1991	1,7	3,2	3,4
1991 1. Q. ²	1,1	5,6	2,9
2. Q. ²	2,4	4,1	3,8
3. Q. ²	2,7	2,4	3,5
4. Q. ²	0,6	0,7	3,3
1991 Junl ²	1,0	3,2	3,9
Juli ²	3,3	4,3	4,3
Aug. ²	3,8	2,4	3,7
Sept. ²	1,0	0,4	2,6
Okt. ²	1,6	1,4	3,4
Nov. ²	1,1	0,4	3,1
Dez. ²	-1,0	0,3	3,3

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

² provisorisch
 M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen
 M₂ = M₁ + Quasi-Geld (Inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)
 M₃ = M₂ + Spareinlagen

Abweichung war vor allem dem Notenumlauf zuzuschreiben, der erneut tiefer als erwartet ausfiel. Im Januar übertraf er mit 27 077 Mio. Franken den Vorjahreswert nur um 0,6% (Februar: 26 329 Mio. Franken; 0,5% gegenüber Vorjahresmonat). Die Giroguthaben lagen mit 2529 Mio. Franken im Januar und 2495 Mio. Franken im Februar leicht unter dem Niveau des vierten Quartals 1991.

In der Entwicklung der breiter abgegrenzten Geldmengenaggregate hinterliess die konjunkturelle Schwäche ihre Spuren. Die Geldmenge M₁, die stark vom gesamtwirtschaftlichen Transaktionsvolumen abhängt, lag im vierten Quartal nur noch 0,6% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, verglichen mit 2,7% im dritten Quartal. Die Sicht-

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

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

einlagen entwickelten sich besonders schwach und fielen knapp unter ihr Niveau vor Jahresfrist (-0,2%). Der Bargeldumlauf lag mit 2,2% deutlich über seinem Vorjahreswert; seine Zunahme war jedoch ebenfalls geringer als im dritten Quartal.

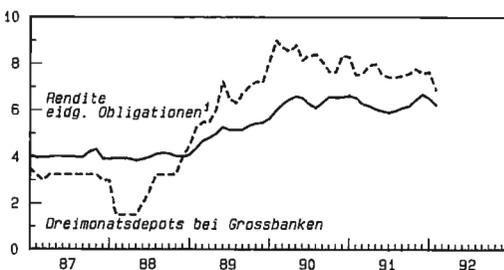
Obschon die kurzfristigen Zinssätze im vierten Quartal wieder etwas anzogen, wurden andere Anlageformen gegenüber den Termineinlagen weiterhin bevorzugt. Diese wuchsen deshalb gegenüber der Vorjahresperiode kaum mehr (0,8%); im dritten Quartal hatte die Zunahme noch 2,1% betragen. Entsprechend schwächte sich auch die Entwicklung der Geldmenge M_2 weiter ab. Sie übertraf ihren Vorjahreswert nur noch um 0,7%, verglichen mit 2,4% im dritten Quartal. Im Gegensatz zu den Termineinlagen nahmen die Spareinlagen erneut stärker zu als im Vorquartal; sie übertrafen ihren Stand vor Jahresfrist um 6,6% (3. Quartal: 5,1%). Dank der kräftig wachsenden Spareinlagen stieg die Geldmenge M_3 um 3,3% über ihr Vorjahresniveau. Die gegensätzlichen Tendenzen von Termin- und Spareinlagen sowie das ganze Entwicklungsmuster der drei breiten Geldmengenaggregate im Jahre 1991 sind typisch für die Phase des Zinszyklus, in der sich die schweizerische Volkswirtschaft befindet. Insbesondere Erwartungen sinkender Kapitalmarktzinsen – und somit steigender Notierungen am Obligationenmarkt – machen Termineinlagen weniger attraktiv und veranlassen die Anleger zu Verschiebungen in ihren Portefeuilles.

Geldmarkt

Im vierten Quartal 1991 zogen die Geldmarktsätze gegenüber dem Vorquartal leicht an. Der Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt stieg um einen viertel Prozentpunkt. Diese Tendenz galt allerdings nicht für den Tagesgeldsatz, der trotz der zinssteigernden Wirkung des Jahresultimos um 0,2 Prozentpunkte auf 7,4% zurückging. Die Rendite neuemittierter eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen mit dreimonatiger Laufzeit erreichte im vierten Quartal durchschnittlich 7,94% gegenüber 7,66% im Vorquartal.

Nach der Jahreswende gingen die schweizerischen Geldmarktsätze in allen Laufzeiten deutlich zurück. Dadurch vergrösserte sich der Ab-

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

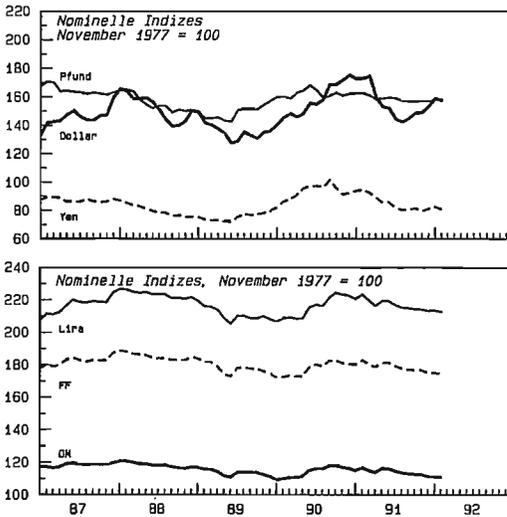
stand zu den Sätzen in Deutschland, wo im Dezember die Leitzinsen um einen halben Prozentpunkt erhöht worden waren. Für dreimonatige Depots am Euromarkt stieg der Zinsvorteil von D-Mark-Anlagen von durchschnittlich 1¼ Prozentpunkten im dritten und vierten Quartal 1991 bis im Februar auf rund 2 Prozentpunkte. Als Folge der amerikanischen Geldpolitik weitete sich die Differenz zwischen den Dollarsätzen und den höherliegenden Frankensätzen gegenüber dem dritten Quartal um einen Prozentpunkt auf über 3 Prozentpunkte aus.

Devisenmarkt

Der Schweizer Franken schwächte sich zwischen November und Februar gegenüber den meisten wichtigen Währungen ab. Im Verhältnis zum amerikanischen Dollar wertete sich der Franken zunächst bis Mitte Januar deutlich auf. Im Februar erholte sich die amerikanische Währung indes markant, so dass der Franken gegenüber dem Dollar per Saldo unverändert notierte. Eine ähnliche Bewegung verzeichnete der Franken gegenüber dem Yen, wobei er sich gegenüber der japanischen Währung um insgesamt 3% abwertete. Auch im Verhältnis zu den EWS-Währungen schwächte sich der Franken ab. Vor dem Hintergrund des deutlich gewachsenen Zinsvorteils auf D-Mark-Anlagen stieg der Kurs der deutschen Währung von durchschnittlich 88.50 Franken im November auf knapp 90.00 Franken Ende Februar.

Wie schon in der Vorperiode sank der reale Wechselkursindex des Frankens im vierten Quartal

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



1991. Der exportgewichtete Gesamtindex lag um 4,3% unter dem Vorjahreswert (3. Quartal: -3,6%). Am stärksten schwächte sich der Franken gegenüber dem amerikanischen Dollar (-9,6%) und dem japanischen Yen (-10,4%) ab. Geringer war die Abwertung gegenüber den EWS-Währungen. Sie betrug zwischen -0,9% (französischer Franc) und -5,0% (italienische Lira).

Kapitalmarkt

Am schweizerischen Kapitalmarkt zogen die Zinssätze im vierten Quartal an. Die Renditen inländischer Obligationen stiegen im Durchschnitt um einen Drittel Prozentpunkt und jene ausländischer Obligationen um einen viertel Prozentpunkt. Nach der Jahreswende begannen sie sich wieder zurückzubilden. Die Durchschnittsrendite Eidgenössischer Obligationen nahm in der ersten Hälfte des vierten Quartals von 6,24% auf 6,83% zu. Bis zum Februar 1992 sanken sie wieder auf gut 6%.

Die durchschnittliche Verzinsung von neu ausgegebenen Kassenobligationen der Grossbanken wurde im vierten Quartal um rund einen viertel

Prozentpunkt angehoben. Von November 1991 bis Januar 1992 lag sie unverändert bei knapp 7%, wobei für dreijährige Laufzeiten 7¼%, für vier- und fünfjährige 7%, und für sechs- bis achtjährige 6¾% vergütet wurden. Mit der verteuerten Refinanzierung der Banken stiegen die Neuhypothekensätze wieder leicht bis auf über 7,8% an, nachdem sie seit Februar 1991 um rund einen viertel Prozentpunkt zurückgegangen waren. Die Althypothekensätze blieben dagegen weiterhin stabil bei rund 6,9%. Auch bei den Spareinlagen-sätzen erfolgte ein nur unbedeutender Anstieg. Am Jahresanfang 1992 lagen sie bei durchschnittlich 5,1%.

Im vierten Quartal 1991 wurden Obligationen und Aktien in Höhe von insgesamt 10,1 Mrd. Franken emittiert. Im Vergleich mit dem Ergebnis von 12,2 Mrd. Franken vor Jahresfrist ergab sich somit ein Rückgang um 18%. Mit knapp 4,3 Mrd. Franken entfielen zwei Fünftel davon auf den Inlandbereich, wo gleichzeitig Rückzahlungen von über 2,0 Mrd. Franken vorgenommen wurden. Die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten betrug damit 2,2 Mrd. Franken, gegenüber 2,9 Mrd. Franken vor Jahresfrist.

Kapitalexport

Im vierten Quartal 1991 bewilligte die Nationalbank Kapitalexportgeschäfte von insgesamt 9,4 Mrd. Franken. Die Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch ausländische Schuldner lag damit um 11% unter dem Wert der entsprechenden Vorjahresperiode. Während die bewilligungspflichtigen Kredite um 12% zunahmen, gingen die Anleihen insgesamt um 21% zurück. Die gewöhnlichen Anleihen (Straights) sanken um 38%, während sich die eigenkapitalbezogenen Anleihen um 19% erhöhten.

Im Jahre 1991 betrug die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte 42,5 Mrd. Franken. Dies entspricht einer Abnahme um 3% gegenüber dem Vorjahr. Die Kredite erhöhten sich um 8% auf 12,3 Mrd. Franken, während sich die Anleihen um 6% auf 30,1 Mrd. Franken zurückbildeten. Damit verringerte sich der Anteil der Anleihen am gesamten bewilligungspflichtigen

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
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
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1990 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
2. Q.	8 665,7	3 454,6	139,0	12 259,3
3. Q.	7 770,1	1 799,2	420,2	9 989,5
4. Q.	5 817,5	3 460,5	161,4	9 439,4

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

Kapitalexport weiter. Im Jahre 1991 betrug er noch 71%, gegenüber 74% im Vorjahr. Die gewöhnlichen Anleihen (Straights) beliefen sich auf 18,4 Mrd. Franken und lagen damit um 12% tiefer als im Vorjahr. Die eigenkapitalbezogenen Anleihen erhöhten sich gegenüber dem Vorjahr um insgesamt 5%, und ihr Anteil am Emissionstotal stieg von 35% auf 39%. Während die Privatplazierungen nahezu unverändert blieben, sanken die öffentlich aufgelegten Anleihen um 16%. Ihr Anteil verminderte sich damit um 4 Prozentpunkte auf 35%.

Die Industrieländer beanspruchten 89% der bewilligungspflichtigen Kapitalexportgeschäfte, gegenüber 87% im Jahre 1990. Mit einem Anteil von wiederum 30% am Total stand Japan weiterhin an der Spitze. Der Anteil der westeuropäischen Länder erhöhte sich von 40% auf 43%, während derjenige Nordamerikas von 18% auf 15% zurückging. Von den übrigen Regionen verzeichneten insbesondere die osteuropäischen Länder erneut einen Rückgang; ihr Anteil betrug nur noch 1%. Auch derjenige der Karibischen Zone sowie Lateinamerikas nahm ab, während die übrigen Ländergruppen mit der Ausnahme von Afrika einen leichten Anstieg verzeichneten. Der Anteil der internationalen Entwicklungsorganisationen betrug knapp 5% und lag damit geringfügig unter dem Vorjahreswert.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der 65 als Stichprobe verwendeten Banken [alle Grossbanken und Kantonal-

banken sowie die wichtigsten Regional- und übrigen Banken] nahm 1991 um 5% zu. Real ging damit die Bilanzsumme 1991 leicht zurück. Die Zunahme der Kredite übertraf erneut diejenige der Publikumsgelder. Die Banken bauten somit ihre Finanzanlagen weiter ab.

Der Rückgang der Finanzanlagen (Liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere plus Wertschriften) betrug zwischen Ende Dezember 1990 und Ende Dezember 1991 9%. Im Durchschnitt des vierten Quartals 1991 war der Anteil der Finanzanlagen mit 8% so tief wie noch nie zuvor. Die liquiden Mittel, die Ende Oktober noch eine Jahresveränderungsrate von minus 20% aufgewiesen hatten, lagen am Jahresende wieder 1% über ihrem Vorjahresniveau. Doch der Negativsaldo zulasten der 65 Banken im Interbankgeschäft vergrösserte sich von Ende Dezember 1990 bis Ende Dezember 1991 um rund 10 Mrd. auf 24 Mrd. Franken. Zum ersten Mal seit Ende 1989 nahmen auch die von den Banken gehaltenen Wechsel und Geldmarktpapiere im Vorjahresvergleich wieder ab. Sie lagen Ende Dezember 1991 um 17% tiefer als ein Jahr zuvor. Einzig die Wertschriften stiegen zwischen Dezember 1990 und 1991 mit 19% deutlich an und machen mittlerweile rund zwei Drittel der (Netto-)Finanzanlagen aus.

Die Jahreszuwachsrate der Kredite lag Ende Dezember 1991 knapp unter 8%. Dies war die niedrigste Zuwachsrate der letzten vier Jahre. Die Kredite an inländische Schuldner (etwa vier Fünftel des Totals) nahmen von Ende 1990 bis Ende 1991 um 6% zu, was real nur eine leichte Steige-

rung bedeutet. Von den einzelnen Komponenten stiegen die Debitoren (Inland) um 4%, die Hypotheken (Inland) um 6%. Bei den Baukrediten nahmen die offenen Limiten weiter ab. Infolge der um 5% geringeren Bewilligungen und der um 9% höheren Beanspruchung von Baukrediten zwischen November 1990 und November 1991 (die Dezemberwerte liegen noch nicht vor) sind die offenen Limiten in der gleichen Zeit um mehr als 17% zurückgegangen.

Die Publikumsfelder stiegen zwischen Dezember 1990 und Dezember 1991 um knapp 6%. Während die Kreditoren auf Sicht insgesamt 2% tiefer lagen als vor Jahresfrist, übertrafen sie im Frankenbereich den Vorjahresstand um 2%. Die Spargelder lagen nach einem längeren Rückgang Ende Dezember 1991 wieder knapp 7% höher als im Vorjahr. Dadurch ist der Spargeldanteil an der Bilanzsumme wieder auf 17% gestiegen. Die Jahresveränderungsrate der Spargelder überstieg damit erstmals seit Ende 1988 wieder jene der Festgelder, die um 6% zunahm. Betragsmässig nahmen die Spargelder im vierten Quartal 1991 um 7 Mrd. Franken zu, während die Festgelder etwa gleich stark zurückgingen. Innerhalb der Festgelder ist im Frankenbereich eine Verkürzung der Laufzeiten festzustellen. Sie widerspiegelt

die im vierten Quartal relativ attraktive Verzinsung von Monatsdepots. Obwohl die Kassenobligationen, Obligationen und Pfandbriefe im Vergleich zum Vorjahr mit knapp 7% nicht übermässig stiegen, hat sich ihr Anteil an der Bilanzsumme infolge des mässigen Bilanzwachstums Ende Jahr auf 19% erhöht.

Nach dem Zusammenbruch der Spar + Leihkasse Thun hatten die Regionalbanken allgemein unter einem vorübergehenden Vertrauensverlust zu leiden. Die 119 Regionalbanken, die der Nationalbank monatlich ihre Bilanzen einreichen, mussten im Oktober eine Verkürzung ihrer Bilanzsumme um 4% verkraften. Im November kam der Mittelabfluss zu den Gross- und Kantonalbanken jedoch zum Stillstand, und die Publikumsfelder blieben wie bei den anderen Bankengruppen ungefähr unverändert. (Dezemberzahlen der 119 Regionalbanken sind noch nicht verfügbar.) Auch unter den Banken scheint das Vertrauen in die Regionalbanken ebenfalls wieder gestiegen zu sein. Nachdem die Banken im Oktober 1991 bei den Regionalbanken ihre Termineinlagen reduziert und dafür die Sichteinlagen erhöht hatten, gewährten sie den Regionalbanken im November wieder längerfristige Interbankkredite.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 6 mars 1992¹

A. Aperçu

1. Etranger

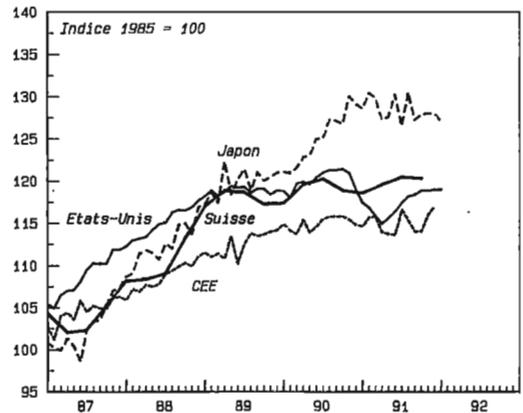
Evolution de la conjoncture

Au quatrième de 1991, la conjoncture économique est restée faible dans les grands pays industrialisés. Aux Etats-Unis, la timide reprise s'est interrompue; le produit intérieur brut réel a stagné, et la production industrielle a encore diminué. Au Japon, où la croissance avait subi un net coup de frein au troisième trimestre, la conjoncture s'est encore affaiblie selon de premiers indicateurs. Après deux ans de haute conjoncture, l'expansion a marqué un net ralentissement en Allemagne de l'Ouest. Aucun signe de redémarrage n'est apparu dans les autres grands pays européens: la récession a continué au Royaume-Uni, alors que les économies française et italienne ont stagné. Selon les indicateurs avancés de l'OCDE, aucune reprise vigoureuse de l'activité économique n'est à attendre dans un proche avenir. La courbe de cet indice est restée plate, tant pour l'Amérique du Nord que pour l'Europe, au second semestre de 1991. Dans la première moitié de l'année, elle avait été nettement orientée à la hausse.

Dans les pays de l'OCDE, le taux moyen de chômage s'inscrivait à 7,2% en décembre, contre 7% en septembre. Le chômage a augmenté en particulier au Royaume-Uni, en France et aux Etats-Unis, mais est resté stable au Japon et en Allemagne.

En moyenne des pays de l'OCDE (sans la Turquie), le taux annuel de renchérissement a passé de 3,9% en septembre à 3,7% en décembre. Ce léger repli s'explique avant tout par l'évolution observée aux Etats-Unis et au Japon. Dans les

Graphique 1: Production industrielle



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

pays de la CE, le taux annuel moyen d'inflation a augmenté de 4,7% en septembre à 4,9% en décembre.

Politique économique

Au quatrième trimestre, les autorités monétaires américaines et japonaises ont encore assoupli leur politique, d'où un nouveau repli des taux d'intérêt à court terme dans ces deux pays. La Réserve Fédérale a réduit son taux de l'escompte de 5% à 3,5% en deux étapes. De son côté, la Banque du Japon a ramené le sien de 5,5% à 4,5%. En revanche, la Banque fédérale d'Allemagne a resserré un peu plus les rênes monétaires. Elle a relevé à plusieurs reprises les taux appliqués à ses opérations d'open market et, le 19 décembre, porté les taux officiels de l'escompte et des avances sur nantissement à 8% pour le premier et 9,75% pour le second. La plupart des autres pays participant au Système monétaire européen (SME) lui ont emboîté le pas pour éviter que leur monnaie ne s'affaiblisse au sein du mécanisme de change. La

¹ Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de novembre 1991 et de janvier 1992

Banque d'Angleterre a maintenu inchangé son taux d'intervention.

A l'occasion du traditionnel message sur l'état de l'Union, le président des Etats-Unis a présenté, à fin janvier, un programme en vue de stimuler la conjoncture. Ce programme prévoit plusieurs allègements fiscaux, notamment une baisse de l'impôt sur les gains en capital. Le déficit budgétaire de l'exercice en cours est estimé maintenant à 400 milliards de dollars environ; pour l'exercice 1990/91, les comptes s'étaient soldés par un excédent de dépenses de près de 270 milliards de dollars. Le gouvernement britannique veut lui aussi relancer l'activité économique par le biais des finances publiques. Il envisage d'augmenter sensiblement les dépenses au cours de l'exercice qui prendra fin en 1993.

Marchés des changes

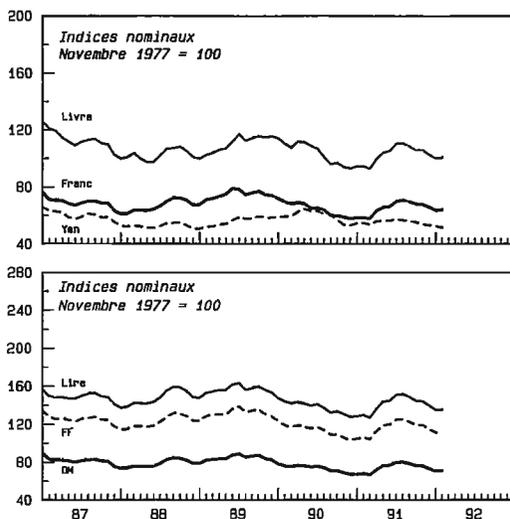
Avec, en toile de fond, la faiblesse persistante de l'économie américaine et le nouvel assouplissement de la politique monétaire, le dollar des Etats-Unis a continué à céder du terrain face à toutes les monnaies importantes, à l'exception du dollar canadien, jusqu'à la fin de l'année dernière. Au second semestre, il a fléchi d'environ 15% par rapport aux monnaies du SME. A la suite de la publication de quelques données économiques favorables et d'achats de dollars des banques centrales américaine et japonaise, la monnaie américaine a enregistré un net raffermissement, sur un large front, à partir de la mi-janvier.

Au sein du SME, la faiblesse de la livre sterling s'est accentuée après le relèvement, en décembre, des taux directeurs allemands, la Banque d'Angleterre n'ayant pas suivi le mouvement de hausse. Depuis, la monnaie britannique évolue à la limite inférieure de sa marge de fluctuation.

Endettement international et coopération monétaire

Selon des estimations de la Banque mondiale, la dette extérieure des pays en développement est restée approximativement inchangée à 1281 milliards de dollars en 1991. En effet, les octrois ac-

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



crus de crédits, notamment de la part d'institutions financières internationales, ont été compensés par de substantielles réductions de l'endettement. Des diminutions ont résulté des remises de dette de 50% que le Club de Paris a accordées à la Pologne et à l'Egypte, de conversions, du paiement d'arriérés d'intérêts ainsi que de l'évolution des cours de change. Le rapport entre la dette et les recettes tirées des exportations n'a lui non plus pas varié d'une année à l'autre. S'établissant à 176% pour l'ensemble des pays en développement, ce rapport présente toutefois de forts écarts régionaux. Le fardeau de la dette s'est un peu allégé, pour l'Asie, grâce à des recettes d'exportations en nette progression, mais il est resté très lourd pour les pays en développement les plus démunis.

A fin janvier, après deux ans de négociations, le FMI a accordé au Brésil un crédit stand-by de 2,1 milliards de dollars. Ce crédit a renforcé également les perspectives, pour le Brésil, de parvenir à un accord de rééchelonnement avec les banques commerciales. A la fin de 1991, la dette extérieure brésilienne s'élevait à 123 milliards de dollars. En Argentine, la situation économique s'est sensiblement redressée en 1991, après plusieurs années de profonde récession; l'inflation en particulier a nettement diminué. Au début de 1992,

une nouvelle monnaie, le peso, a été mise en circulation. Ainsi, le pays a repris le nom de la monnaie qui était émise avant l'austral. L'échange s'est fait au taux d'un peso pour dix mille australs.

L'Union soviétique a été officiellement dissoute à la fin de 1991. A l'exception de la Géorgie, les républiques ont constitué, en décembre, la Communauté des Etats indépendants (CEI). Cette confédération souple d'Etats s'est fixé pour but d'assurer un minimum de coordination dans le domaine des politiques extérieure, économique et de défense. Le programme en trois points, sur lequel les républiques se sont mises d'accord avec le Groupe des Sept à fin novembre, prévoit de différer le remboursement de crédits accordés à moyen et long terme par des créanciers publics. La Banque pour le commerce extérieur de l'ancienne URSS continue à représenter les débiteurs.

Jusqu'à la fin du mois de janvier, huit républiques (l'Arménie, l'Azerbaïdjan, la Biélorussie, le Kazakhstan, la Kirghizie, la Moldavie, la Russie et l'Ukraine) ont remis une demande d'adhésion au FMI et à la Banque mondiale. La Slovénie a également présenté sa candidature en janvier. Son indépendance a été reconnue par la plupart des pays industrialisés, avant celle de la Croatie.

Le 10 décembre, les chefs d'Etat et de gouvernement de la Communauté européenne se sont mis d'accord, à Maastricht, sur les amendements à apporter au traité de Rome en vue du passage à l'union économique et monétaire (UEM), passage qui se fera en trois étapes. Ces amendements doivent être encore ratifiés par les parlements des Etats membres.

Au cours de la deuxième étape, qui commencera le 1^{er} janvier 1994, la composition du panier de l'Ecu sera gelée et une nouvelle institution, l'Institut monétaire européen (IME), sera créée. L'IME aura pour tâche de mettre en place les instruments et procédures nécessaires au passage à la politique monétaire commune, dans la phase finale. Il n'aura cependant aucune compétence en matière de politique monétaire. Pendant cette phase, les Etats membres devront tous avoir conféré l'indépendance à leur banque centrale.

Les dispositions adoptées prévoient, comme condition préalable au passage à l'étape finale de l'UEM, un degré élevé et durable de convergence entre les économies des Etats membres. Cette convergence sera jugée, pour chaque Etat membre, à l'aune de quatre indicateurs – stabilité des prix, endettement et déficit publics, cours de change et taux d'intérêt – pour lesquels des valeurs de référence quantitatives ont été fixées. Ces critères permettront de dire si une majorité d'Etats membres remplit les conditions nécessaires à l'adoption d'une monnaie unique. Si la date du passage à la phase finale ne peut être arrêtée jusqu'à la fin de 1997, la troisième étape commencera le 1^{er} janvier 1999. Les Etats qui ne se qualifieront pas pour cette phase finale recevront une dérogation qui fera l'objet d'un réexamen tous les deux ans au moins. Le Royaume-Uni a été mis au bénéfice d'un statut spécial (clause d'exemption), qui lui donne la possibilité, mais non l'obligation d'entrer dans la troisième étape lorsqu'il satisfera aux critères de convergence.

Au début de la dernière étape, le Système européen de banques centrales (SEBC), constitué de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales, sera créé, et les parités seront irrévocablement fixées. Le SEBC aura pour premier objectif de veiller à la stabilité des prix. Mais les orientations générales de la politique de change vis-à-vis des pays tiers seront du ressort du Conseil des ministres de l'économie et des finances. Le SEBC ne devra ni requérir, ni accepter des directives de la part d'organes communautaires ou d'autorités nationales. Il n'aura pas non plus le droit d'accorder des prêts à des organismes publics ou à des institutions communautaires.

En Suisse, le référendum lancé contre l'adhésion aux institutions de Bretton Woods a abouti. La votation populaire aura lieu le 17 mai prochain.

En janvier, la Suisse a signé un accord bilatéral avec la Roumanie, accord qui porte sur l'octroi d'un crédit d'aide à la balance des paiements de 40 millions de dollars. Ce crédit à moyen terme fait partie d'une action concertée entre plusieurs pays industrialisés. Reposant sur l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales, il a été financé par la

Banque nationale et est assorti d'une garantie de la Confédération.

2. Suisse

Au quatrième trimestre, la conjoncture économique est restée faible en Suisse. Le produit intérieur brut réel était inférieur de 1% à son niveau des trois derniers mois de 1990. La consommation privée et les exportations ont quelque peu augmenté en termes réels. Leur progression n'a toutefois pas suffi à compenser le nouveau repli des investissements.

En moyenne, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 5,3% au quatrième trimestre, contre 6,1% le trimestre précédent. Tant le renchérissement d'origine interne que l'inflation importée ont fléchi. Au début de 1992, le ralentissement a continué. Le rythme annuel de la hausse des prix a passé à 4,9% en janvier et à 4,6% en février.

La faiblesse persistante de la conjoncture a entraîné une diminution de l'emploi et un nouvel accroissement du chômage. Le recul de l'emploi a été particulièrement fort dans la construction. Dans le secteur des services, le nombre des personnes occupées a légèrement augmenté.

Les indicateurs économiques avancés n'annoncent pas un prochain retournement de tendance. Le pessimisme domine toujours, tant du côté des consommateurs que de celui des producteurs. Dans le domaine des crédits de construction, les limites ouvertes ont continué à reculer au quatrième trimestre. Selon l'enquête effectuée en décembre par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'industrie s'attendait à une nouvelle diminution des entrées de commandes et de la production. Les entreprises interrogées préoyaient, en majorité, une poursuite de la détérioration de la marche des affaires au premier trimestre de 1992.

La monnaie centrale dessaisonnalisée s'est accrue de 1,4% en 1991. Comme prévu, son expansion a été un peu supérieure à la progression de 1% par an qui est visée à moyen terme, c'est-à-dire en moyenne d'une période de trois à cinq ans. Au quatrième trimestre, la monnaie centrale

n'a toutefois pas atteint la prévision de la Banque nationale. Elle s'inscrivait à 29 217 millions de francs en moyenne, alors que l'institut d'émission avait annoncé un niveau de 29 400 millions. L'écart est dû à l'expansion, moins forte que prévue, des billets en circulation. Après avoir enregistré un repli en été, les avoirs en comptes de virements sont restés approximativement inchangés du troisième au quatrième trimestre.

La Banque nationale entend, en 1992 également, axer sa politique sur le sentier de croissance de 1% à moyen terme. Pour le premier trimestre de 1992, elle a prévu un volume moyen de monnaie centrale dessaisonnalisée de 29 500 millions de francs; l'agrégat s'établissait à 29 168 millions de francs en janvier et à 29 115 millions en février.

Au quatrième trimestre, les taux d'intérêt à court terme n'ont pas suivi une évolution homogène. Le taux des dépôts à trois mois en francs suisses a augmenté par rapport au trimestre précédent, alors que celui de l'argent au jour le jour s'est inscrit en léger repli. Après l'échéance annuelle, les rémunérations servies sur le marché monétaire ont fléchi jusqu'à la mi-février. Les rendements des titres à long terme, qui avaient marqué une légère hausse au quatrième trimestre, ont eux aussi repris leur mouvement de baisse en janvier.

Après s'être raffermi face au dollar entre octobre et la mi-janvier, le franc a commencé à faiblir nettement. Il a cédé du terrain également vis-à-vis du mark allemand – du fait en particulier de l'écart accru entre les taux d'intérêt allemands et suisses – et de la plupart des autres monnaies du SME. Au quatrième trimestre, l'indice du cours du franc, pondéré par les exportations, était inférieur de 6,1%, en termes nominaux, et de 4,4%, en termes réels, à ses niveaux de la période correspondante de 1990.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

La légère croissance de l'économie américaine a marqué le pas au cours des trois derniers mois

de 1991. D'un trimestre à l'autre, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,3% seulement, en taux annualisé, après une progression de 1,8%. Il s'établissait approximativement au niveau observé un an auparavant. La consommation privée et les investissements des entreprises ont tous deux diminué par rapport au troisième trimestre. Dans le domaine des investissements, le recul s'est concentré une fois de plus sur la construction. La construction d'immeubles destinés à l'industrie et à l'artisanat a tout particulièrement ressenti les effets de la récession. Etant donné le nombre élevé de locaux inoccupés, elle a très fortement régressé en 1990 et 1991. En revanche, la construction privée de logements et les exportations ont continué à soutenir la conjoncture. Les stocks n'ont guère varié; comparés aux ventes, ils sont restés à un niveau relativement très bas.

Au quatrième trimestre, la production industrielle était inférieure de 0,1% à son niveau des trois mois précédents et de 0,6% à celui de la période correspondante de 1990. Dans l'industrie manufacturière, le taux d'utilisation des capacités de production a légèrement reculé, passant de 79,7% à 79,2%. Sur le marché du travail également, la situation s'est encore dégradée. Au quatrième trimestre, le nombre des personnes occupées a diminué de 76 000 par mois en moyenne (troisième trimestre: + 30 000). En un an, il a fléchi de 0,9%. Le taux de chômage a augmenté de 6,8% à 7%. Etant donné les mesures de restructuration prévues par de grands groupes, de très nombreux emplois devraient encore disparaître dans l'industrie en 1992.

Dans l'ensemble, les perspectives conjoncturelles se sont améliorées à moyen terme. Dans le domaine des logements comme dans celui des biens d'équipement, les entrées de commandes ont enregistré un net redressement depuis le dernier trimestre de 1990, où elles avaient atteint le point le plus bas de leur cycle. Des effets stimulants devraient venir également de la progression de nouveau plus rapide des exportations et, dans une proportion moins forte, des mesures de politique budgétaire projetées par le gouvernement américain. Enfin, les taux d'intérêt ayant diminué sensiblement au second semestre de 1991, la consommation privée devrait se raffermir au

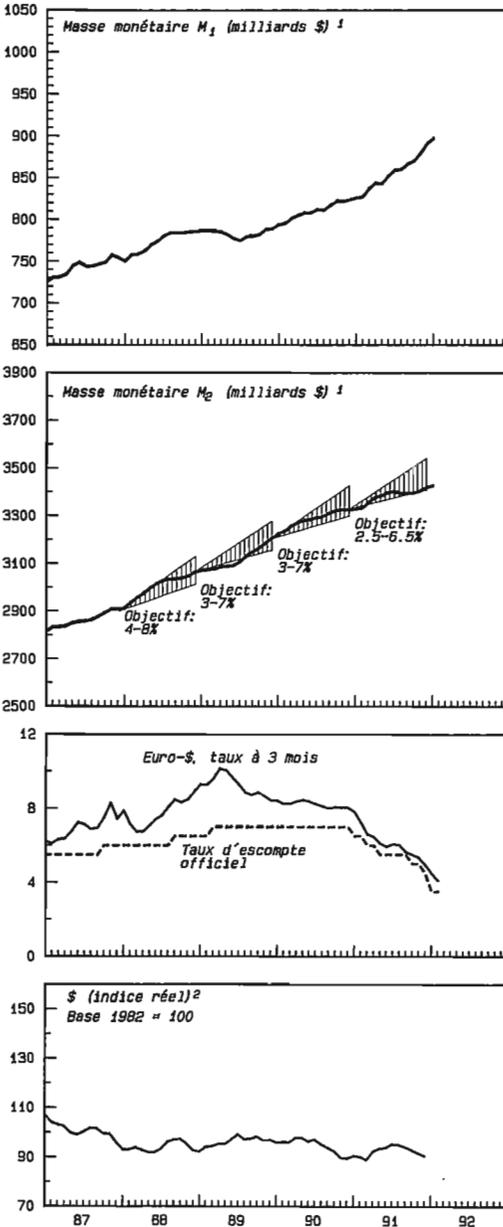
cours de l'année. Pour le moment toutefois, la morosité continue à régner chez les consommateurs.

Le taux annuel de renchérissement s'établissait à 3% au quatrième trimestre, contre 3,9% les trois mois précédents. Son net repli s'explique par la forte hausse que les prix pétroliers avaient enregistrée au dernier trimestre de 1990. Abstraction faite de cet effet de base, on constate aussi une modération du renchérissement; calculé sans les produits alimentaires et l'énergie, le rythme de la hausse des prix a en effet fléchi. Le succès obtenu dans la lutte contre l'inflation est manifeste au niveau également des prix à la production. Par rapport au quatrième trimestre de 1990, ces prix sont restés inchangés.

Après une interruption au troisième trimestre, la tendance à la diminution du solde passif de la balance commerciale a repris. Le déficit mensuel moyen a passé de 6,5 milliards à 5,4 milliards de dollars. En valeur, les exportations ont progressé de 7%, alors que les importations n'ont pas varié. Pour l'ensemble de l'année, la balance commerciale a enregistré un solde passif de 66 milliards de dollars, contre 102 milliards en 1990.

Dans son message sur l'état de l'Union, le président des Etats-Unis a annoncé un train de mesures pour stimuler la conjoncture. Ce programme comprend notamment un rabais fiscal, avec effet immédiat, de 25 milliards de dollars et la mise en œuvre plus rapide de 10 milliards de dollars de dépenses déjà votées; la première de ces mesures prendra la forme d'un allègement de l'impôt à la source prélevé pendant l'exercice 1992. Le gouvernement veut également réduire de 28% à 15,4% le taux de l'impôt sur les gains en capital. Il prévoit enfin de relever les tranches non imposables des amortissements et d'accorder des allègements fiscaux dans le domaine des placements immobiliers. Ces mesures, qui diminueraient les recettes de 25 milliards de dollars, doivent encore être approuvées par le Congrès avant le 20 mars. Selon des estimations, les impulsions découlant des mesures immédiatement applicables engendreraient un supplément de croissance de 0,7% pour le produit intérieur brut en 1992. Le gouvernement a calculé que le déficit budgétaire de l'exercice prenant fin en septem-

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)

bre 1992 augmenterait, du fait de ces mesures, à 400 milliards de dollars, alors que les comptes de l'exercice précédent s'étaient soldés par un excédent de dépenses de 269 milliards de dollars.

Au quatrième trimestre, la Réserve Fédérale a assoupli davantage sa politique monétaire. En plusieurs étapes, elle a ramené le taux des fonds fédéraux de 5,25% à 4%. En outre, elle a réduit le taux officiel de l'escompte d'un demi-point, le 6 novembre, et d'un point, le 21 décembre. Ce taux directeur a passé ainsi de 5% à 3,5%, soit à son niveau le plus bas depuis le début des années septante. La progression de la masse monétaire M_2 s'est accélérée légèrement à 2,6%, de sorte que l'agrégat a retrouvé son corridor de croissance choisi comme objectif. La nette baisse des rémunérations à court terme et la diminution des anticipations inflationnistes ont influé également sur les taux à long terme. Le rendement des obligations fédérales à long terme est tombé bien au-dessous de la barre des 8%, barre qu'il n'avait jamais franchie durant toute la période de repli des taux. La baisse des taux à long terme devrait permettre aux ménages de réaménager leurs emprunts hypothécaires; ils devraient pouvoir soit alléger sensiblement leur charge d'intérêts, soit accroître leur dette pour une charge d'intérêts inchangée.

Japon

Au troisième trimestre, la croissance économique a fortement faibli au Japon. Le produit national brut réel n'a augmenté que de 1,6% en taux annualisé, soit à un rythme bien inférieur au potentiel de production de l'économie japonaise. Toutefois, il dépassait encore de 4,1% son niveau de la période correspondante de 1990. La consommation privée – en taux annualisé, elle a progressé de 3,6% d'un trimestre à l'autre – et les exportations – +8,8% – ont été les principaux moteurs de l'expansion. Par contre, les dépenses publiques et les investissements ont stagné; la légère hausse des investissements en biens d'équipement a été compensée par le net recul de la construction de logements. Le produit national brut réel s'est accru un peu moins que la demande finale, étant donné que les importations ont enregistré une nouvelle et vigoureuse

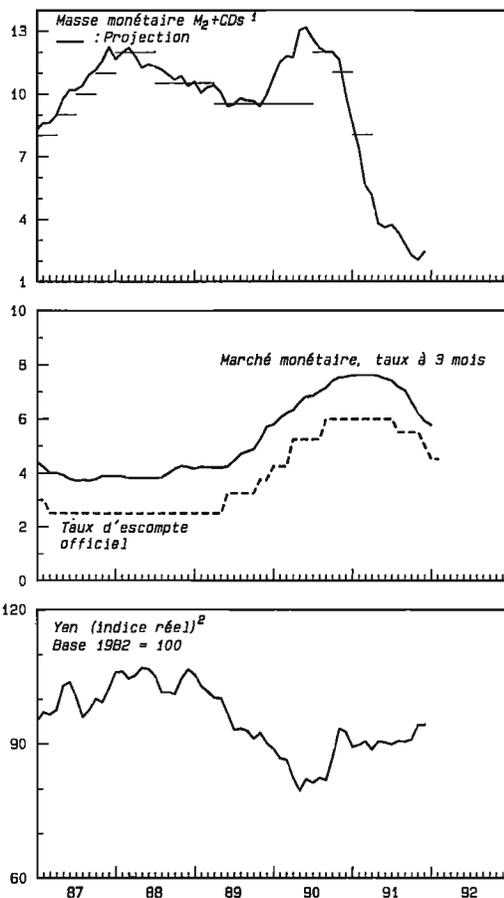
expansion, en dépit de l'affaiblissement de la demande intérieure.

La conjoncture a encore perdu de sa vigueur au quatrième trimestre. Pour la première fois depuis 1986, la production industrielle a diminué par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. Les stocks ont nettement augmenté pour atteindre des niveaux élevés en comparaison des ventes, ce qui est le trait caractéristique du début d'une phase de récession. Les perspectives se sont détériorées pour les prochains trimestres. Le nombre des constructions mises en chantier a continué à reculer rapidement, et les entreprises ont fait de nouvelles coupes dans leurs budgets d'investissement. Après avoir bien résisté jusque-là, la consommation a commencé à donner des signes d'essoufflement à cause de la croissance plus lente des revenus disponibles – les primes ont été sensiblement réduites – et des perspectives d'emploi moins favorables. Globalement, l'indice des indicateurs avancés est tombé à son niveau le plus bas de l'après-guerre.

Le solde actif de la balance commerciale japonaise s'est de nouveau accru, passant de 22 milliards au troisième trimestre à 23,8 milliards de dollars les trois mois suivants. Son augmentation s'explique par une légère progression des exportations en valeur, les importations étant restées inchangées. En 1991, la balance commerciale a dégagé un excédent de 78,2 milliards de dollars. Après avoir nettement décliné en 1989 et en 1990, l'excédent a donc retrouvé ses niveaux records des années 1986 à 1988. En pourcentage du produit national brut nominal, il n'est toutefois plus aussi élevé qu'alors. La répartition par pays ou groupes de pays montre que le solde actif a augmenté vis-à-vis principalement de l'Asie et de l'Europe et qu'il est resté inchangé vis-à-vis des Etats-Unis.

Le marché du travail a ressenti les premiers effets du ralentissement de la conjoncture. Aux troisième et quatrième trimestres, le nombre des places vacantes s'est sensiblement réduit, ce qui a entraîné une détérioration du rapport entre les postulants et les places vacantes. En revanche, le chômage est resté à 2,1% au quatrième trimestre, soit à son bas niveau des périodes précédentes.

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)

Au cours des deux derniers trimestres de 1991, le renchérissement a diminué de 3,3% à 2,8%. Ce recul s'explique pour l'essentiel par un effet de base, les prix pétroliers ayant enregistré une forte hausse en 1990. Au Japon, les prix de l'essence et du mazout sont adaptés aux prix mondiaux avec plusieurs mois de retard. La hausse qui a eu lieu en août 1990 ne s'est par conséquent reflétée dans l'indice qu'au quatrième trimestre.

Au dernier trimestre de 1991 et au début de 1992, la Banque du Japon a nettement assoupli sa politique monétaire. Elle a ramené le taux de l'argent au jour le jour d'environ 7% à 5,5% entre fin octobre et fin janvier. Le taux à trois mois sur le marché monétaire («gensaki») a suivi la même évolution puisqu'il a passé de 6,6% en septembre à 5,4% en janvier. L'institut d'émission a également abaissé son taux de l'escompte, les 14 novembre et 23 décembre, d'un demi-point chaque fois. Ce taux directeur a diminué ainsi à 4,5%. Le relâchement des rênes monétaires s'est fait avec, en toile de fond, le ralentissement marqué de la conjoncture et la croissance toujours très faible des agrégats monétaires. Au quatrième trimestre, l'agrégat $M_2 + CD$ dépassait de 2,2% son niveau de la période correspondante de 1990. Le trimestre précédent, son taux de progression s'inscrivait à 2,8%. La Banque du Japon a fixé à 2% sa projection pour la croissance de $M_2 + CD$ au premier trimestre de 1992. La revalorisation du yen – au début de janvier, la monnaie japonaise était de nouveau proche des ses niveaux records – a facilité la détente de la politique monétaire.

Allemagne

La période d'essor que l'Allemagne avait connue en 1990 s'est prolongée jusqu'au premier semestre de 1991, mais a fait place dans le courant de celui-ci à une phase d'affaiblissement de l'économie. Le produit national brut réel a diminué de 0,5% du deuxième au troisième trimestre; il avait déjà reculé de 0,6% au deuxième trimestre. Sa croissance annuelle a passé de 4,3% au deuxième trimestre à 1,9% au troisième. La consommation privée a contribué en premier lieu à ce repli. Après avoir enregistré une faible croissance au deuxième trimestre, elle a fléchi de 1,9% au troisième. Les autres composantes de la demande, notamment les investissements et les exportations, ont en revanche augmenté légèrement; au deuxième trimestre, ces deux postes avaient accusé une baisse. Peu vigoureuse jusque-là, l'expansion des importations s'est accélérée au troisième trimestre.

Au quatrième trimestre, la conjoncture a continué de s'affaiblir dans la partie occidentale du pays. La production industrielle et les entrées de com-

mandes ont fléchi un peu par rapport à la période précédente; la demande étrangère en particulier a marqué le pas. Dans le secteur principal de la construction, les entrées de commandes se sont en revanche maintenues à leur niveau. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a diminué en termes réels. Les ventes de voitures ont particulièrement reculé. Au premier semestre, elles avaient connu un véritable boom, qui était dû en grande partie à la demande des nouveaux Länder et des pays de l'Europe de l'Est. Selon des calculs provisoires, le produit national brut réel a augmenté de 3,2% en 1991, contre 4,5% en 1990.

Le marché du travail ouest-allemand a perdu de son dynamisme au second semestre de 1991. Le nombre des places vacantes a diminué, et le chômage partiel s'est accru. Par rapport au milieu de l'année, l'emploi a accusé une baisse d'un demi-pour-cent environ. Au quatrième trimestre, le taux de chômage s'est inscrit à 6,3%, soit légèrement au-dessous du niveau de la période précédente.

Le taux annuel de renchérissement ouest-allemand a passé de 4,1% à 3,9%, en moyenne, du troisième au quatrième trimestre. En janvier, il s'inscrivait à 4%. Les salaires élevés, auxquels les négociations dans la métallurgie ouest-allemande ont abouti au début du mois de février, ont renforcé les craintes au sujet d'une nouvelle poussée inflationniste.

Selon des estimations de l'institut de recherches conjoncturelles DIW, le produit intérieur brut réel de l'Allemagne de l'Est a stagné au troisième trimestre; il avait progressé légèrement au deuxième trimestre. Par rapport au troisième trimestre de 1990, il a diminué de 14% (deuxième trimestre: - 33%). La consommation privée a diminué un peu, alors que les investissements, notamment dans la construction et dans les entreprises publiques, ont de nouveau marqué une nette hausse. D'après les calculs de l'Office fédéral de la statistique, la partie orientale a contribué pour 7% environ au produit national brut; celle-ci représente 20%, en chiffre rond, des habitants et de la population active du pays.

Dans l'ancienne RDA, le taux de chômage a passé de 12% à 11,8% du troisième au quatrième

trimestre. Comme la clause du gel des licenciements est caduque depuis la fin de l'année dans de nombreux contrats de travail, il a fait un bond à 17% en janvier. Dans le même temps, le nombre des travailleurs à temps partiel a reculé fortement. La situation se serait encore détériorée sans les mesures prises par l'Etat pour promouvoir l'emploi et sans les mises à la retraite anticipée.

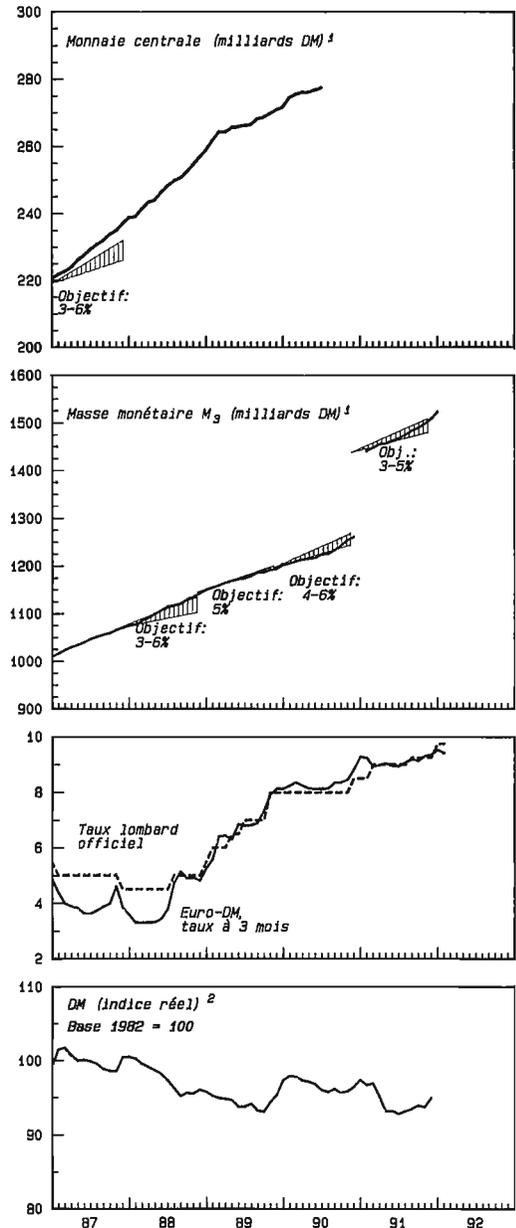
Dans la partie orientale, le taux d'inflation a été, en moyenne, de 24,7% au quatrième trimestre, contre 17,3% au troisième. Cette accélération est due principalement au relèvement des loyers en octobre et au renchérissement d'autres services.

La balance commerciale, calculée pour l'ensemble du territoire allemand et dessaisonnalisée, a dégagé un excédent de 11,8 milliards de marks au quatrième trimestre, contre 4,8 milliards au troisième trimestre. Par rapport à cette dernière période, les exportations ont augmenté de 0,3%, et les importations, de 3,9%. En 1991, les premières ont fléchi de 0,6%, alors que les secondes s'accroissaient de 15,9%. Le solde actif de la balance commerciale a chuté de 105,4 milliards à 20,8 milliards de marks en 1991. Le déficit courant s'est inscrit à 34,3 milliards de marks en 1991; un excédent de 77,4 milliards de francs avait été enregistré en 1990.

Le déficit des pouvoirs publics a atteint 100 milliards de marks en 1991, contre 124 milliards en 1990. Exprimé en pour-cent du produit national brut ouest-allemand, il a passé de 5,1% à 3,8%. En 1991, l'Etat fédéral, les Länder et le Fonds spécial chargé du règlement de crédits se sont moins endettés que précédemment, alors que le fonds «Deutsche Einheit» a accru plus fortement son endettement. Avant la réunification, le déficit public représentait environ 2% du produit national brut.

Au quatrième trimestre, la Banque fédérale d'Allemagne a encore accentué le degré de rigueur de sa politique monétaire. Le 19 décembre 1991, elle a relevé ses taux directeurs pour la troisième fois de l'année. Le taux lombard a passé de 9,25% à 9,75% (début 1991: 8,5%), et le taux de l'escompte, de 7,5% à 8% (6%). La Banque fédérale a aussi augmenté graduellement les

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)

taux qu'elle applique à ses prises en pension de titres. Ces taux atteignaient 9,5% environ à fin décembre, contre 9% en octobre. L'institut d'émission allemand a justifié ces hausses par l'accélération de l'expansion monétaire, qui est observée depuis le milieu de 1991, et les risques accrus d'inflation.

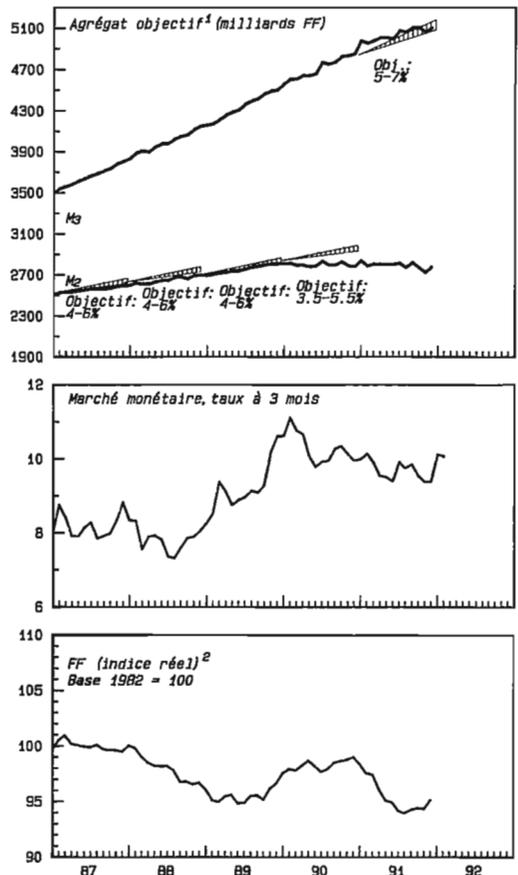
La masse monétaire M_3 a encore progressé fortement jusqu'à la fin de l'année. Elle a dépassé la limite supérieure du corridor de croissance et s'inscrivait en décembre à 5,7%, en taux annualisé, au-dessus du niveau du quatrième trimestre de 1990 (septembre 1991: 4,5%). En moyenne du quatrième trimestre, M_3 a augmenté de 5,2% par rapport à la période correspondante de 1990; la Banque fédérale a estimé que l'objectif monétaire de 3 à 5% «était encore juste atteint». Pour 1992, une fourchette de 3,5 à 5,5% a été fixée à la croissance de cet agrégat.

Le relèvement des taux appliqués aux opérations d'«open market» a entraîné une nouvelle hausse des rémunérations à court terme. D'octobre à décembre, le taux de l'argent au jour le jour n'a passé que de 9,1% à 9,2%. Après l'adaptation des taux directeurs, il s'est élevé à 9,75%; ce mouvement est toutefois aussi dû en partie à l'échéance annuelle. Sur le marché interbancaire, le taux des dépôts à trois mois s'est inscrit en décembre à 9,6% en moyenne (octobre: 9,3%). Orienté légèrement à la hausse au troisième trimestre, le rendement moyen des obligations allemandes a de nouveau fléchi un peu en octobre pour se stabiliser à 8,7% (troisième trimestre: 8,9%).

France

Au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel de la France a augmenté de 0,8% par rapport au trimestre précédent (deuxième trimestre: 0,7%). La consommation tant privée que publique a progressé une nouvelle fois dans une faible mesure. Alors que les investissements en biens d'équipement ont reculé, ceux en constructions, qui s'étaient déjà redressés légèrement au deuxième trimestre, ont marqué un accroissement de 1,4% en termes réels. Les exportations ont également gagné en dynamisme, comme les importations, après la baisse du deuxième tri-

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)

mestre. En 1991, la croissance du produit intérieur brut réel a été de 1,2% selon des estimations, soit d'un taux inférieur à la moitié de celui de 1990.

Les indicateurs disponibles pour le quatrième trimestre montrent que la reprise de l'économie ne s'opère qu'avec lenteur en France. La production industrielle et le commerce de détail ont stagné, comme au troisième trimestre. Les entrées de commandes ont encore reculé, et les indicateurs avancés de la conjoncture se sont nettement détériorés. Quant aux stocks, ils sont restés élevés.

L'industrie automobile française a particulièrement pâti de l'affaiblissement de la conjoncture. La production de voitures particulières a diminué de 5% en 1991, après un recul de 3% en 1990. Celle de véhicules utilitaires a même fléchi de 15%. En 1991, les ventes de voitures ont accusé une baisse de 12%; un léger redressement a toutefois été observé vers la fin de l'année. Si les constructeurs ont perdu des parts de marché en France, ils ont pu relever leurs exportations d'automobiles.

Le taux annuel de renchérissement s'est inscrit à 2,9% au quatrième trimestre. Les prix à la consommation ont augmenté en moyenne de 3,1% en 1991, contre 3,4% en 1990.

La phase de ralentissement de la conjoncture a influé fortement sur le marché du travail. Bien que le rythme de croissance de la population active ait presque doublé en 1991 par rapport à celui de l'année précédente, le nombre des postes de travail est resté constant. Par conséquent, le taux de chômage dessaisonnalisé s'est accru continuellement au cours de 1991; en décembre, il s'élevait à 9,8%, contre 8,9% une année auparavant.

La balance commerciale qui, en données corrigées des variations saisonnières, avait accusé un déficit à la fin des neuf premiers mois de 1991, a dégagé un excédent de 3,4 milliards de francs français au quatrième trimestre. Elle s'est soldée par un déficit de 30 milliards de francs français en 1991, contre 50 milliards de francs français en 1990. Ce résultat s'explique principalement par le fort accroissement des exportations vers l'Allemagne et par l'affaiblissement de la demande de produits étrangers. Le solde passif de la balance courante s'est inscrit à 33,4 milliards de francs français, contre 45,6 milliards en 1990. La balance commerciale a contribué à cette amélioration, mais aussi la balance des services, qui a enregistré un important excédent grâce au fort accroissement des recettes du tourisme.

Après avoir réduit les taux directeurs d'un quart de point chacun en octobre du fait de la situation conjoncturelle et du bas niveau de l'inflation, les autorités monétaires françaises les ont relevés à la mi-novembre pour soutenir le franc qui s'était

affaibli entre-temps. En décembre, elles ont procédé à une nouvelle hausse, en coordination avec la Banque fédérale d'Allemagne. Au cours des deux derniers mois de l'année, le taux des appels d'offres a été porté de 8,75% à 9,60% et le taux des prises en pension, de 9,75% à 10,50%. A la suite de ce resserrement des rênes monétaires, les rémunérations à court terme ont aussi augmenté sensiblement. Le taux moyen des dépôts interbancaires à trois mois (TIOP), qui avait reculé à 9,3% en octobre, s'est redressé par la suite pour atteindre 10,1% en décembre.

La croissance de la masse monétaire M_3 a faibli au quatrième trimestre. Cet agrégat, qui a évolué depuis le mois de mars 1991 à l'intérieur de l'objectif de 5 à 7% fixé pour 1991, a augmenté, en novembre, de 4,2% par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de 1990. Pour 1992, la Banque de France a ramené de 4 à 6% l'objectif de croissance de la masse monétaire M_3 .

Royaume-Uni

Du deuxième au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel a stagné au Royaume-Uni; il avait reculé au cours des quatre trimestres précédents. Une baisse de 2,3% a été observée par rapport au troisième trimestre de 1990. La consommation privée et publique a progressé très faiblement, et la réduction massive des stocks a pris fin. Par contre, les investissements et les exportations ont reculé du deuxième au troisième trimestre. De leur côté, les importations ont augmenté légèrement.

Comme précédemment, aucun signe de reprise n'est apparu au dernier trimestre de 1991 dans l'économie du Royaume-Uni. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a continué de reculer, en termes réels, du deuxième au troisième trimestre. Les ventes de voitures neuves ont suivi la même évolution. L'association qui groupe les professionnels de l'automobile a annoncé une chute de 21% des ventes de voitures particulières et de 29% des véhicules utilitaires, en 1991. Le climat est resté morose au sein de l'économie. Selon l'enquête mensuelle menée par la «Confederation of British Industries», 67% des entreprises interrogées estimaient en décembre que leurs

cartons de commandes étaient trop peu remplis, contre 61% en novembre. La propension à investir est toujours aussi insatisfaisante dans l'ensemble. En particulier, les investissements en constructions ont continué de diminuer. D'après de premières estimations, le produit intérieur brut réel a fléchi de 2,5% en 1991.

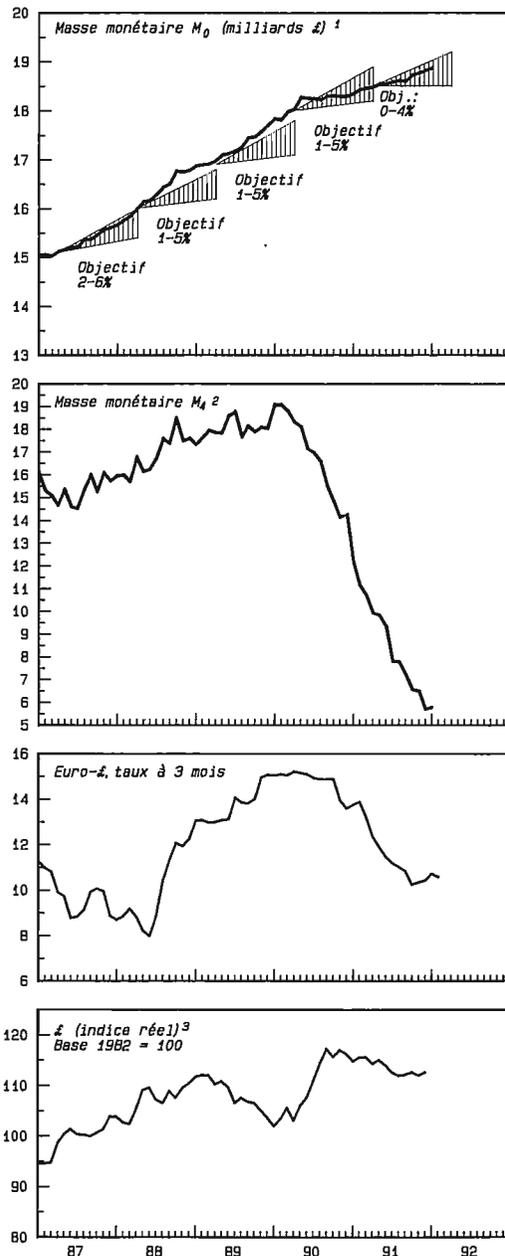
Le taux de chômage a également augmenté chaque mois au cours du quatrième trimestre; en décembre, il atteignait 9%, ce qui correspondait à 2,55 millions de chômeurs. Pour chaque place vacante, 21 candidats se présentaient en décembre, contre 14 une année auparavant. En janvier, le taux de chômage a passé à 9,2%. Même si la reprise devait être vigoureuse, comme le prévoit le gouvernement pour l'exercice 1992, le chômage restera orienté à la hausse dans un premier temps. L'expérience montre en effet que l'évolution de l'emploi suit celle de la conjoncture.

Au Royaume-Uni, le renchérissement a de nouveau faibli un peu durant le quatrième trimestre. Mesuré à l'indice des prix de détail, le taux annuel d'inflation a passé, en moyenne, de 4,8% au troisième trimestre à 4,2% au quatrième. De même, l'inflation de base, qui est corrigée des effets des taux hypothécaires et des impôts locaux, a reculé de 8,2% à 7,2%.

Selon de premières estimations et après correction des variations saisonnières, le solde négatif de la balance commerciale a passé de 2,1 milliards de livres au troisième trimestre à 2,5 milliards au quatrième. En 1991, il a totalisé 9,7 milliards de livres, contre 18,7 milliards en 1990. La cause principale de ce net recul réside dans la chute des importations, due à la récession. En outre, les exportations ont progressé légèrement en 1991. Le déficit de la balance courante a également enregistré un notable repli, puisqu'il a passé de 16,1 milliards de livres en 1990 à 6,5 milliards en 1991.

Au début du mois de novembre, le Chancelier de l'Echiquier a présenté le premier volet du projet de budget, qui porte sur les dépenses de l'Etat. Pour l'exercice 1992, allant d'avril 1992 à mars 1993, le gouvernement prévoit une croissance de 10,5%, en termes nominaux, des dépenses, qui se chiffreraient ainsi à 226,6 milliards de livres. Dans

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)

ses dernières prévisions, il table sur une expansion de 1% au plus du produit intérieur brut réel en 1992 et sur un recul à 4% du taux d'inflation au quatrième trimestre de 1992. Les dépenses afférentes aux domaines social, de la santé et des transports enregistrent les plus fortes augmentations. Pour l'exercice 1991 en cours, le Trésor s'attend à un déficit de 10,5 milliards de livres, alors que les quatre années précédentes avaient dégagé des excédents.

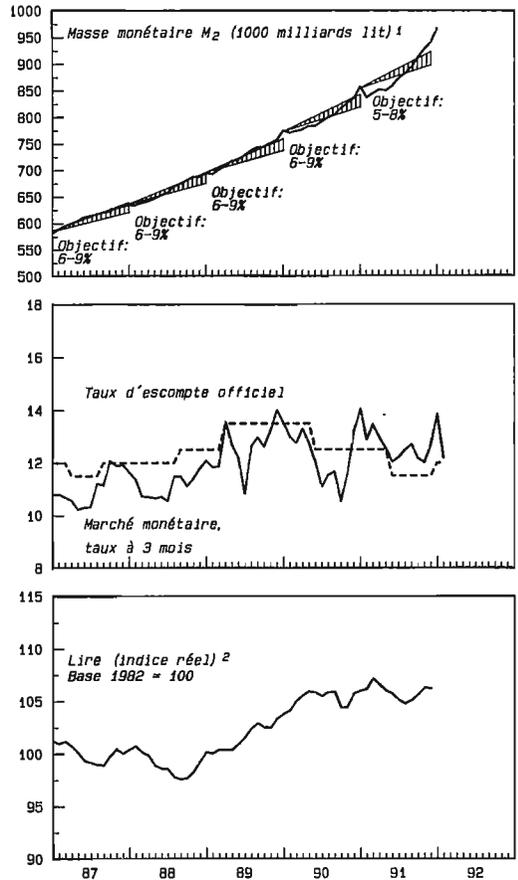
Bien que la Banque d'Angleterre soit intervenue massivement sur les marchés des changes, la livre sterling s'est nettement dépréciée, au dernier trimestre de 1991, face aux autres monnaies du SME. Les pressions se sont encore renforcées à la suite du relèvement, à la mi-décembre, des taux directeurs par la Banque fédérale d'Allemagne. La Banque d'Angleterre ne lui a toutefois pas emboîté le pas. Du fait de la tendance à l'affaiblissement de la livre, elle ne pouvait pas non plus réduire davantage les taux d'intérêt. Le taux de base, qui est appliqué par les banques commerciales à leurs débiteurs de premier ordre, est resté inchangé à 10,5%.

En l'espace d'une année, la masse monétaire M_0 , qui est formée pour l'essentiel des billets et des pièces en circulation, a progressé de 2,8% au quatrième trimestre, contre 1,9% au troisième. Quant à la croissance de la masse monétaire M_4 , qui englobe les dépôts effectués auprès des banques et des caisses d'épargne-logement («building societies»), elle a encore faibli du troisième trimestre au quatrième, passant de 7,1% à 6%.

Italie

Au troisième trimestre, la conjoncture s'est encore affaiblie en Italie. Le produit intérieur brut réel a stagné par rapport au deuxième trimestre, période au cours de laquelle il avait progressé de 0,4%. La consommation et les investissements ont augmenté légèrement, mais les exportations sont restées au même niveau. Pour ce qui est des importations, leur croissance a faibli du deuxième au troisième trimestre. En 1991, le produit intérieur brut réel s'est accru de 1%, selon des estimations; l'évolution observée au premier semestre a joué un rôle déterminant dans cette croissance.

Graphique 8: Italie



¹ Données cvs; objectifs: de décembre à décembre suivant (source: Banque d'Italie)

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

Les indicateurs disponibles montrent que la situation de l'économie s'est encore dégradée au quatrième trimestre. La production industrielle a stagné, mais la production de biens d'investissement a reculé fortement. En 1991, la production industrielle a fléchi de 2%. Comme les coûts moyens de la main-d'œuvre ont enregistré une croissance environ deux fois supérieure au renchérissement, les coûts unitaires du travail se sont alourdis considérablement dans l'industrie italienne. Alliés au niveau élevé des taux d'intérêt et à la fermeté de la lire, ils en ont réduit sensiblement la capacité concurrentielle.

Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires b) PNB

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

	1988	1989	1990	1991	1991		1991			1992
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	oct.	nov.	déc.	
Etats-Unis	4,1	4,6	5,5	4,3	3,9	3,0	2,9	3,0	3,1	2,6
Japon	0,7	2,3	3,1	3,3	3,3	2,8	2,7	3,1	2,7	
Allemagne occidentale	1,3	2,8	2,7	3,5	4,1	3,9	3,5	4,2	4,1	4,0
Royaume-Uni	4,9	7,8	9,5	5,9	4,8	4,2	3,7	4,3	4,5	4,1
France	2,7	3,6	3,4	3,1	3,0	2,9	2,5	3,0	3,1	2,9
Italie	5,0	6,6	6,1	6,5	6,4	6,1	6,1	6,2	6,0	6,1
Suisse	1,9	3,2	5,4	5,9	6,1	5,3	5,1	5,5	5,2	4,9

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

	1988	1989	1990	1991 ^{a)}	1991 ^{a)}		1991 ^{a)}			1992
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	oct.	nov.	déc.	
Etats-Unis	5,5	5,2	5,5	6,8	6,8	7,0	6,9	6,9	7,1	7,1
Japon	2,5	2,3	2,1		2,1	2,0	2,0	2,1	2,2	
Allemagne occidentale ^{b)}	8,7	7,9	7,2	6,3	6,4	6,3	6,3	6,3	6,2	6,3
Royaume-Uni ^{c)}	8,1	6,3	5,8	8,1	8,5	8,8	8,7	8,8	9,0	9,2
France	10,0	9,4	9,0	9,5	9,5	9,8	9,7	9,8	9,8	9,8
Italie ^{c)}	12,0	12,1	11,4	10,9	10,8	11,0	11,0	-	-	
Suisse ^{d)}	0,7	0,6	0,6	1,2	1,2	1,5	1,4	1,5	1,6	1,7

a) Chiffres provisoires b) En % des salariés c) Sans les jeunes sortant de l'école d) Chômeurs complets

1.4 Balance des transactions courantes

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

	1988	1989	1990	1991 ^{a)}	1990 ^{a)}		1991 ^{a)}			
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Etats-Unis	-135,3	-105,9	-94,4		-23,1	-27,8	10,2	3,0	-10,5	
Japon	79,6	57,2	35,8	72,6	7,0	6,4	10,3	18,7	19,3	22,1
Allemagne occidentale ^{b)}	50,3	55,4	47,9	-21,4	12,4	4,5	-7,4	-6,4	-3,4	-4,4
Royaume-Uni	-26,7	-31,2	-25,7	-11,7	-4,2	-3,7	-5,0	-1,3	-2,5	-2,9
France	-3,5	-3,8	-13,6	-8,0	-2,9	-2,3	-4,0	-1,6	-0,2	
Italie	-5,8	-10,6	-14,4	-15,0	-2,9	-3,8	-1,7	-5,3	-7,2	
Suisse ^{c)}	9,0	7,0	8,6	8,9	1,8	2,6	3,5	1,5	1,4	2,7

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

c) Variations saisonnières non déduites

Selon de premières estimations, le déficit de la balance commerciale italienne a passé de 14 121 milliards de lires à 16 000 milliards de lires en 1991. Cette dégradation est due au fait que de coûteuses importations de produits énergétiques ont été enregistrées notamment en début d'année et que les exportations en particulier ont accusé une baisse au second semestre. Pour les dix premiers mois de 1991, la balance des transactions courantes s'est soldée par un déficit de 32 279 milliards de lires; pour la même période de 1990, le solde passif avait été de 28 880 milliards de lires.

Le renchérissement a faibli au second semestre. Il s'est établi en moyenne à 6,1% au quatrième trimestre, contre 6,4% au troisième. Le taux de chômage a par contre augmenté légèrement à 11%. Dans les derniers mois de 1991, d'importantes entreprises industrielles ont procédé à des licenciements.

Malgré l'énorme endettement de l'Etat italien – en 1991, il s'est élevé à 102% du produit national brut –, le gouvernement a pris en janvier un décret autorisant l'IRI et l'EFIM, les deux grands holdings publics, à procéder à de nouvelles émissions de titres pour recueillir des fonds importants destinés au financement de dettes. Ces papiers bénéficient en outre d'une garantie de l'Etat pour ce qui est de leur remboursement. En dépit des réserves de la Commission des finances du Sénat, des fonds supplémentaires ont été affectés au financement de projets de développement économique dans le sud du pays («Inter-venti straordinari»).

A la mi-décembre, la Banque d'Italie a relevé à 12% le taux officiel de l'escompte; en mai, elle l'avait abaissé de 12,5% à 11,5%. Par la suite, le taux préférentiel («Prime Rate») a augmenté à 13%. Le rendement net des bons du Trésor à douze mois (BoT) a passé de 10,4% de fin octobre à 11,1% à fin décembre. Au quatrième trimestre, la lire italienne a reculé nettement; en décembre, elle s'est approchée de la limite inférieure de sa marge de fluctuation au sein du SME. La masse monétaire M_2 a enregistré une accélération de sa croissance au quatrième trimestre, évoluant ainsi au-dessus de son objectif de 5 à 8%.

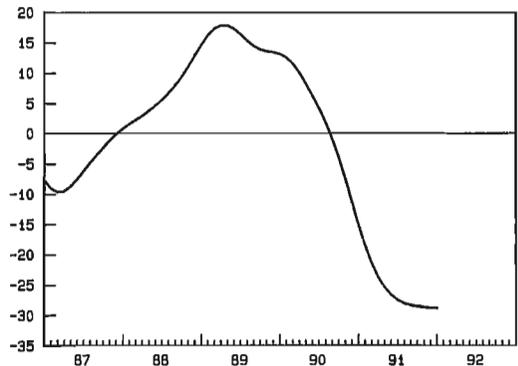
C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

La récession a encore fait sentir ses effets au quatrième trimestre de 1991. Le produit intérieur brut réel a diminué de 1% par rapport au quatrième trimestre de 1990 (troisième trimestre 1991: -0,7%). La consommation privée a de nouveau progressé faiblement, alors que les investissements en constructions fléchissaient nettement. Dans le domaine des investissements en biens d'équipement, le mouvement de repli s'est interrompu. Au dernier trimestre de 1991, le volume des biens et services exportés a été supérieur à celui de la période correspondante de 1990. En moyenne annuelle, le produit intérieur brut réel s'est inscrit 0,5% au-dessous du niveau de 1990.

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹



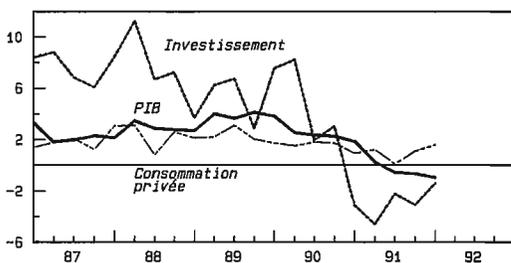
¹ Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis)

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

La production a suivi la même évolution qu'au troisième trimestre. Comme l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ l'a

montré, le taux d'utilisation des capacités de production a peu varié du troisième au quatrième trimestre, puisqu'il a passé de 83% à 82,8%. Dans l'industrie, le climat est resté morose. L'indicateur sur la marche des affaires, qui est compris dans les résultats de l'enquête menée en décembre par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, s'est maintenu au bas niveau des mois précédents.

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



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

Les capacités de production sont de plus en plus estimées à un niveau trop élevé. La part des heures supplémentaires à l'ensemble des heures de travail s'est inscrite à 1,5%. Dans des phases de tensions conjoncturelles, elle a déjà atteint plus de 2,5%. Les entreprises participant à l'enquête ont jugé dans leur grande majorité que les stocks étaient trop importants. En outre, elles estiment que les entrées de commandes vont encore diminuer dans un proche avenir et que la production devra être réduite une nouvelle fois.

Consommation privée

Au quatrième trimestre, la consommation privée a augmenté de 1,6%, en termes réels, par rapport au niveau de la période correspondante de 1990 (troisième trimestre: 1,1%). Les dépenses pour l'achat de biens, mais aussi de services, ont contribué à cette croissance. La consommation privée a progressé de 1% en 1991, contre 1,5% en 1990.

Le chiffre d'affaires du commerce de détail a progressé de 2,1%, en termes réels, au quatrième trimestre (troisième trimestre: 0,9%) par rapport à la période correspondante de 1990. La branche de l'alimentation, des boissons et du tabac ainsi que celle de l'habillement et du textile ont tiré profit d'un renforcement de la demande. Les ventes de biens durables ont également augmenté. Par contre, celles de voitures particulières ont encore fléchi. Le secteur des services a profité d'une demande intérieure animée dans le domaine du tourisme. Le nombre des nuitées de la clientèle suisse a enregistré, au quatrième trimestre également, une évolution réjouissante et ne s'est établi, en 1991, que légèrement au-dessous du niveau record de 1990.

Comme le montre l'indice du climat de consommation, établi en janvier par l'Office des questions conjoncturelles, les consommateurs n'ont pas modifié leur attitude dans ce domaine. L'indice, déjà bas précédemment, s'est encore détérioré. Les consommateurs interrogés estiment sous un jour nettement plus défavorable l'évolution de l'économie dans son ensemble. Ils ont exprimé plus de doutes au sujet de la sécurité de l'emploi, mais porté une appréciation un peu moins négative sur leur situation financière.

Investissements

Les investissements ont continué de reculer au quatrième trimestre. La baisse a été de 1,4%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1990, contre 3,1% au troisième trimestre. En 1991, les investissements ont diminué de 2,8%, alors qu'en 1990, ils avaient augmenté de 2,2%. C'est ainsi la première fois depuis 1976 qu'un recul est enregistré d'une année à l'autre.

La construction a encore subi les effets de la récession au dernier trimestre de 1991. Les investissements en constructions ont fléchi de 3% en termes réels, par rapport au quatrième trimestre de 1990, contre 3,6% au troisième trimestre. Si la construction d'habitations s'est stabilisée à un bas niveau, la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services a poursuivi son repli. Le volume des carnets de commandes, enregistré au début du mois de janvier

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

	1988	1989	1990	1991	1990		1991			
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Importations de biens d'équipement (volume) ¹	-	5,7	3,0	-2,9	7,4	-7,3	-5,9	0,0	-5,3	0,1
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes	7,5	-0,1	-9,1		-18,0	-17,5	-9,1	2,6	35,6	
Logements construits dans 96 villes	2,1	-11,9	-3,1		-4,6	3,0	5,6	22,8	-3,7	
Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux										
Total	18,0	12,0	2,0	-4,0	-2,0	2,0	-3,0	-5,0	-6,0	-3,0
Secteur privé	15,0	12,0	-1,0	-10,0	3,0	-8,0	-12,0	-12,0	-12,0	-4,0
Secteur public	21,0	14,0	7,0	4,0	-2,0	16,0	11,0	2,0	3,0	-1,0
Renchérissment dans la construction ²	3,9	3,8	5,8	6,7	5,8	5,8	5,8	7,2	6,6	7,1

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 Indice pondéré des coûts de production de la SSE

Sources: Office fédéral de la statistique, Direction générale des douanes fédérales et Société suisse des entrepreneurs (SSE)

1992 dans le secteur principal de la construction, a diminué de 10% par rapport au niveau observé un an auparavant (octobre: -13%). La plus forte baisse a été observée dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services (-18%). Dans la construction publique, la réserve de travail a mieux résisté que dans d'autres secteurs aux aléas de la conjoncture, même si elle était également orientée à la baisse (-8%). En 1991, les investissements en constructions ont reculé de 3,5% en termes réels, alors que, l'année précédente, ils avaient progressé de 1%.

Après avoir fléchi depuis le quatrième trimestre de 1990, les investissements en biens d'équipement ont marqué, au dernier trimestre de 1991, une hausse de 1,7%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1990 (troisième trimestre: -2%). La propension à investir est toutefois restée faible, comme le reflètent les résultats de la dernière enquête trimestrielle menée par la Société suisse des constructeurs de machines. Si, au dernier trimestre de 1991, les entrées de commandes de la clientèle suisse ont été supérieures à celles de la période correspondante de 1990, les entrées de commandes de la clientèle étrangère ont diminué nettement. La réserve de travail des entreprises participant

à l'enquête s'inscrivait à 5,3 mois à la fin de 1991 (fin septembre: 5,6 mois).

Commerce extérieur et balance courante

Du troisième au quatrième trimestre, le commerce extérieur suisse a enregistré une légère accélération de sa croissance en rythme annuel. Les exportations et les importations dépassaient, en valeur, de 4,3% et de 2% les niveaux de la période correspondante de 1990. Pour la première fois depuis un peu plus d'une année, les importations ont augmenté légèrement en volume (1%). Par contre, les exportations ont stagné en volume également. Les prix à l'exportation ont haussé de 4,4%, et ceux à l'importation, de 1,1%.

Les exportations de biens de consommation ont progressé de 4,5% en volume. Mais les livraisons à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ont de nouveau reculé, comme celles de biens d'investissement. De leur côté, les ventes à l'étranger de machines destinées aux industries textile et métallurgique, qui représentaient en 1991 environ un cinquième du total des exportations des biens d'investissement, ont diminué de 15%, soit dans une mesure nettement supérieure à la moyenne.

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

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

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

^{a)} 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.

^{b)} Chiffres provisoires

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

Les exportations vers la CE ont progressé légèrement en valeur. L'accroissement des ventes à l'Allemagne et à quelques petits pays de la CE a compensé la baisse de la demande de la part de la France, de l'Italie et des Pays-Bas. Les exportations vers l'Allemagne ont augmenté de 3,7% au quatrième trimestre, contre 12,6% une année auparavant. Par contre, les livraisons aux pays de l'AELE ont faibli, du fait notamment de la récession qui est apparue en Suède et en Finlande dans le courant de 1991 et qui a entraîné un recul des ventes à ces pays. Alors que les fournitures aux Etats-Unis se sont accrues fortement, le Japon a réduit nettement ses achats de produits suisses. Les exportations vers les pays en développement et les pays nouvellement industrialisés ont aussi progressé notablement. Cette évolution s'explique avant tout par une vive reprise de la demande émanant du Moyen-Orient. Quant aux livraisons aux pays de l'Europe de l'Est, elles ont de nouveau fléchi sensiblement; la part de ces pays à l'ensemble des exportations a passé de près de 3% à 2% en l'espace d'une année.

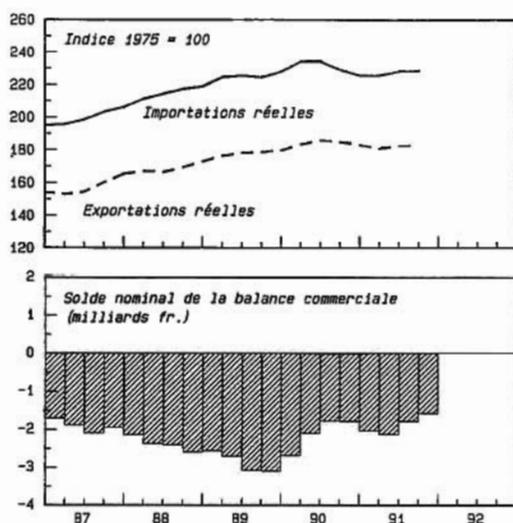
La légère augmentation des importations de biens, en volume, qui a été enregistrée au quatrième trimestre, est due surtout à la hausse des importations de biens de consommation et de

produits énergétiques. Les importations de matières premières et de produits semi-finis ont diminué par contre; au quatrième trimestre, les importations de matériaux de construction et de métaux ont fléchi, en volume, de 2,1% et de 12,3% par rapport à la période correspondante de 1990. Ce recul reflète en premier lieu le ralentissement persistant de l'activité dans la construction en Suisse. Les importations de biens d'investissement ont stagné dans l'ensemble. Alors que la demande de machines destinées à la fabrication et au travail diminuait fortement (-14%), celle de machines et d'appareils pour le secteur des services a progressé.

Les importations provenant de la CE ont de nouveau faibli un peu en termes nominaux, tandis que celles en provenance des Etats-Unis augmentaient fortement. Un net mouvement de hausse a également caractérisé les importations provenant des pays non membres de l'OCDE; les pays de l'OPEP, les pays de l'Europe de l'Est et la Chine sont en grande partie à l'origine de celui-ci.

Dans le trafic des marchandises, le solde passif a passé de 1,2 milliard au quatrième trimestre de 1990 à 0,7 milliard de francs au trimestre correspondant de 1991. Les importations ont augmenté

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)

de 0,3 milliard pour atteindre 25 milliards de francs et les exportations, de 0,8 milliard pour s'inscrire à 24,3 milliards de francs. L'excédent traditionnel de la balance des services a de nouveau progressé pour se chiffrer à 2,3 milliards de francs. Grâce à l'évolution des opérations hors bilan, les commissions encaissées par les banques se sont encore accrues. Les frontaliers travaillant en Suisse ayant été mieux rémunérés, les salaires transférés à l'étranger ont augmenté de 0,1 milliard pour atteindre 2,2 milliards de francs. L'excédent de la balance des transactions courantes a passé de 3,3 milliards au dernier trimestre de 1990 à 3,9 milliards de francs au quatrième trimestre de 1991. Selon des données provisoires, il a atteint 12,8 milliards de francs en 1991, contre 12 milliards en 1990.

Emploi et marché du travail

Au quatrième trimestre, l'emploi a fléchi de 0,9% par rapport au dernier trimestre de 1990 (troisième trimestre: -0,6%). Le mouvement de repli a continué dans la construction (-1,4%) et dans

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

	1989	1990 ^{a)}	1991 ^{b)}	1990 ^{a)}				1991 ^{b)}			
				3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.		
Recettes, total	153,2	160,8	162,4	40,2	39,3	40,1	40,9	40,9	40,9	40,6	
Exportations de marchandises	87,0	91,1	90,9	21,3	23,4	21,9	23,1	21,6	24,3		
<i>Commerce spécial (Indice I)</i>	84,3	88,3	87,9	20,6	22,7	21,2	22,3	20,9	23,5		
<i>Autres exportations de marchandises²</i>	2,7	2,8	2,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8		
Exportations de services	23,5	24,0	24,8	7,5	4,6	6,3	5,9	7,6	5,0		
Revenus du travail et des capitaux	39,6	42,5	43,4	10,7	10,5	11,1	11,0	10,8	10,5		
Transferts sans contrepartie	3,1	3,3	3,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9		
Dépenses, total	141,7	148,9	149,6	37,9	36,1	35,5	38,7	38,8	36,7		
Importations de marchandises	98,7	100,6	98,9	23,6	24,7	24,5	25,7	23,8	25,0		
<i>Commerce spécial (Indice I)</i>	95,2	96,6	95,0	22,6	23,6	23,5	24,7	22,9	24,0		
<i>Autres importations de marchandises²</i>	3,4	4,0	3,9	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0		
Importations de services	12,4	12,9	13,8	5,2	2,5	1,8	3,6	5,7	2,7		
Revenus du travail et des capitaux	24,8	28,8	29,8	7,4	7,3	7,6	7,6	7,4	7,3		
Transferts sans contrepartie	5,9	6,5	7,0	1,7	1,6	1,6	1,8	1,9	1,7		
Solde de la balance des transactions courantes	11,5	12,0	12,8	2,4	3,3	4,5	2,2	2,1	3,9		

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

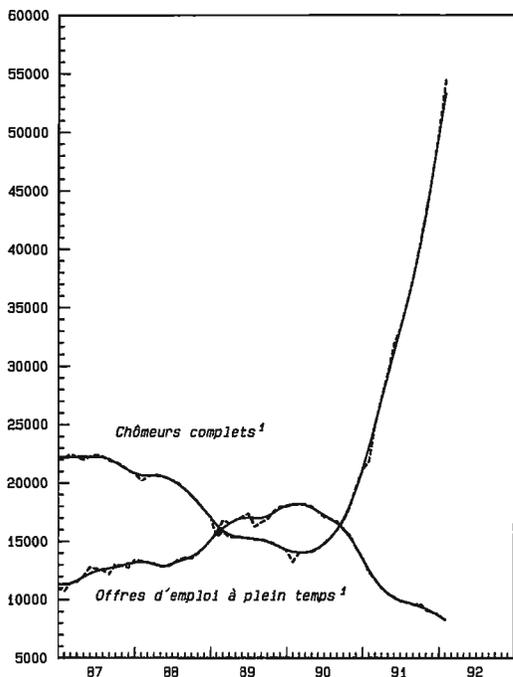
² Y compris l'énergie électrique

a) Chiffres provisoires

b) Selon de premières estimations

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

Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et lissées

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

l'industrie (-3,3%). Dans le secteur tertiaire, l'emploi a augmenté de 0,3% en l'espace d'une année.

L'effectif de la main-d'œuvre étrangère au bénéfice d'un permis d'établissement a marqué de nouveau une forte hausse. Le tassement de la conjoncture a par contre influé avant tout sur le nombre des frontaliers et celui des saisonniers. Le premier a reculé légèrement au dernier trimestre de 1991, après avoir enregistré un ralentissement de son rythme de croissance au cours des neuf premiers mois de 1991. Le second a de nouveau diminué notablement en l'espace d'une année.

La situation du marché du travail s'est encore détériorée. En données corrigées des variations saisonnières, le nombre de chômeurs s'est élevé de 8800 pour atteindre 46 700 au quatrième trimestre. Il en a résulté une nouvelle hausse du taux de chômage en données corrigées des variations saisonnières, celui-ci passant à 1,5%. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a reculé à 8900 en moyenne et en données corrigées des variations saisonnières.

Après avoir diminué au troisième trimestre en raison des vacances, le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a enregistré un vif accroissement pour atteindre 30 829 en moyenne du quatrième trimestre. Une augmentation du chômage partiel a été observée dans tous les cantons et dans toutes les branches de l'économie. Près des deux tiers des heures de travail perdues revenaient à la construction de machines, d'appareils et de véhicules ainsi qu'à l'industrie métallurgique.

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

	1989	1990	1991	1990				1991				1992	
				3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	oct.	nov.	déc.	janv.
Indice de l'emploi ¹	1,2	1,4	-0,3	1,3	1,2	0,4	0,0	-0,6	-0,9	-	-	-	-
Taux de chômage ^{2,3}	0,5	0,5	1,1	0,5	0,6	0,9	1,0	1,1	1,5	1,3	1,5	1,7	2,0
Chômeurs ³	15 133	15 980	35 064	14 426	19 527	27 521	30 949	35 155	46 634	40 739	46 407	52 755	60 852
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	603	734	20 269	413	1 473	9 137	21 888	19 222	30 829	28 047	34 109	30 330	-
Offres d'emploi à plein temps ³	17 007	16 711	10 145	16 764	14 181	11 600	10 464	9 858	8 658	9 316	8 786	7 872	7 592

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

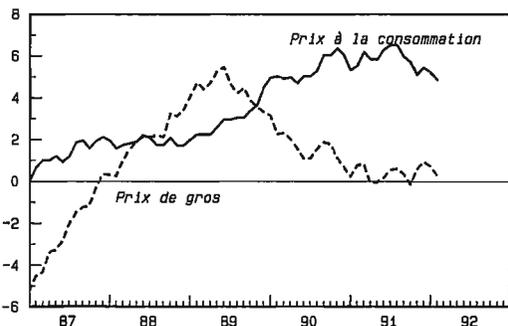
Prix

Le renchérissement est en lent repli. Au quatrième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5,3% le niveau observé un an auparavant (troisième trimestre: 6,1%). En moyenne annuelle, le renchérissement a été de 5,9% en 1991, contre 5,4% en 1990.

Le renchérissement importé a encore reculé, puisqu'il a passé de 3,1% au troisième trimestre à 1,5% au dernier trimestre de 1991. L'évolution des prix des biens et services importés, qui est prise en compte dans l'indice des prix à la consommation avec une pondération d'environ 30%, a donc contribué une nouvelle fois au recul de l'inflation. Les prix pétroliers ont joué à cet égard un rôle non négligeable. Le prix du mazout s'est inscrit environ 13% au-dessous du niveau observé une année auparavant et celui de l'essence a également fléchi en l'espace d'une année.

L'inflation intérieure a faibli un peu. Elle a passé de 7,1% au troisième trimestre à 6,7% au dernier trimestre de 1991. La hausse des loyers a fait une fois de plus sentir ses effets, étant donné que ceux-ci sont pris en considération en mai et en novembre dans l'indice du loyer du logement. Le relèvement de ce dernier n'a toutefois pas été aussi prononcé qu'auparavant, car il ne s'est inscrit qu'à 3,2% par rapport au niveau de mai. Il s'agit de la plus faible augmentation, en pourcent, depuis le mois de mai 1989.

Graphique 13: Evolution des prix¹



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

Le taux annuel d'inflation a reculé de 5,2% en décembre 1991 à 4,9% en janvier 1992. La hausse des prix de 0,5%, enregistrée de décembre à janvier, est due à des évolutions opposées. La baisse des prix du mazout et de l'essence a compensé en partie les hausses dans les domaines de la santé et de l'assurance responsabilité civile des voitures ainsi que de certains produits alimentaires. En février, le renchérissement mensuel s'inscrivait à 0,7% et le taux annuel d'inflation était de 4,6%.

Au quatrième trimestre, l'indice des prix de gros s'est élevé de 0,8% par rapport au dernier trimestre de 1990 (troisième trimestre: 0,2%). Les prix des matières premières et des produits semi-finis n'ont pas varié, mais ceux des produits énergétiques et connexes ont diminué de 1,7%. Quant aux biens de consommation, ils ont renchéri de 2,9% en l'espace d'une année. Une répartition des produits selon leur origine montre que les prix des biens importés ont fléchi de 1,4%, alors que ceux des biens et services suisses augmentaient de 1,5%.

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

En 1991, la monnaie centrale dessaisonnalisée a évolué dans l'ensemble conformément à l'attente de la Banque nationale. Après avoir fléchi de 2,6% en 1990, elle a de nouveau enregistré une progression en 1991. Au quatrième trimestre, la monnaie centrale dessaisonnalisée dépassait de 1,4% le niveau observé un an auparavant. Cela s'explique par la forte hausse de cet agrégat au début de 1991.

Au quatrième trimestre, la monnaie centrale dessaisonnalisée s'est inscrite à 29 217 millions de francs en moyenne. Elle n'a donc pas atteint les 29 400 millions de francs prévus. L'écart est dû à la faible croissance des billets en circulation. Ces derniers se sont établis à 26 864 millions de francs en moyenne, soit 2,2% au-dessus du niveau de l'année précédente (troisième trimestre: 3,1%). Les avoirs en comptes de virements, qui avaient marqué un net repli en été, se sont stabilisés pour se chiffrer à 2634 millions de francs en

moyenne, un niveau à peu près semblable à celui du troisième trimestre.

En 1992, la Banque nationale axera encore sa politique monétaire sur une progression de la monnaie centrale dessaisonnalisée de 1% par an, en moyenne d'une période de trois à cinq ans. Mais elle prendra aussi en considération d'autres indicateurs, comme elle l'a fait jusque-là, et veillera, en particulier, à sauvegarder une évolution ordonnée des cours de change. A l'instar de 1991, la monnaie centrale dessaisonnalisée augmentera, en 1992, probablement à un taux un peu supérieur à l'objectif à moyen terme de 1%. Pour le premier trimestre de 1992, la Banque nationale a tablé sur un volume de monnaie centrale dessaisonnalisée de 29 500 millions de francs.

Les montants effectifs de la monnaie centrale dessaisonnalisée se sont établis en janvier et en février nettement au-dessous des volumes prévus, puisqu'ils ont été de 29 168 millions et de

29 115 millions de francs. L'écart est dû surtout aux billets en circulation, qui se sont de nouveau inscrits au-dessous du niveau attendu. Atteignant 27 077 millions de francs, les billets en circulation ne dépassaient, en janvier, que de 0,6% le niveau observé une année auparavant (février: 26 329 millions de francs; 0,5% par rapport au mois correspondant de 1991). Les avoirs en comptes de virements se situaient à 2529 millions en janvier et à 2495 millions de francs en février, soit légèrement au-dessous du niveau du quatrième trimestre de 1991.

L'affaiblissement de la conjoncture a également influé sur l'évolution des agrégats monétaires au sens plus large. La masse monétaire M₁, qui dépend fortement du volume global des transactions, n'a augmenté que de 0,6% par rapport au quatrième trimestre de 1990, contre 2,7% au troisième trimestre. Les dépôts à vue ont fait particulièrement preuve de faiblesse; ils se sont établis 0,2% au-dessous du niveau enregistré une année

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
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
1991	26 442	2,2	2 832	-11,2	29 274	1,001	29 247	1,4
1991 1 ^{er} trim.	26 490	1,3	3 062	-0,1	29 552	1,010	29 249	0,1
2 ^e trim.	26 199	2,2	2 961	-1,0	29 161	0,996	29 268	1,4
3 ^e trim.	26 213	3,1	2 671	-12,3	28 884	0,987	29 254	1,4
4 ^e trim.	26 864	2,2	2 634	-11,2	29 498	1,010	29 217	1,4
1991 juillet	26 343	2,7	2 707	-10,4	29 050	0,994	29 225	1,2
août	26 169	3,3	2 688	-13,8	28 857	0,983	29 356	1,4
sept.	26 126	3,2	2 618	-12,6	28 744	0,985	29 182	1,7
oct.	26 180	2,8	2 641	-8,7	28 821	0,985	29 260	1,9
nov.	26 315	2,5	2 553	-13,1	28 868	0,988	29 219	1,3
déc.	28 096	1,2	2 709	-11,9	30 805	1,056	29 171	1,0
1992 janv.	27 077	0,6	2 529	-20,3	29 606	1,015 ^p	29 168 ^p	-0,5 ^p
févr.	26 329	0,5	2 495	-16,7	28 824	0,990 ^p	29 115 ^p	-0,4 ^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

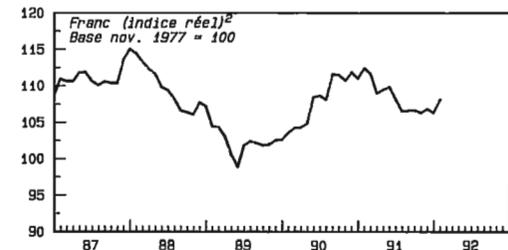
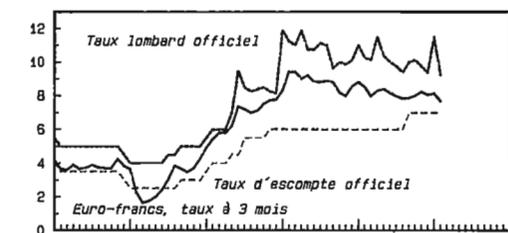
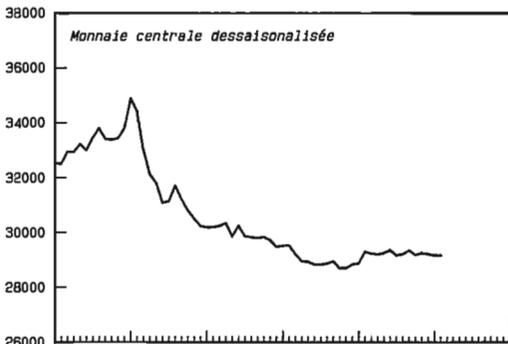
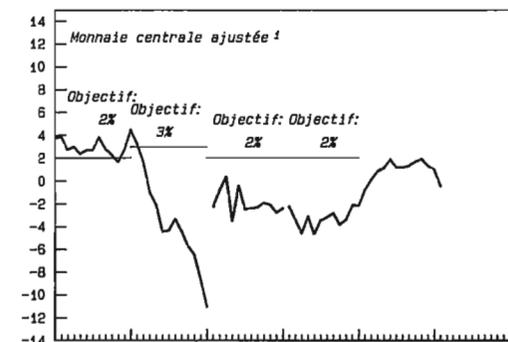
³ Monnaie centrale = billets en circulation + avoirs en comptes de virements

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

Graphique 14: Suisse



¹ Depuis 1989: monnaie centrale dessaisonnalisée
Jusqu'en 1988 et depuis 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 annualisés, par rapport

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,4	7,8	9,8
1989	-5,5	20,0	6,2
1990	-4,2	13,3	2,4
1991	1,7	3,2	3,4
1991 1 ^{er} trim. ²	1,1	5,6	2,9
2 ^e trim. ²	2,4	4,1	3,8
3 ^e trim. ²	2,7	2,4	3,5
4 ^e trim. ²	0,6	0,7	3,3
1991 juin ²	1,0	3,2	3,9
juillet ²	3,3	4,3	4,3
août ²	3,8	2,4	3,7
sept. ²	1,0	0,4	2,6
oct. ²	1,6	1,4	3,4
nov. ²	1,1	0,4	3,1
déc. ²	-1,0	0,3	3,3

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

auparavant. Quant au numéraire, il a progressé de 2,2%; toutefois, son rythme de croissance a été également inférieur à celui du troisième trimestre.

Bien que les rémunérations à court terme aient de nouveau augmenté un peu au quatrième trimestre, des formes de placements autres que les dépôts à terme ont eu la préférence des investisseurs. Par rapport au dernier trimestre de 1990, ces dépôts ne se sont donc accrus que de 0,8%; au troisième trimestre, ils avaient marqué une hausse de 2,1%. La masse monétaire M₂ a enregistré un ralentissement de sa croissance dans une mesure correspondante. Elle ne dépassait

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

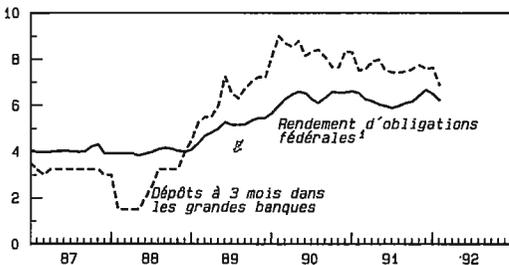
² Cours pondéré par les exportations

que de 0,7% son niveau enregistré une année auparavant, contre 2,4% au troisième trimestre. Contrairement aux dépôts à terme, les dépôts d'épargne ont progressé une nouvelle fois à un rythme plus rapide qu'au trimestre précédent; ils se sont accrus de 6,6% (troisième trimestre: 5,1%). Grâce à cette forte croissance, la masse monétaire M₃ s'est élevée de 3,3%. Les mouvements divergents des dépôts à terme et des dépôts d'épargne ainsi que les évolutions en 1991 des trois agrégats au sens large sont représentatifs de la phase de taux d'intérêt dans laquelle se trouve l'économie suisse. En particulier, l'attente d'une baisse des rémunérations à long terme – et, partant, d'un relèvement des cours sur le marché des obligations – diminue l'attrait des dépôts à terme et amène les investisseurs à remanier leurs portefeuilles.

Marché monétaire

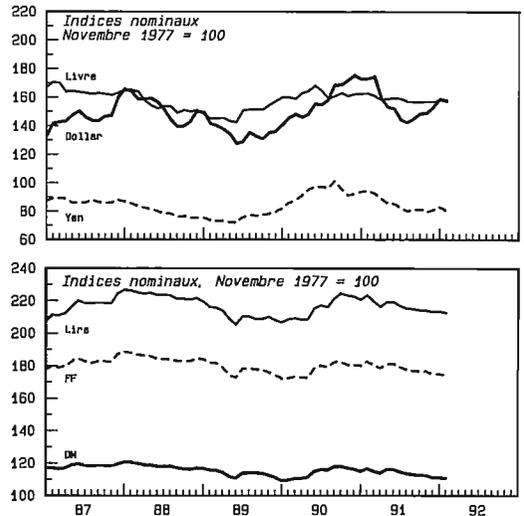
Au quatrième trimestre, les rémunérations des placements à court terme ont augmenté légèrement par rapport au trimestre précédent. Le taux des dépôts à trois mois s'est élevé d'un quart de point de pourcentage sur le marché des euro-francs. Cette tendance n'a toutefois pas caractérisé le taux de l'argent au jour le jour, qui, malgré les effets de l'échéance annuelle, a reculé de 0,2 point de pourcentage pour s'inscrire à 7,4%. Le rendement des nouvelles créances à trois mois sur la Confédération s'est établi en moyenne à 7,94%, contre 7,66% au troisième trimestre.

Graphique 15: 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

Graphique 16: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Sur le marché monétaire suisse, les rémunérations des placements de toutes les durées se sont nettement repliées après l'échéance annuelle. Il en a résulté un élargissement de l'écart avec les taux allemands; en décembre 1991, les taux directeurs avaient été relevés d'un demi-point de pourcentage en Allemagne. Pour les dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs, l'écart d'intérêt favorisant les placements allemands a passé, en moyenne, d'un point un quart de pourcentage aux troisième et quatrième trimestres de 1991 à environ deux points en février. La politique monétaire des Etats-Unis a eu des effets sur l'écart entre les taux suisses et américains, celui-ci passant de deux à plus de trois points de pourcentage du troisième au quatrième trimestre.

Marché des changes

De novembre 1991 à février 1992, le franc suisse a faibli face à la plupart des monnaies importantes. Par rapport au dollar, il s'est revalorisé nettement jusqu'à la mi-janvier. Comme la monnaie américaine a toutefois regagné en février tout le terrain perdu, le cours du dollar n'a pas varié pour solde.

Un mouvement semblable a caractérisé le cours du yen japonais, même si ce dernier s'est apprécié de 3% dans l'ensemble. Face aux monnaies du SME, le franc s'est également affaibli. Eu égard au net écart de taux favorisant les placements en marks allemands, le cours de cette monnaie a passé, en moyenne, de fr. 88,50 en novembre 1991 à près de fr. 90.- à fin février 1992.

Comme au troisième trimestre, l'indice du cours réel du franc a fléchi au quatrième. Pondéré par les exportations, le cours réel du franc a été 4,3% inférieur au niveau enregistré une année auparavant (troisième trimestre: - 3,6%). Les plus fortes baisses ont été notées face au yen japonais (-10,4%) et au dollar (-9,6%). Vis-à-vis des monnaies du SME, le recul a été moins prononcé. Il s'est inscrit entre 0,9% par rapport au franc français et 5% face à la lire italienne.

Marché des capitaux

Au quatrième trimestre, les rémunérations ont augmenté sur le marché des capitaux. Les rendements des obligations suisses ont marqué une hausse d'un tiers de point de pourcentage en moyenne, et ceux des obligations de débiteurs étrangers, d'un quart de point de pourcentage. Après l'échéance annuelle, ils ont amorcé un repli. Dans la première moitié du quatrième trimestre, le rendement moyen des obligations fédérales a passé de 6,24% à 6,83%. Par la suite, il a reculé pour s'établir à un peu plus de 6% en février 1992.

La rémunération moyenne des nouvelles obligations de caisse émises par les grandes banques a augmenté d'environ un quart de point de pourcentage au quatrième trimestre. De novembre 1991 à janvier 1992, elle s'est maintenue à près de 7%; les taux se situaient à 7¼% pour les titres à trois ans, à 7% pour ceux à quatre et cinq ans et à 6¾% pour ceux de six à huit ans. Comme les banques ont dû refinancer leurs prêts à de moins bonnes conditions, les taux des nouvelles hypothèques ont haussé légèrement pour atteindre plus de 7,8%; depuis le mois de février 1991, ils avaient reculé d'environ un quart de point de pourcentage. En revanche, les taux des anciennes hypothèques sont restés stables à 6,9%. Il en

a été de même des rémunérations des fonds d'épargne, qui n'ont progressé que dans une mesure insignifiante. Au début de 1992, celles-ci s'inscrivaient à 5,1% en moyenne.

Au quatrième trimestre, les émissions d'obligations et d'actions ont totalisé 10,1 milliards de francs. Par rapport aux 12,2 milliards enregistrés au trimestre correspondant de 1990, il en a résulté un recul de 18%. Les deux cinquièmes, ou 4,3 milliards de francs, revenaient à des débiteurs suisses, qui ont procédé à des remboursements pour un montant supérieur à 2 milliards de francs. Le prélèvement net des débiteurs suisses a donc porté sur 2,2 milliards de francs, contre 2,9 milliards un an auparavant.

Exportations de capitaux

Les autorisations que la Banque nationale a délivrées au quatrième trimestre en vue d'exporter des capitaux ont totalisé 9,4 milliards de francs. Les débiteurs étrangers ont donc moins recouru au marché suisse des capitaux qu'au trimestre correspondant de 1990; la baisse a été de 11%. Les crédits ont augmenté de 12%, alors que les emprunts diminuaient de 21%. Parmi ces derniers, les emprunts ordinaires («straights») ont fléchi de 38%, mais les emprunts assortis de droits d'option ou de conversion ont progressé de 19%.

En 1991, les autorisations d'exporter des capitaux délivrées par la Banque nationale ont porté sur 42,5 milliards de francs. Ce montant est inférieur de 3% au volume atteint en 1990. Les crédits se sont accrus de 8% pour s'inscrire à 12,3 milliards de francs, tandis que les emprunts diminuaient de 6%, passant à 30,1 milliards de francs. Aussi la part des emprunts à l'ensemble des exportations de capitaux a-t-elle encore fléchi. Elle était de 71% en 1991, contre 74% en 1990. Les emprunts ordinaires («straights») s'établissaient à 18,4 milliards de francs, accusant ainsi une baisse de 12% par rapport à 1990. Les emprunts assortis de droits d'option ou de conversion se sont élevés de 5% et leur part à l'ensemble des exportations de capitaux a passé de 35% en 1990 à 39% à 1991. Si les placements privés sont restés quasiment inchangés, les emprunts offerts en souscription

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
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
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1990 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
2 ^e trim.	8 665,7	3 454,8	139,0	12 259,3
3 ^e trim.	7 770,1	1 799,2	420,2	9 989,5
4 ^e trim.	5 817,5	3 460,5	161,4	9 439,4

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

publique ont fléchi de 16%. La part de ces emprunts a ainsi reculé de 4% pour s'inscrire à 35%.

Les pays industrialisés ont absorbé 89% des exportations de capitaux soumises à autorisation, contre 87% en 1990. Avec 30% du total, le Japon a une nouvelle fois occupé la première position. La part des pays d'Europe occidentale a passé de 40% à 43%, alors que celle des pays d'Amérique du Nord a diminué de 18% à 15%. Parmi les autres régions, les pays de l'Europe de l'Est notamment ont de nouveau enregistré un recul; leur part n'a été que de 1%. La part des pays de la zone des Caraïbes et celle de l'Amérique latine ont également fléchi, tandis que celle des autres groupes de pays, à l'exception de l'Afrique, ont marqué un léger accroissement. Quant à la part des organisations internationales, elle s'est inscrite à près de 5%, diminuant très faiblement par rapport à 1990.

Bilans bancaires et crédits

La somme des bilans des 65 banques prises en considération dans la statistique – c'est-à-dire toutes les grandes banques et les banques cantonales ainsi que les principaux établissements de la catégorie des banques régionales et de celle des autres banques – a progressé de 5% en 1991. Aussi a-t-elle légèrement diminué en termes réels. La croissance des crédits a été une nouvelle fois supérieure à celle des fonds du public. Les banques ont dû par conséquent réduire leurs placements financiers.

Les placements financiers (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) ont diminué de 9% entre la fin du mois décembre 1990 et la fin de l'année 1991. En moyenne du quatrième trimestre, ils ne formaient plus que 8% de la somme des bilans; un niveau aussi bas n'avait jamais été observé jusque-là. Les disponibilités, qui avaient enregistré à fin octobre un recul de 20% en l'espace d'une année, se situaient à la fin de l'année 1% au-dessus du niveau de fin 1990. Le solde négatif des opérations interbancaires des 65 établissements s'est creusé de 10 milliards en l'espace d'une année pour s'inscrire à 24 milliards de francs. Les effets de change et papiers monétaires que les banques détiennent ont accusé une baisse, pour la première fois depuis la fin de l'année 1989. A la fin du mois de décembre 1991, ils s'établissaient 17% au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. Seuls les titres ont progressé nettement, soit de 19%, en l'espace d'une année. Ils représentaient les deux tiers des placements financiers nets.

La croissance des crédits s'établissait à près de 8% à fin 1991. Il s'agit du taux d'expansion le plus bas de ces quatre dernières années. Les crédits à la clientèle suisse, qui représentent environ les quatre cinquièmes de l'ensemble des crédits, ont progressé de 6% en 1991; en termes réels, la hausse a été toutefois faible. Dans les opérations avec des résidents, les prêts en comptes débiteurs ont augmenté de 4% et les prêts hypothécaires, de 6%. Pour ce qui est des crédits de

construction, les limites non utilisées ont continué de fléchir. Comme les limites ouvertes ont diminué de 5% de fin novembre 1990 à fin novembre 1991 (les données de décembre ne sont pas encore disponibles) et que les montants utilisés ont augmenté de 9% dans le même temps, les limites non utilisées se sont repliées de plus de 17%.

Les fonds du public se sont accrus de près de 6% de fin décembre 1990 à fin 1991. Si les créanciers à vue ont dans l'ensemble accusé une baisse de 2%, la part en francs suisses de ceux-ci a augmenté de 2%. Après avoir été assez longtemps orientés à la baisse, les fonds d'épargne ont enregistré une progression de près de 7% en 1991. La part des fonds d'épargne au total des bilans s'est donc redressée pour atteindre 17%. Le rythme de croissance des fonds d'épargne a été de nouveau supérieur, pour la première fois depuis fin 1988, à celui des dépôts à terme fixe, qui s'est inscrit à 6%. Au quatrième trimestre, les fonds d'épargne se sont élevés de 7 milliards de francs, alors que les dépôts à terme fixe reculaient à peu près du même montant. Dans le compartiment en francs de cette dernière forme de placements, les dépôts de courte durée ont gagné en attrait. Cette évolution est due à la rémunération relativement attrayante des dépôts à un

mois au quatrième trimestre. Bien que les bons de caisse, emprunts obligataires et emprunts auprès des centrales d'émission de lettres de gage n'aient pas augmenté à un rythme supérieur à la moyenne, soit de près de 7%, leur part au total des bilans a progressé à 19%; cela s'explique par la croissance modérée de la somme des bilans.

Après la fermeture de la Caisse d'Epargne et de Prêts de Thoune, les banques régionales ont subi temporairement une perte de confiance dans le public. Les 119 banques régionales, qui remettent un bilan mensuel à la Banque nationale, ont vu la somme de leur bilan se réduire de 4% en octobre. Les transferts de fonds vers les grandes banques et les banques cantonales ne se sont toutefois pas poursuivis en novembre, et les fonds du public n'ont quasiment pas varié, comme dans les autres catégories de banques (les données de décembre des 119 banques régionales ne sont pas encore disponibles). Parmi les établissements bancaires également, les banques régionales ont bénéficié d'un regain de confiance. Alors que ces établissements avaient réduit en octobre leurs dépôts à terme auprès des banques régionales pour relever leurs dépôts à vue, ils leur ont de nouveau octroyé en novembre des crédits à plus long terme.

Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Schweizerischen Nationalbank

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

Die Menschen – erfahren wir im Museum für Wissenschaft und Industrie in Chicago – haben drei wichtige Dinge entdeckt: das Feuer, das Rad und das «Central Banking»: die Notenbank. Der eine oder andere unter Ihnen würde den dritten Platz vielleicht anders belegen. Die Notenbanken nehmen in unserer Wirtschaft aber – daran besteht kein Zweifel – einen wichtigen Platz ein.

Sie üben drei zentrale volkswirtschaftliche Funktionen aus:

- Die Notenbanken müssen – erstens – dafür sorgen, dass das Geld seinen Wert behält. Sie sind mit anderen Worten für die Stabilität des Preisniveaus verantwortlich.
- Die Notenbanken tragen – zweitens – die Verantwortung für die Stabilität des Finanzsystems. Sie sind der «lender of last resort» ihrer Volkswirtschaft.
- Die Notenbanken verwalten – drittens – die Währungsreserven. Die Währungsreserven bilden einen bedeutenden Teil der Ersparnisse eines Volkes. Die Notenbanken müssen dafür sorgen, dass ihr Land auch in Krisenzeiten Waren aus dem Ausland beziehen kann und dass die internationale Zahlungsbereitschaft des Bankensystems gesichert bleibt.

Eine Notenbank bedarf, damit sie diese anspruchsvollen Aufgaben zu erfüllen vermag, nicht nur eines klaren geldpolitischen Konzeptes. Sie benötigt auch einen hohen Grad an politischer Unabhängigkeit. Lassen Sie mich nun aber etwas ausführlicher auf die drei Notenbankfunktionen eingehen!

1. Die Bedeutung eines nominellen Ankers für die Sicherung eines stabilen Preisniveaus

Ein Tauschmittel muss sich, soll es seinen Wert – seine Kaufkraft – behalten, in einer engen Be-

ziehung zum realen Transaktionsvolumen einer Wirtschaft entwickeln. Seine Menge sollte ungefähr gleich stark wie die Produktion von Gütern und Dienstleistungen wachsen.

Lange Zeit dienten Gold und Silber den Menschen als Tauschmittel. Das Angebot an diesen beiden Metallen entwickelte sich ungefähr im Gleichschritt mit den Bedürfnissen der Wirtschaft nach Zahlungsmitteln. Der Gold- und Silberpreis veränderte sich deshalb im Durchschnitt nur wenig. Die Kaufkraft der Gold- und Silbermünzen blieb über längere Zeitabschnitte hinweg erhalten. Der Preis des Goldes und des Silbers bildete – mit anderen Worten – den nominellen Anker des Währungssystems. Er verhinderte, dass sich die Entwicklung der Güterpreise verselbständigte.

a) Die Kontrolle der Geldmenge als nomineller Anker

Unser heutiges internationales Währungssystem verfügt nicht mehr über einen Goldanker. Es gibt Kreise, die dies bedauern. Sie wünschen sich die goldenen Fesseln des Goldstandards zurück. Ich gehöre nicht zu diesen Goldnostalgikern. Ich bin überzeugt, dass die Notenbanken auch mit unseren heutigen Währungen in der Lage sein sollten, längerfristig für Preisstabilität zu sorgen.

Die Währung beruht heute allein auf dem Vertrauen, dass die Notenbanken ihre – theoretisch unbegrenzte – Kapazität zur Geldschöpfung nicht missbrauchen. Dieses Vertrauen bedarf einer Grundlage. Es galt Wege zu finden, die der Öffentlichkeit glaubhaft machen, dass die Notenbanken ihre Geldschöpfung unter Kontrolle halten. Viele westliche Notenbanken – die Notenbanken der grossen Industrieländer vorab – gingen Mitte der siebziger Jahre aus diesem Grunde dazu über, Ziele für das von ihnen angestrebte Geldmengenwachstum zu veröffentlichen. Diese – auch heute noch meist in Geldmengenziele ge-

* Gehalten in Luzern am 21. Januar 1992

kleidete – quantitative Geldmengenpolitik wurde sozusagen zum Ersatz der weggefallenen Bindung des Währungssystems an das Gold. Sie bildet bis heute den einzigen nominellen Anker unseres Geldsystems, der sicherstellt, dass die Geldmenge sich ungefähr im Gleichschritt mit der Produktion entwickelt und dass das Geld damit seine Kaufkraft behält.

**b) Trägerischer Anker:
Zinssätze und Wechselkurse**

Das Konzept der Geldmengenpolitik wird trotzdem immer wieder in Frage gestellt. Seine Kritiker bringen vor allem zwei Alternativen ins Spiel: die Orientierung der Geldpolitik entweder an den Zinssätzen oder aber am Wechselkurs. Ich möchte auf diese beiden Vorschläge kurz eingehen.

Eine vermehrt an der Zinsentwicklung ausgerichtete Geldpolitik wird in der Regel vor allem dann, wenn das Zinsniveau im Steigen begriffen ist, gefordert. Dies ist in Zeiten der Inflation der Fall. Die Anleger versuchen sich in einer inflationären Phase durch eine höhere Verzinsung vor künftigen Kapitalverlusten zu schützen. Die Zentralbanken verknappen ihrerseits das Geldangebot, um die Teuerung zu bekämpfen. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage schwächt sich infolge des höheren Zinsniveaus ab. Der Inflationsdruck lässt allmählich nach. Dieser Desinflationsprozess ist allerdings stets mit erheblichen Anpassungskosten – mit Opfern – verbunden. In der Schweiz führte vor allem der Anstieg der Hypothekensätze – beziehungsweise der Anstieg der Wohnungsmieten, die durch eine unglückliche Ausgestaltung unseres gesetzlichen Mieterschutzes leider an die Hypothekenzinsen gekoppelt sind – zu einer empfindlichen Schmälerung der Einkommen der privaten Haushalte. Es erstaunt deshalb nicht, wenn heute immer wieder gefordert wird, die Nationalbank solle vermehrt auf die Entwicklung der Zinssätze Rücksicht nehmen. Wir entsprachen dieser Forderung nicht. Dabei nahmen wir auch in Kauf, dass uns Immobilienspekulanten und Funktionäre des Mieterverbandes Arm in Arm – und in eher billigem Populismus – das soziale Gewissen absprachen. Wir liessen uns allerdings nicht von mangelndem sozialen Bewusstsein, sondern allein von der Über-

zeugung und der weltweit erhärteten Erfahrung, dass sich die Inflation nicht durch ein Tiefhaltendes Zinsniveaus beseitigen lässt, leiten. Die Zinssätze mussten steigen, damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage gedämpft und der Spielraum für weitere Preiserhöhungen eingeschränkt wurden.

Jene Kreise, die der Nationalbank empfehlen, statt der Geldmenge den Wechselkurs im Auge zu behalten, verfolgen etwas andere Ziele. Ihrem Vorschlag liegt in der Regel die Idee zugrunde, eine kleine Volkswirtschaft wie die Schweiz hänge so stark vom Ausland – besonders aber von der Wechselkursentwicklung – ab, dass eine autonome Geldmengenpolitik nicht sinnvoll sei. Wir nahmen seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen Mitte der siebziger Jahre in der Tat verschiedentlich auf die Entwicklung der Wechselkurse – und zwar auf Entwicklungen in beide Richtungen – Rücksicht. Die Gefahr, die mit einer solchen Politik verbunden ist, war uns allerdings stets bewusst. Sie besteht darin, dass die Geldmengenentwicklung vom Stabilitätspfad abweicht. Wir riskieren, wenn wir eine Höherbewertung des Frankens bekämpfen, ein Inflationspotential aufzubauen. Gehen wir umgekehrt gegen eine Tieferbewertung des Frankens vor, so droht unser geldpolitischer Kurs allzu restriktiv zu werden. Jede Rücksichtnahme auf die Wechselkursentwicklung verlangt deshalb äusserste Vorsicht. Die Orientierung am Wechselkurs ist in keinem Fall ein Ersatz für eine quantitative Kontrolle der Geldmenge.

Dies gilt selbst für die Notenbanken, die in einem System fixer Wechselkurse operieren. Eine strikte Kontrolle des Geldmengenwachstums bildet auch hier die wichtigste Voraussetzung, dass das System längerfristig überlebt. Die Mitgliedschaft in einem Fixkurssystem ist deshalb grundsätzlich nur dann sinnvoll, wenn Gewähr besteht, dass die am System beteiligten Länder sich an einem nominellen Anker orientieren. Jedes Fixkurssystem droht ohne einen solchen Stabilitätsanker – früher oder später – zu einer Inflationgemeinschaft zu degenerieren. Oder es bricht auseinander.

Das System von Bretton Woods ist das Paradebeispiel einer Währungsordnung, die den nomi-

nellen Anker verlor. Es wuchs sich in der Folge zu einer Inflationsgemeinschaft aus und zerbrach schliesslich. Das Europäische Währungssystem (EWS) ist ein Gegenbeispiel. Es verfügt in der Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank über einen zuverlässigen Stabilitätsanker. Die Regierungen und Notenbanken, die durch das EWS verbunden sind, unterwarfen sich aus dem Bestreben, das Vertrauen in ihr Ringen um Stabilität zu stärken, über die Bindung ihrer Währungen an die D-Mark freiwillig der von der deutschen Politik ausgehenden Disziplin. Es stellt sich indessen die Frage, ob die stabilitätsorientierten Kräfte in Europa auch weiterhin die Oberhand behalten werden.

c) Einige Gedanken zur Europäischen Währungsunion

Wir verfolgen in der Schweiz seit geraumer Zeit mit wachsendem Interesse, wie die EG-Länder sich wirtschaftlich immer enger zusammenschliessen. Die europäische Integration soll – wird der Fahrplan, der Anfang Dezember des letzten Jahres am EG-Gipfel in Maastricht festgelegt wurde, eingehalten – bis zum Ende dieses Jahrhunderts auch auf monetärem Gebiet vollendet sein. Europa wird nach diesem Datum nur noch über eine einzige Währung verfügen. Diese Einheitswährung wird durch ein europäisches Zentralbankensystem reguliert.

Die Transformation des europäischen Wirtschaftsraums in ein einheitliches Währungsgebiet wirft zahlreiche Fragen auf:

- Werden sich – erstens – die Wirtschaftsstrukturen in Europa bis zum Ende dieses Jahrhunderts bereits so weit angeglichen haben, dass die Schaffung einer Einheitswährung sinnvoll ist?
- Kann – zweitens – damit gerechnet werden, dass die künftige europäische Zentralbank der Preisstabilität auch in der Praxis höchste Priorität einräumt?

Verstehen Sie mich richtig! Ich zweifle nicht am Willen der – heutigen wie künftigen – EG-Behörden, für Preisstabilität zu sorgen. Meine Bedenken sind anderer Natur. Ich frage mich, ob es in

einem Wirtschaftsgebiet wie Europa – in einem Wirtschaftsgebiet, das auch in zehn Jahren noch erhebliche Divergenzen aufweisen wird – politisch möglich sein wird, dieses Ziel in der Praxis auch tatsächlich durchzusetzen. Wird die neue, rechtlich zwar recht autonome europäische Währungsinstitution auch über einen genügend hohen Grad an politischer Unabhängigkeit verfügen, um sich gegenüber Kräften, die den geringsten Weg des Widerstandes gehen – gegenüber Kräften, die im Konfliktfall die Geldschöpfung vergrössern möchten –, zu behaupten?

Die Schweiz steht heute vor der Frage, wie sie den Anschluss an den grossen europäischen Binnenmarkt finden kann. Wir werden schon in wenigen Monaten über den Vertrag zur Schaffung des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) abstimmen. Ein Ja zum EWR-Vertrag würde allerdings noch nicht den Abschied von einer selbständigen Geldpolitik bedeuten. Wir könnten den Franken als Währung behalten. Dies würde es uns grundsätzlich auch ermöglichen, uns notfalls von der europäischen Preisentwicklung abzukoppeln. Diesem Vorteil steht allerdings ein gewichtiger Nachteil gegenüber. Wir werden als Mitglied des EWR nur über wenige Mitsprachemöglichkeiten verfügen. Oder anders gesagt: Wir vermögen die weitere politische wie wirtschaftliche Gestaltung Europas kaum mitzubestimmen. Die Frage nach einem Beitritt zur EG bezieht von da ihre aktuelle Bedeutung.

Eine Mitgliedschaft in der EG – wie sie der Bundesrat mittelfristig anstrebt – vermöchte diese institutionellen Mängel zu heilen. Sie würde allerdings auch bedeuten, dass wir den Franken schon in wenigen Jahren zugunsten des ECU aufgeben müssten. Viele Schweizer schrecken vor diesem Schritt zurück. Dies ist begrifflich. Der Franken ist eine der traditionsreichsten international verwendeten Währungen. Er erfreut sich seit Beginn dieses Jahrhunderts einer vergleichsweise hohen Stabilität. Diese Stabilität unserer Währung war ein wesentlicher Grund dafür, dass die Schweiz sich zu einem der bedeutendsten internationalen Finanzplätze zu entwickeln vermochte. Wir verlieren – geben wir unsere eigene Währung auf – viel mehr als andere Länder. Der Beitritt zur EG bedeutet zwar noch nicht das Ende des Finanzplatzes Schweiz. Ein wichtiges Plus

im Wettbewerb mit den anderen europäischen Finanzplätzen – der Schweizer Franken ist dieses Plus – wäre jedoch verloren. Der Verzicht auf den Franken hätte aber nicht nur Auswirkungen auf den Finanzplatz. Er würde die ganze Wirtschaft treffen. Wir müssten vor allem mit einer vollständigen Angleichung unseres schweizerischen an das traditionell deutlich höhere europäische Zinsniveau rechnen. Dies wäre zweifellos mit erheblichen wirtschaftlichen Anpassungskosten verbunden. Diese Überlegungen sprechen nicht gegen eine Mitgliedschaft der Schweiz in der EG. Sie brächte uns viele Vorteile. Sie hat aber auch ihren – vor allem monetären – Preis. Wir müssen uns auch darauf vorbereiten.

2. Das geldpolitische Konzept der Nationalbank

Ich bin mir bewusst, dass ich mich mit diesen Ausführungen auf einem glitschigen Parkett bewege. Die Inflation nahm in den letzten Jahren in der Schweiz stärker als im Durchschnitt der EWS-Länder zu.

Die Preisstabilität geniesst in der Schweiz traditionsgemäss einen hohen Stellenwert. Die Inflation, mit der wir seit gut drei Jahren zu kämpfen haben, erweckte breiten Unmut. Die schweizerische Bevölkerung ist sich der Kosten der Teuerung sehr wohl bewusst. Die Inflation bewirkt soziale und wirtschaftliche Schäden. Sie führt nicht nur zu einer Umverteilung von Einkommen und Vermögen. Sie vermindert über eine Vielzahl von Anpassungskosten vielmehr auch die Effizienz der Wirtschaft. Die Gründe für die vergleichsweise hohe schweizerische Teuerung sind indessen erkannt. Sie liegen keinesfalls darin, dass die Erhaltung eines stabilen Preisniveaus heute nicht mehr die gleiche Bedeutung wie noch vor wenigen Jahren hätte. Im Gegenteil!

a) Preisstabilität als wichtigstes Ziel: monetäre Basis als nomineller Anker

Die Nationalbank räumte dem Ziel der Preisstabilität, seit sie Mitte der siebziger Jahre zur Geldmengenpolitik überging, stets höchste Priorität ein. Wir orientieren uns dabei seit mehr als zehn

Jahren an der Entwicklung der Notenbankgeldmenge, einer Grösse, die wir grundsätzlich zu kontrollieren vermögen. Die Kontrolle der Notenbankgeldmenge dient als nomineller Anker unseres Geldsystems.

Die heutige Inflation zeigt, dass in den späten achtziger Jahren nicht alles wunschgemäss verlief. Die Geldversorgung war eine Zeitlang zu grosszügig. Zwei Gründe sind dafür verantwortlich:

- Wir widerstanden – erstens – nicht immer der Versuchung, aus binnenwirtschaftlichen Gründen neben der Geldmenge auch andere Grössen – namentlich den Wechselkurs – zu beachten. Wir wollten die starke Höherbewertung des Frankens, die der Exportindustrie und dem Tourismus schweren Schaden zuzufügen drohten, durch eine Lockerung der Geldpolitik in Schach zu halten.
- Wir begegneten – zweitens – in einer Zeit institutionellen Wandels bei der konkreten Bemessung des angemessenen Geldmengenwachstums ersten Schwierigkeiten. Ich denke vor allem an die Errichtung des neuen Interbanken-Zahlungssystems (SIC) im Jahre 1987 sowie an die Änderung der Liquiditätsvorschriften der Banken Anfang 1988. Beide Neuerungen verminderten die Geldnachfrage der Banken. Sie veränderten deren Liquiditätsverhalten nachhaltig. Wir versuchten, uns an diese Entwicklungen, die sich über eine längere Zeit hinzogen, laufend anzupassen. Aus der Rückschau müssen wir sagen, dass wir auf sie noch rascher und resoluter hätten reagieren sollen.

Eine Reihe externer Faktoren – ich erinnere an den kräftigen weltweiten Wachstumsschub, der entgegen allen Erwartungen bald nach dem Börsencrash einsetzte und uns einen Exportboom bescherte, wie an den markanten Anstieg des Erdölpreises, den die Golfkrise auslöste – heizten die Teuerung zusätzlich an. Sie liessen das Inflationspotential, das sich in den Jahren 1987 und 1988 aufgebaut hatte, rasch wirksam werden. Einzelne Bereiche der Wirtschaft – ich denke vor allem an den Immobiliensektor – machten gleichzeitig eine höchst ungesunde Entwicklung durch.

Die Bekämpfung der Inflation erwies sich in diesem Umfeld als besonders schwierig. Sie wurde weitherum als schmerzhaft empfunden. Die zahlreichen schweizerischen Indexmechanismen erschwerten die Geldpolitik zusätzlich. Die bereits erwähnte Koppelung der Mieten an die Entwicklung der Hypothekarzinsen – ihre Schädlichkeit kann nicht genug unterstrichen werden – bildete dabei ein besonderes Erschwernis.

b) Unsere geldpolitische Strategie seit Anfang 1991

Wir steuern grundsätzlich – ich ging bereits darauf ein – die Notenbankgeldmenge. Seit einem Jahr veröffentlichen wir allerdings nicht mehr ein Jahresziel. Wir legten statt dessen ein mittelfristiges Ziel fest. Unsere Absicht ist es, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge im Durchschnitt von drei bis fünf Jahren um ungefähr 1% jährlich auszudehnen. Wir trugen mit dem Übergang zu einem mehrjährigen Ziel Ende 1990 vor allem den grossen Unsicherheiten bezüglich der internationalen Entwicklung Rechnung. Die Herabsetzung des Wachstumsziels von früher 2% auf nunmehr 1% berücksichtigt die Tatsache, dass der Notenumlauf nach den Strukturänderungen von 1987 und 1988 ein deutlich stärkeres Gewicht in der Notenbankgeldmenge einnimmt. Neuerungen im Zahlungsverkehr dürften sich daher künftig stärker als bisher auswirken. Sie werden dazu führen, dass der Bedarf an Notenbankgeld deutlich schwächer als das Brutto-sozialprodukt zunimmt.

Der Wechsel in unserer Strategie bedeutet keine Abkehr von unserem geldpolitischen Konzept. Wir räumen der Preisstabilität unverändert höchste Priorität ein. Und wir legen in unserer Geldpolitik das Hauptgewicht nach wie vor auf die strikte Kontrolle der Geldmenge. Die quartalsweise Veröffentlichung einer Prognose für die Entwicklung der Notenbankgeldmenge trägt dazu bei, dass die Geldpolitik transparent bleibt. Unser Entscheid, uns weiterhin vor allem an der Notenbankgeldmenge als dem wichtigsten geldpolitischen Indikator zu orientieren, bedeutet nicht, dass wir die Entwicklung der anderen Geldaggregate – ich denke vor allem an die Geldmenge M_1 , aber auch an M_3 – vernachlässigen. Die Entwicklung dieser

Liquiditätsmasse wird von uns ebenfalls mit Aufmerksamkeit verfolgt.

Die Entwicklung der Notenbankgeldmenge – wie übrigens auch jene der breiteren Geldaggregate – entsprach im vergangenen Jahr unseren Erwartungen weitgehend. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag im vierten Quartal 1991 um 1,4% höher als vor Jahresfrist. Unser Ziel, die Notenbankgeldmenge wieder vorsichtig auszudehnen, wurde damit erreicht. Die Geldmenge M_1 , die während zweier Jahre geschrumpft war, nahm ebenfalls wieder leicht zu. Die Geldmenge M_3 , die neben den kurzfristigen Bankguthaben des privaten Publikums auch die Spareinlagen umfasst, zeigt ein ähnliches Bild. Auch sie wuchs wieder etwas stärker. Der Zuwachs an Spargeldern widerspiegelt vor allem die Tatsache, dass diese Einlagen mit der sinkenden Verzinsung der Termingelder und mit der etwas tieferen Rendite der Obligationen wieder attraktiver wurden.

Der Rückgang der Inflation fiel 1991 dagegen enttäuschend aus. Wir erwarteten, dass die Teuerungsrate bis zum Ende des Jahres eine Vier vor dem Komma zeigen würde. Diese Hoffnung erfüllte sich nicht. Die Jahresinflationsrate betrug im Dezember 5,2%. Sie bildete sich gegenüber dem Höchststand vom vergangenen Sommer immerhin um fast anderthalb Prozentpunkte zurück. Der Trend weist seit einem halben Jahr nach unten. Er dürfte sich – auch wenn der eine oder andere Rückschlag nicht auszuschliessen ist – 1992 fortsetzen. Der Desinflationprozess zog vor allem den Immobilienmarkt in Mitleidenschaft. Dies führt mich zur zweiten volkswirtschaftlichen Funktion der Notenbanken: zu deren Rolle als sogenannter «lender of last resort».

3. Die Notenbank als «lender of last resort»

Der Immobilienboom der Jahre 1988 und 1989 hatte Land- wie Hauspreise in schwindelerregende Höhen getrieben. Der Anstieg des Zinsniveaus löste inzwischen eine teils massive Bewertungskorrektur aus. Diese Korrektur ging an den Banken nicht spurlos vorüber. Einige Banken schrieben in den Boomjahren die stürmische Preisentwicklung auf dem Immobilienmarkt allzu unkritisch weiter. Sie belehnten auf dieser Basis

Immobilien aller Couleur vielfach zu grosszügig. Der Rückstellungsbedarf auf Immobilien stieg inzwischen generell – und oft massiv – an. Einzelne Banken, die sich im Immobilienmarkt besonders stark engagierten, sahen sich mit ernstesten Schwierigkeiten konfrontiert. Wir verfolgen diese Entwicklung aufmerksam. Als Notenbank sind wir der «lender of last resort». Wir tragen damit eine wichtige Verantwortung für die Stabilität des Bankensystems.

Die Rolle des «lender of last resort» gehört zu den ältesten Funktionen einer Notenbank. Was aber bedeutet sie? Die Notenbank hat den Banken beim Auftreten einer Liquiditätskrise so viel Liquidität, als sie benötigen, zur Verfügung zu stellen. Sie muss – und kann – damit verhindern, dass es zu einem Run auf die Banken kommt. Ein Run auf einzelne Banken vermag nämlich das gesamte Bankensystem in Gefahr zu bringen. Diese Aufgabe des «lender of last resort» ist allerdings nicht unproblematisch. Zwei Probleme stehen im Vordergrund:

- Es besteht – erstens – die Gefahr, dass die Banken die Existenz einer letzten Refinanzierungsquelle in ihr Kalkül einbeziehen. Sie verhalten sich risikofreudiger, als dies ohne diese «Versicherung» der Fall wäre. Wir benötigen deshalb eine effiziente und strikte Bankenaufsicht. Sie kann dieses Problem entschärfen. Wir unterhalten aus diesem Grund mit der schweizerischen Bankenaufsichtsbehörde – mit der Eidgenössischen Bankenkommission – enge Beziehungen.
- Schwierigkeiten bietet – zweitens – die unmittelbare Durchführung der Aufgabe des «lender of last resort». Die Funktion der Notenbank als letzte Refinanzierungsquelle ist ausschliesslich auf die Lösung von Liquiditätsproblemen zugeschnitten. Die Notenbank muss sich Hilfsbegehren, die darüber hinausgehen, widersetzen. Sie darf – anders gesagt – einer Bank Kredite nur dann einräumen, wenn das betreffende Institut in der Lage ist, die ihr gewährten Mittel später zurückzubezahlen. Die Bank muss – kurz gesagt – solvent sein.

Die Schwierigkeiten, denen die Spar- und Leihkasse Thun im vergangenen Herbst begegnete, liess von Anfang kaum Zweifel aufkommen: Wir

hatten es mit ernstesten Solvenzproblemen und nicht bloss mit einem vorübergehenden Liquiditätsengpass zu tun. Diese Solvenzkrise zog jedoch weitere Kreise. Andere Banken begannen eine gewisse Nervosität ihrer Gläubiger zu verspüren. Sie waren deshalb bestrebt, ihre Liquidität aufzustocken. Dies führte am Geldmarkt zu Anspannungen. Wir sahen uns dadurch zum Handeln veranlasst. Wir erhöhten kurzfristig das Angebot an Liquidität, um allzu starke Zinsauschläge und damit eine zunehmende Verunsicherung im Bankensektor zu vermeiden. Die in den Markt gegebene zusätzliche Liquidität konnte wenig später problemlos wieder abgeschöpft werden. Die Ereignisse zeigten indessen einmal mehr: Der Bankensektor bedarf einer strengen Überwachung. Das leichtfertige Geschäftsgebahren der Leitung einer einzelnen Bank gefährdet nicht nur dieses Institut. Es schädigt nicht nur dessen Gläubiger. Es vermag vielmehr – Behörden und Banken müssen sich dessen stets bewusst bleiben – das gesamte Bankensystem in Gefahr zu bringen.

4. Die Notenbank als Hüterin der Währungsreserven: Einige Überlegungen zur Gewinnausschüttung¹

Ich komme damit zur dritten volkswirtschaftlichen Funktion der Notenbank. Sie besteht – wie ich bereits eingangs erwähnte – darin, die Währungsreserven eines Landes zu verwalten. Die Währungsreserven – die Devisenreserven – bilden einen Teil der volkswirtschaftlichen Ersparnisse. Sie entstehen dadurch, dass ein Land mehr spart, als es investiert. Dieser Sparüberschuss widerspiegelt sich in einer offenen Volkswirtschaft in einem Überschuss der Ertragsbilanz. Das Land baut – mit anderen Worten – gegenüber dem Ausland Nettoforderungen auf. Dies führt bei fixen Wechselkursen dazu, dass die Währung tendenziell unter Aufwertungsdruck gerät. Wir erlebten dies in den sechziger und Anfang der siebziger

¹ Im Februar 1992 kamen Bundesrat und Nationalbank überein, einen zusätzlichen Gewinn auszuschütten. Die Berechnungsweise richtet sich grundsätzlich nach dem von der Nationalbank vorgeschlagenen Modus; die Obergrenze der jährlichen Gewinnausschüttung wurde auf 600 Mio. Franken festgelegt (vgl. dazu auch Geschäftsbericht der SNB 1991).

Jahre sehr ausgeprägt. Der Wechselkurs des Frankens war in jenen Jahren – unter dem Währungssystem von Bretton Woods – fix. Es blieb uns nichts anderes übrig, als ausländische Devisen – vor allem Dollars – zu übernehmen, um der Höherbewertung des Frankens entgegenzuwirken. Unsere Devisenreserven nahmen massiv zu. Sie hatten noch Anfang der sechziger Jahre knapp eine Milliarde Franken betragen. Ende 1972 lagen sie bereits bei rund 12 Milliarden Franken.

Der Kauf und Verkauf von Devisen bildet seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen unser Hauptinstrument zur Steuerung der Geldmenge. Die Ausdehnung der Notenbankgeldmenge ging folglich Hand in Hand mit der Vergrößerung unseres Devisenportefeuilles. Die Zinserträge sowie die beträchtlichen Kursgewinne, die wir auf den Devisen – vor allem auf den amerikanischen Dollars, auf die unsere Devisenreserven zur Hauptsache lauten – erzielten, liessen den Devisenbestand zusätzlich wachsen. Die hohen Devisenreserven – sie bildeten Ende 1991 mit fast 40 Milliarden Franken knapp 70% unserer gesamten Aktiven – sind hauptsächlich dafür verantwortlich, dass wir in den letzten Jahren verschiedentlich ausserordentlich hohe Gewinne machten. Dies führt mich zur Gewinnausschüttungspraxis der Nationalbank und besonders zur Frage der Verteilung von Notenbankgewinnen an die öffentliche Hand.

a) Gesetzliche Regelung und bisherige Praxis der Gewinnverteilung

Was geschah bisher mit unseren Gewinnen? Ihre Verteilung ist in der Bundesverfassung und im Nationalbankgesetz umfassend geregelt. Der Gewinn, der nach der Dotierung des Reservefonds übrigbleibt, wird dreistufig verteilt:

- Den Aktionären wird zuerst eine – vom Nationalbankgesetz auf maximal 6% begrenzte – Dividende ausbezahlt.
- Die Kantone erhalten dann eine Entschädigung von 80 Rappen je Kopf ihrer Bevölkerung.
- Ein alsdann noch verbleibender Überschuss fällt zu einem Drittel dem Bund, zu zwei Dritteln den Kantonen zu.

Es gibt dagegen keine Bestimmung, die festhält, wie der Nationalbankgewinn ermittelt werden soll. Unbestritten ist eines: Die Nationalbank muss fähig sein, jene Rückstellungen, die betriebs- und volkswirtschaftlich erforderlich sind, zu bilden. Sie soll – mit anderen Worten – in der Lage sein, ihren öffentlichen Auftrag ohne Gewinnzwang zu erfüllen.

Wir schütteten seit Jahren nur die Dividende sowie die Entschädigung von 80 Rappen je Einwohner, die den Kantonen zusteht, aus. Der Rest der Überschüsse diente der Bildung von Rückstellungen. Wir stockten unsere Aktiven – die Devisenreserven – auf. Dies bedeutet umgekehrt, dass unsere Devisenreserven im Falle einer Gewinnausschüttung an die öffentliche Hand in Zukunft weniger stark als bisher wachsen würden. Damit ist die grundlegende Frage gestellt: Wie hoch müssen unsere Devisenreserven sein? Doch von welchen Devisenreserven spreche ich überhaupt? Es gilt zwei Arten von Devisenreserven zu unterscheiden: die kursgesicherten und die ungesicherten Devisenreserven.

b) Die kursgesicherten Devisen als geldpolitisches Instrument

Wir dehnen die Geldmenge – ich erwähnte es bereits – vor allem über den Kauf von Devisen aus. Bis Anfang der achtziger Jahre handelte es sich dabei hauptsächlich um nicht kursgesicherte Fremdwährungen. Dies änderte sich vor etwa zehn Jahren. Wir kontrollieren die Geldmenge heute, indem wir mit den Banken Devisenswaps abschliessen, d. h. wir kaufen Devisen am Kassamarkt und verkaufen einen entsprechenden Betrag gleichzeitig am Terminmarkt.

Warum benützen wir heute diese Methode der Geldmengensteuerung? Sie besitzt gegenüber dem System, das wir bis Anfang der achtziger Jahre benutzten, zwei Vorteile:

- Wir verfügen – erstens – in den Swaps, für die ein ausserordentlich breiter und gut entwickelter Markt besteht, über ein sehr wirksames und flexibles Instrument zur Steuerung der Geldmenge.
- Die heute angewandte Methode erlaubt uns – zweitens –, klar zwischen Instrumenten zur

Steuerung der Notenbankgeldmenge und Interventionen zur Beeinflussung des Wechselkurses zu unterscheiden. Wir vermögen damit auch klare Signale an den Markt abzugeben. Wir laufen nicht Gefahr, dass der Markt Massnahmen zur Steuerung der Geldmenge mit Interventionen verwechselt.

Die Swaps dürfen nicht als eigentliche Währungsreserven betrachtet werden. Sie stellen Devisen, die wir am Terminmarkt bereits verkauft, dar. Die Swaps stehen uns damit nicht mehr für Interventionen am Devisenmarkt zur Verfügung. Nur ungesicherte Devisenreserven vermögen diese Funktion zu erfüllen. Wie hoch sollten die ungesicherten Devisenreserven aber sein?

c) Die volkswirtschaftlich erforderliche Höhe der ungesicherten Devisenreserven

Die Geldschöpfung führt seit Anfang der achtziger Jahre – wie dargelegt – nicht mehr zu einer Erhöhung der ungesicherten Devisenreserven. Die ungesicherten Devisenreserven nehmen folglich nur noch zu, wenn wir Überschüsse erzielen und unsere Rückstellungen entsprechend aufstocken. Eine Ausschüttung von Überschüssen an Bund und Kantone hätte – mit anderen Worten – zur Folge, dass das Wachstum der ungesicherten Devisenreserven tendenziell zurückginge. Diese Reserven würden bei einer vollständigen Ausschüttung der Überschüsse – unter der Annahme, dass wir an der gegenwärtigen Methode der Geldmengensteuerung festhalten – überhaupt nicht mehr steigen. Dies wäre mit beträchtlichen volkswirtschaftlichen Risiken verbunden. Die ungesicherten Devisenreserven erfüllen nämlich drei wichtige Zwecke:

- Sie ermöglichen es uns – erstens –, im Falle einer Frankenschwäche am Devisenmarkt zu intervenieren.
- Sie stärken – zweitens – die internationale Zahlungsbereitschaft der inländischen Banken. Der Finanzplatz Schweiz erfüllt eine wichtige Funktion als internationale Finanz-Drehscheibe. Unsere Banken nehmen von Ausländern Guthaben entgegen und plazieren sie wieder im Ausland. Grosszügig dotierte Devisenreserven tragen dazu bei, dass die Schweiz ihre

Zahlungsverpflichtungen gegenüber ihren ausländischen Gläubigern auch im Falle von Finanzkrisen und Schuldenmatorien zu erfüllen vermag.

- Devisenreserven sind – drittens – in Kriegs- und Krisenzeiten auch erforderlich. Sie helfen die Versorgung der Schweiz mit lebensnotwendigen Gütern selbst unter solch ausserordentlichen Verhältnissen sicherzustellen.

Es ist allerdings schwierig, das geldpolitisch notwendige Wachstum der ungesicherten Devisenreserven exakt zu bestimmen. Präzise Kriterien fehlen. Vor allem der Bedarf an Devisenreserven in einem Kriegs- oder Krisenfall ist kaum prognostizierbar.

Der Bestand an ungesicherten Devisenreserven, den wir für Interventionen am Devisenmarkt benötigen, hängt entscheidend von der Art des Wechselkurssystems ab. Dieser Bedarf ist unter einem System flexibler Wechselkurse sicher kleiner als in einem Fixkurssystem. Eine Notenbank benötigt bei flexiblen Wechselkursen überdies um so geringere Devisenreserven, je weniger sie am Devisenmarkt interveniert. Sie ist bei festen Wechselkursen dagegen zu Interventionen verpflichtet. Wir können heute die Möglichkeit, dass die Schweiz künftig wieder zu einem fixen Wechselkurs zurückkehren wird, nicht mehr ausschliessen. Ein Beitritt zur EG würde – ich lege es bereits dar – unweigerlich auch die Einbindung in das Europäische Währungssystem (EWS) nach sich ziehen. Wir müssen deshalb ein Wachstum unserer ungesicherten Devisenreserven, das uns einen solchen Schritt ohne Schwierigkeiten erlauben würde, anstreben. Bei festen Wechselkursen können in der schweizerischen Zahlungsbilanz – zumindest vorübergehend – nicht nur Überschüsse sondern auch Fehlbeträge auftreten. Wir hätten im Falle von Defiziten in unserer Zahlungsbilanz Devisen an den Markt abzugeben, um einen Kurszerfall des Schweizer Francs zu verhindern. Der Bedarf an ungesicherten Devisenreserven hängt somit letztlich von der Höhe der möglichen Zahlungsbilanzdefizite ab. Je höher unsere nominellen Exporte und Importe sind, desto grösser wird auch das Risiko, dass in unserer Zahlungsbilanz erhebliche Defizite auftreten können. Das Wachstum des Aussenhandels erhöht – mit anderen Worten – den Bedarf

an ungesicherten Devisenreserven. Dieser hängt zusätzlich vom Ausmass der privaten internationalen Kapitalbewegungen – vom Wachstum der privaten schweizerischen Auslandaktiven und -passiven – ab. Was folgt aus diesen Überlegungen? Wir haben den potentiellen Bedarf an ungesicherten Devisenreserven aufgrund des Wachstums des Aussenhandels wie der Auslandaktiven und -passiven unseres Landes zu ermitteln.

Wir gelangen zu einem ähnlichen Ergebnis, wenn wir den Bestand an ungesicherten Devisenreserven, den wir zur Unterstützung der internationalen Zahlungsbereitschaft der Schweizer Banken benötigen, abzuschätzen versuchen. Die Zahlungsprobleme, mit denen wir uns bei einer internationalen Finanzkrise konfrontiert sehen könnten, wiegen um so schwerer, je höher die Auslandpassiven unserer Banken sind. Das Wachstum unseres Aussenhandels wie unserer Auslandaktiven und -passiven hängt – neben einigen weiteren Faktoren – vor allem vom Wachstum des inländischen nominalen Bruttosozialprodukts (BSP) ab. Die Güterexporte und -importe stiegen 1950–1989 allerdings etwas stärker als das nominale BSP an. Sie erhöhten sich durchschnittlich um rund 8,1% je Jahr. Die durchschnittliche Zuwachsrate für das nominale BSP betrug für die gleiche Periode lediglich 7,2%. Die Auslandaktiven und -passiven der Banken dürften ebenfalls leicht stärker als das nominale Bruttosozialprodukt zugenommen haben.

Wir sollten aus diesen Gründen die ungesicherten Devisenreserven der Nationalbank mindestens gleich stark wie das nominale Bruttosozialprodukt ansteigen lassen. Das angestrebte Wachstum der Währungsreserven ergibt den Rückstellungsbedarf der Nationalbank. Wir werden ihm mit folgender Regel gerecht: Die Nationalbank weitet ihre Währungsreserven – das heisst ihre Rückstellungen – im Gleichschritt mit dem nominalen BSP aus.

d) Höhe und Modus einer allfälligen Gewinnausschüttung

Was aber bedeutet diese Regel für die Höhe allfälliger Gewinnausschüttungen der Nationalbank? Wir hätten in den Jahren 1981–1990 – wären wir

damals bereits nach ihr verfahren – in beschränktem Umfang Überschüsse an Bund und Kantone ausschütten können. Diese Ausschüttungen hätten als Folge der massiven Wechselkurs- und Zinsbewegungen von Jahr zu Jahr allerdings stark geschwankt. Wir hätten in den Jahren 1981–1984 – die Devisenreserven nahmen damals wechsellkursbedingt überaus stark zu – hohe Beträge an Bund und Kantone überwiesen. Sie wären in den folgenden Jahren mangels Gewinne dagegen weggefallen. Eine Glättung der jährlichen Ausschüttungen erscheint daher als sinnvoll. Sie hätte es erlaubt, im Durchschnitt der Periode 1981–1990 jährlich 300 Mio. Franken für eine Ausschüttung zur Verfügung zu stellen.

Die Währungsreserven sind in der Zwischenzeit weiter gestiegen. Wir wären heute deshalb zu einer etwas höheren Gewinnausschüttung fähig. Es erscheint mir nicht als unrealistisch, mit einem jährlichen Durchschnittsbetrag von 450 Mio. Franken zu rechnen.

Bund und Nationalbank sind sich einig, dass ein Zuwachs unserer Devisenreserven – und damit eine Aufstockung unserer Rückstellungen – im Ausmass des Wachstums des nominellen Bruttosozialprodukts gesichert bleiben muss. Eine jährliche Ausschüttung der genannten Grössenordnung würde vermutlich Gewähr bieten, dass die Devisenreserven im angestrebten Ausmass zunehmen. Wir wollen zwar nur effektiv auch erzielte Gewinne ausschütten. Dies schliesst aber eine Glättung der jährlichen Ausschüttungen nicht aus. Sie käme den Bedürfnissen von Bund und Kantonen entgegen. Die Devisenreserven würden in den Jahren, in denen bei der Nationalbank hohe Gewinne anfallen, zwar stärker als das nominelle Sozialprodukt wachsen. Dies würde es uns aber umgekehrt erlauben, die Ausschüttung auch in Jahren, in denen Verluste auftreten, fortzusetzen. Bund und Kantone würden über regelmässige Einnahmen verfügen. Deren Kalkulierbarkeit liesse sich weiter erhöhen, wenn die Gewinnausschüttung mit einer zeitlichen Verzögerung erfolgte.

Lassen Sie mich eines nochmals betonen: Die Gewinnausschüttung darf – wie auch immer sie geregelt wird – nicht mit einer Geldschöpfung

verbunden sein. Wir müssten deshalb eine Ausbezahlung von Gewinnen an die öffentliche Hand bei der Steuerung der Geldmenge kompensieren. Dies ist mit unserem geldpolitischen Instrumentarium ohne weiteres möglich. Die geldpolitischen Probleme der Gewinnausschüttung sind – mit anderen Worten – zu meistern.

e) Sinn oder Unsinn der Gewinnausschüttung an die öffentliche Hand – der fiskalpolitische Aspekt

Ist die Verteilung des Notenbankgewinnes an die öffentliche Hand aber auch sinnvoll? Ist sie es vor allem heute? Diese Frage wurde, nachdem der Bundesrat eine Ausschüttung vor wenigen Tagen als Teil seines finanzpolitischen Sanierungsprogramms zur Diskussion stellte, von der Öffentlichkeit – von der Presse – auch an uns gerichtet. Die Nationalbank ist der falsche Adressat. Die politischen Behörden müssen diese Frage beantworten. Wir dürfen als Bürger geteilter Meinung sein. Eine Gewinnverteilung bringt eine Verbesserung der finanziellen Situation der öffentlichen Hand. Sie mag aus der Sicht der mit Finanzproblemen kämpfenden Behörden – vielleicht auch aus jener der Steuerzahler – daher begrüsst werden. Die Ausschüttung von Gewinnen der Nationalbank befreit die öffentliche Hand umgekehrt nicht von der Aufgabe, ihre Finanzen strikte zu kontrollieren. Sie kann – wie ich darlegte – kein grosses Ausmass annehmen. Die Gewinnausschüttung bietet daher in keinem Fall einen Ausweg aus der heutigen Finanzmisere. Ihr Einbau in ein Programm zur Sanierung des öffentlichen Haushal-

tes könnte sich im heutigen Zeitpunkt vielleicht sogar als falsches Signal erweisen.

5. Ausblick auf die Geldpolitik 1992

Lassen Sie mich mit einem kurzen Ausblick auf die Geldpolitik im Jahre 1992 schliessen. Wir bekennen uns klar zur Preisstabilität. Dies bedingt, dass wir die Geldmenge auch in Zukunft strikt kontrollieren. Wir rechnen damit, dass die Notenbankgeldmenge dieses Jahr etwas stärker als 1991 zunehmen wird. Der inzwischen eingetretene leichte Rückgang der kurz- und langfristigen Zinssätze dürfte die Geldnachfrage erhöhen.

Wir müssen uns nochmals auf ein wenig günstiges Wirtschaftsjahr einstellen. Eine Besserung zeichnet sich dafür an der Teuerungsfrent ab. Der leichte Rückgang der Zinssätze bannte die Gefahr einer neuen Hypothekarsatzrunde, die den Prozess der Stabilisierung nochmals verzögert und die Krise im Immobilienmarkt verschärft hätte. Die Zinsentwicklung im Ausland weist seit einiger Zeit ebenfalls nach unten. Die Lage begann sich damit auch von dieser Seite ein wenig zu entschärfen.

Wir müssen jedoch dieses Jahr weiter mit Risiken rechnen. Die Entwicklung des Frankenkurses ist eines dieser Risiken. Sie könnte vor allem angesichts des europäischen Integrierungsprozesses empfindlichen Störungen ausgesetzt sein. Wir müssen uns deshalb auch künftig vorbehalten, auf ungeordnete Entwicklungen am Devisenmarkt zu reagieren.

Die schweizerische Teuerung: Lehren für die Nationalbank

Georg Rich*

1. Einleitung

Die Schweizerische Nationalbank ging im Januar 1973 dazu über, eine auf der Kontrolle der Geldmenge beruhende Geldpolitik zu führen. Dieser Strategiewechsel wurde durch die Freigabe des Schweizer-Franken-Kurses am Devisenmarkt ermöglicht. Die Nationalbank sah sich durch den flexiblen Frankenkurs in die Lage versetzt, die inländische Geldmenge von der Zahlungsbilanz abzukoppeln und nach ihren Vorstellungen zu steuern.

Die Nationalbank setzte ihre neu gewonnene Macht dazu ein, die Teuerung, die damals auf über 10% geklettert war, auf ein vernünftiges Mass zurückzuschrauben. Sie versuchte, dieses Ziel durch eine strikte Begrenzung des Geldmengenwachstums zu erreichen. Nach einer kurzen Periode, in der sie die Notenbankgeldmenge praktisch konstant gehalten hatte, begann sie Ende 1974, Jahresziele für das Wachstum der Geldmenge M_1 anzukündigen. Sie hielt diese Praxis bis 1978 bei. Aus Gründen, die noch erwähnt werden, legte sie für 1979 kein Geldmengenziel fest. Ende 1979 änderte sie ihr Zielaggregat und beschloss, fortan Jahresziele für das Wachstum der Notenbankgeldmenge anzukündigen. Ende 1990 modifizierte sie ihre Methode der Zielfestlegung erneut. Sie ersetzte das Jahresziel durch eine mittelfristige Vorgabe, welche das durchschnittliche Wachstum der Notenbankgeldmenge in einem Zeitraum von 3 bis 5 Jahren definiert. Das mittelfristige Ziel wird durch vierteljährliche Prognosen der Notenbankgeldmenge ergänzt, die Hinweise auf die geldpolitischen Absichten der Nationalbank vermitteln.

Die Ergebnisse der schweizerischen Geldmengenpolitik sind in der Grafik 1 dargestellt. Diese illustriert das Wachstum der Notenbankgeldmenge und der Geldmenge M_1 sowie die Entwicklung der Teuerung, gemessen am Konsumentenpreisindex. Für alle drei Zahlenreihen ist die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat ausgewiesen. Der Verlauf der Teuerung und der beiden Geldaggregate lässt zwei Schlüsse zu.

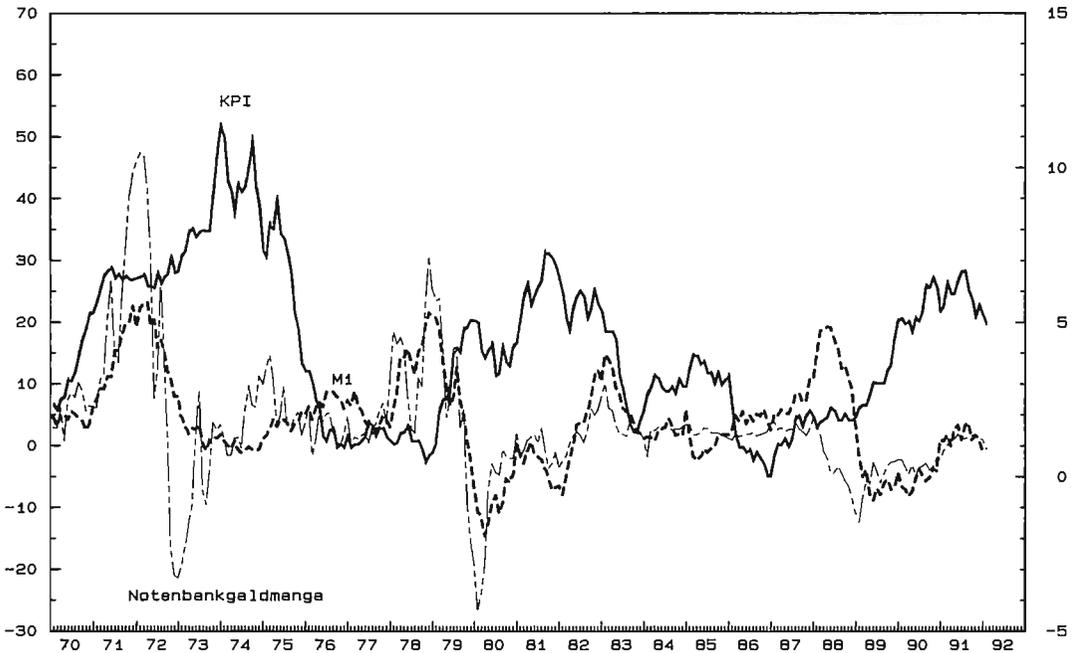
Zum einen fiel die schweizerische Teuerung nach 1973 auf ein im internationalen Vergleich tendenziell niedriges Niveau. In diesem Sinne war die Geldmengenpolitik der Nationalbank erfolgreich. Hingegen erreichte die Nationalbank das von ihr gesteckte Ziel eines stabilen Preisniveaus trotz des tendenziellen Teuerungsrückgangs nicht. Im Zeitraum von Januar 1975 bis Oktober 1991 lag die Teuerung immer noch bei durchschnittlich 3,4%. Da die Nationalbank Preisstabilität mit einem Anstieg der Konsumentenpreise von 0–1% pro Jahr gleichsetzt, kann keine Rede davon sein, dass die Teuerungsentwicklung mit ihren Absichten in Einklang stand.

Zum anderen traten auch nach 1973 immer wieder Teuerungssprünge auf. So kletterte die Teuerung von rund 1% im Jahre 1978 auf 7,5% im Spätsommer 1981 und bildete sich anschliessend wieder auf 1–2% in der Periode 1986–88 zurück. Anfang 1989 begann sie sich erneut zu beschleunigen und erreichte im August 1990 einen Wert von über 6%. Sie verharrte während der folgenden zwölf Monate tendenziell auf diesem Niveau. Seit dem August 1991 verlangsamte sie sich wieder und liegt gegenwärtig bei knapp 5%. Diese beiden Teuerungssprünge sind hauptsächlich dafür verantwortlich, dass der Preisauftrieb im Durchschnitt der Periode 1975–91 über dem Ziel der Nationalbank lag.

Der jüngste Anstieg der schweizerischen Teuerung ist für die Nationalbank ganz besonders

* Bereich Volkswirtschaft der Schweizerischen Nationalbank. Dieser Aufsatz beruht auf Vorträgen, die der Autor am 15. November 1991 bei der Deutschen Bundesbank in Frankfurt a.M. und am 19. Dezember 1991 vor der Vereinigung Basler Ökonomen hielt.

Inflation und Geldmengenwachstum in der Schweiz



unangenehm. Im Unterschied zum Preisschub von 1979–81 fiel er wesentlich markanter aus als in unseren Nachbarländern. Daher stellt sich die Frage, wie die unbefriedigenden Ergebnisse der schweizerischen Geldpolitik in den vergangenen drei Jahren erklärt werden können.

Die Grafik 1 liefert zumindest eine teilweise Antwort auf diese Frage. Sie deutet darauf hin, dass in der Schweiz eine ziemlich enge Beziehung zwischen dem Preisniveau und der Geldmengenentwicklung besteht. Eine deutliche Wachstumsbeschleunigung der Notenbankgeldmenge und der Geldmenge M_1 führt in der Regel zu einer Zunahme der Teuerung, während eine deutliche Wachstumsverlangsamung die gegenteilige Wirkung hat. Dabei spielt es keine grosse Rolle, ob auf die Notenbankgeldmenge oder die Geldmenge M_1 abgestellt wird, da die beiden Aggregate zumeist eng korreliert sind. Freilich ist aus der Grafik 1 auch ersichtlich, dass eine beträchtliche zeitliche Verzögerung zwischen Preis und Geldmengenentwicklung besteht. Vergleicht man die wichtigen Wendepunkte in der Preis und Geld-

mengenentwicklung, gewinnt man den Eindruck, dass die zeitliche Verzögerung in der Wirkung der Geldpolitik bis zu drei Jahre betragen kann. So erreichte – um ein Beispiel zu nennen – das Geldmengenwachstum im Herbst 1978 einen Höhepunkt, während die Teuerung im Spätsommer 1981, d.h. knapp drei Jahre später, auf ihren Spitzenwert kletterte.

Eine markante Abweichung von diesem Muster lässt sich nur für 1988 beobachten. Zu Beginn dieses Jahres nahm die Geldmenge M_1 – wie schon im Vorjahr – sprunghaft zu, während die Notenbankgeldmenge drastisch schrumpfte, nachdem sie im Vorjahr noch deutlich gestiegen war. Somit sandten die beiden Geldaggregate im Jahre 1988 widersprüchliche Signale zum geldpolitischen Kurs der Nationalbank aus. Auf die Gründe für das unterschiedliche Verhalten der beiden Aggregate soll unter Ziffer 2 eingegangen werden. An dieser Stelle sei lediglich vermerkt, dass die Entwicklung der Geldmenge M_1 den geldpolitischen Kurs besser skizziert als die Notenbankgeldmenge. Obwohl damals beide Aggregate als geldpolitische

Indikatoren zu wünschen übrig liessen, besteht kein Zweifel, dass die Nationalbank das Geldmengenwachstum von Anfang 1987 bis zum Frühjahr 1988 deutlich beschleunigte. Es ist deshalb nicht erstaunlich, dass die Teuerung mit der üblichen zeitlichen Verzögerung wieder zunahm. Die Verzögerung betrug auch in dieser Phase steigender Teuerung ungefähr drei Jahre. Sie ist indes schwierig zu schätzen, da die Teuerung in den Jahren 1990 und 1991 nicht einen oberen Wendepunkt, sondern ein oberes Plateau erreichte, das sich über volle zwölf Monate erstreckte. Legt man den oberen Wendepunkt auf die Mitte des Plateaus fest, dürfte die Teuerung ihr Maximum im Februar 1991 erreicht haben, während das Wachstum der Geldmenge M_1 Anfang 1988 auf seinen Höchstwert kletterte.

Diese Ausführungen zeigen deutlich, dass die unbefriedigenden Ergebnisse der schweizerischen Teuerungsbekämpfung zumindest teilweise in der Geldpolitik selbst begründet sind. So sah sich die Nationalbank nach 1974 in zwei Fällen genötigt, das Geldmengenwachstum auszuweiten und damit die Gefahr eines erneuten Teuerungsanstiegs heraufzubeschwören. Weshalb wich die Nationalbank von ihrer Politik der konsequenten Teuerungsbekämpfung in diesen zwei Fällen ab?

2. Gründe der Beschleunigung des Geldmengenwachstums Ende der siebziger und Ende der achtziger Jahre

2.1 Ende der siebziger Jahre

Der Grund für die erneute Beschleunigung des Geldmengenwachstums im Jahre 1978 liegt in der Entwicklung des Wechselkurses. Die Grafik 2 zeigt die Bewegungen des realen Wechselkurses des Schweizer Frankens sowohl gegenüber der D-Mark als auch gegenüber den Währungen der 15 wichtigsten Handelspartner der Schweiz.¹ Der reale Wechselkurs dient als grober Indikator der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Wirtschaft. Aus der Grafik 2 ist ersichtlich, dass der reale Frankenkurs teilweise massiv schwankte. Die reale Aufwertungstendenz war in den siebziger Jahren besonders ausgeprägt. Sie setzte sich jedoch in den achtziger Jahren in abgeschwächtem Ausmass fort. Die

tendenzielle reale Aufwertung des Schweizer Frankens stellte für die schweizerische Wirtschaft kein schwerwiegendes Problem dar. Grössere Schwierigkeiten bereiteten hingegen die heftigen vorübergehenden Ausschläge. So kletterte der reale Frankenkurs im Jahre 1978 auf Höhen, die die internationale Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Wirtschaft stark beeinträchtigten und Befürchtungen auf einen massiven Beschäftigungseinbruch aufkommen liessen. Nachdem die Nationalbank im Laufe der siebziger Jahre wiederholt versucht hatte, den Höhenflug des Frankens abzubremsen, rückte sie im Herbst 1978 von ihrem Geldmengenziel ab und legte vorübergehend ein Wechselkursziel – in Form einer Untergrenze für den Frankenpreis der D-Mark – fest. Die Interventionen am Devisenmarkt liessen das Wachstum der Notenbankgeldmenge und des Aggregats M_1 anschwellen. Die Nationalbank überschritt daher das Wachstumsziel für M_1 , das sie auf 4% festgelegt hatte, im Jahre 1978 mit 16,2% massiv. Freilich beruhigte sich die Lage am Devisenmarkt rasch, so dass sie schon im folgenden Jahr einen grossen Teil des Liquiditätsüberhangs wieder abbauen und zu einer an der Geldmenge orientierten Politik zurückkehren konnte.

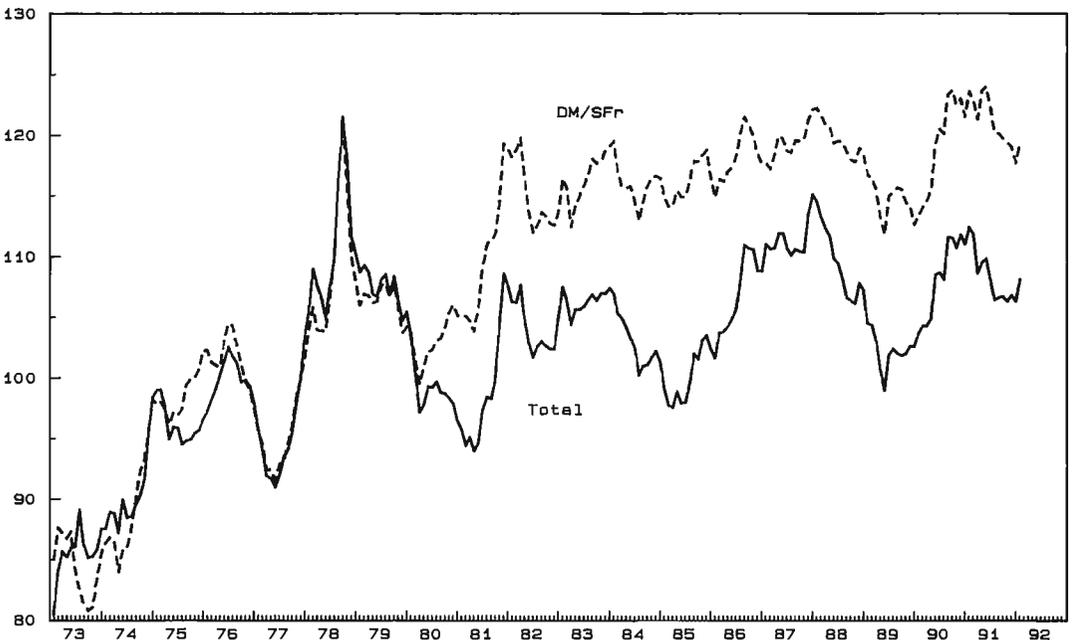
2.2 Ende der achtziger Jahre

Weniger eindeutig sind die Gründe für die Beschleunigung des Geldmengenwachstums in den Jahren 1987 und 1988. Dies dürfte erklären, weshalb die Geldpolitik, welche die Nationalbank in den Jahren 1987 und 1988 verfolgte, in der Öffentlichkeit intensiv diskutiert wird. Auffallend ist, dass sich um jene Ereignisse teilweise Legenden emporranken, die wenig mit der damaligen Wirklichkeit zu tun haben. Deshalb soll vorerst der Kurs der Nationalbank in jenen beiden Jahren beschrieben werden, bevor versucht wird, die gegenwärtige, hohe Teuerung zu erklären.

Die meisten Beobachter der schweizerischen Geldpolitik (vgl. beispielsweise Kommission für Konjunkturfragen, 1991, S. 4) beschreiben jene Ereignisse ungefähr so: Die Nationalbank habe –

¹ Der nominelle Wechselkurs wurde um den Konsumentenpreisindex der Schweiz und des Landes mit der betreffenden ausländischen Währung bereinigt.

Realer Wechselkurs des Schweizer Frakens



wie andere Zentralbanken – das Bankensystem nach dem Börsenkrach vom Oktober 1987 mit zusätzlicher Liquidität versorgt, die Liquiditätszufuhr sei in der Schweiz indessen üppiger als in anderen Ländern ausgefallen, da zwei wichtige Finanzinnovationen die Steuerung der Geldmenge ungefähr im gleichen Zeitraum erschwert hätten.

Anfang 1988 wurden in der Schweiz neue Vorschriften zur Liquiditätshaltung der Banken eingeführt, die unter anderem den geforderten Mindestbestand an Kasse sehr stark reduzierten. Ein weiterer Zweck der neuen Liquiditätsvorschriften bestand darin, das sogenannte Ultimoproblem am schweizerischen Geldmarkt zu lösen. Unter dem alten Regime stieg die Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld regelmässig am Monatsende, da die Vorschrift nur zu diesem Zeitpunkt durchgesetzt wurde. Heute müssen die Banken ihre Mindestkasse im Durchschnitt einer Periode ausweisen, die vom 20. des Monats bis zum 19. des Folgemonats dauert. Ferner wurde im Sommer 1987 das neue elektronische Interbank-Zahlungssystem SIC (Swiss Interbank Clearing) in

Betrieb gesetzt, das ein Jahr später seine volle Funktionsfähigkeit erreichte. Diese Innovationen gestatteten den Banken, ihre Nachfrage nach Notenbankgeld massiv zu verringern.² Die Nationalbank habe – so wird weiter argumentiert – die Bedeutung und das Ausmass dieser Nachfrageverschiebung unterschätzt und viel zu spät mit einem Abbau des Geldangebots reagiert. Die Geldpolitik sei daher im Jahre 1988 de facto zu expansiv gewesen.

Diese Charakterisierung der schweizerischen Geldpolitik ist teilweise falsch und vor allem unvollständig. Das Wachstum der Geldmenge beschleunigte sich nicht erst nach dem Börsenkrach, sondern schon vorher. Nachdem die Nationalbank im Jahre 1986 ihr Wachstumsziel für die Notenbankgeldmenge von 2% genau erreicht hatte, beschleunigte sich das Wachstum des Notenumlaufs Anfang 1987 unerwartet. Da das Wachstum des Notenumlaufs das Geldmengen-

² Die Liquiditätsvorschriften wurden unter anderem gelockert, um den Banken zu ermöglichen, die Vorteile des SIC voll auszuschöpfen.

ziel, das im Jahre 1987 ebenfalls 2% betrug, übertraf, hätte die Nationalbank ihre Vorgabe nur einhalten können, wenn sie die Giro Guthaben, welche die Banken bei ihr halten, abgebaut hätte. Dies hätte zu einem Anstieg der inländischen Zinssätze geführt, der das Wachstum des Notenumlaufs mit der Zeit gebremst hätte. Die Nationalbank wollte jedoch einen Zinsanstieg vermeiden, da der Schweizer Franken einmal mehr zur Stärke neigte (vgl. Grafik 2). Sowohl der Schweizer Franken als auch andere wichtige Währungen gewannen damals gegenüber dem amerikanischen Dollar deutlich an Wert. Noch grössere Sorgen bereitete das Verhalten der D-Mark/Franken-Relation. Jedesmal wenn die schweizerischen Geldmarktsätze relativ zu den deutschen stiegen, drohte sich der Franken gegenüber der D-Mark aufzuwerten.

Über die Gründe der damaligen Frankenstärke tappen wir im dunkeln. Sie hing vermutlich teilweise mit den Aktivitäten der Siebnergruppe zusammen. Diese spielte im Jahre 1987 eine fragwürdige währungspolitische Rolle. Sie versuchte, stabilitätsbewusste Länder wie Deutschland und Japan zu einer Lockerung ihrer Geldpolitik zu veranlassen.³ Obwohl die Deutsche Bundesbank diesen Druckversuchen weitgehend widerstand, wurde die deutsche Geldpolitik von den Märkten – im Unterschied zur schweizerischen – als expansiv eingestuft. Die Deutsche Bundesbank überschritt ihre Geldmengenziele in den Jahren 1986 und 1987 deutlich, was zu dieser Einschätzung der deutschen Geldpolitik Anlass gab. In Wirklichkeit verfolgten sowohl die Nationalbank als auch die Deutsche Bundesbank einen ähnlichen Kurs. Diese Fehleinschätzung dürfte die Stärkeneigung des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark erklären.

Als sich der Dollarkurs im Sommer und Frühjahr 1987 vorübergehend stabilisierte, verschärfte die Nationalbank ihre Geldpolitik wieder leicht. Da sich die Deutsche Bundesbank ähnlich verhielt, hatte dies keine nennenswerten Auswirkungen auf den D-Mark/Franken-Kurs (vgl. dazu Schweizerische Nationalbank, 1988, S. 8). Der Börsenkrach änderte das geldpolitische Umfeld indessen schlagartig. Mit einer Verspätung von ungefähr einem Monat begannen die Schweizer Banken – wie schon vorher die amerikanischen

Finanzinstitute – ihre Liquidität aufzustocken. Die Nationalbank sah sich daher ab Mitte November veranlasst, den Banken vorübergehend zusätzliches Notenbankgeld zur Verfügung zu stellen. Diese Liquiditätszufuhr beeinflusste das durchschnittliche Wachstum der Notenbankgeldmenge im Jahre 1987 jedoch nur unwesentlich. Die Notenbankgeldmenge nahm saisonbereinigt um durchschnittlich 3,5% gegenüber einem Ziel von 2% zu.⁴ Ohne die Liquiditätszufuhr nach dem Börsenkrach hätte diese Zuwachsrate vielleicht 3,2% betragen. Die Beschleunigung des Geldmengenwachstums im Jahre 1987, die sich auch in einer markanten Zunahme der Geldmenge M_1 äusserte, erklärt sich somit fast ausschliesslich aus der Rücksichtnahme auf den Wechselkurs.

Da nach dem Börsenkrach allgemein mit einer starken konjunkturellen Abkühlung der Weltwirtschaft gerechnet wurde, beschloss die Nationalbank, ihre expansive Geldpolitik – angesichts der Frankenstärke – im Jahre 1988 fortzusetzen. Sie erhöhte daher das Wachstumsziel für die Notenbankgeldmenge von 2% auf 3%. Aufgrund des bevorstehenden, innovationsbedingten Nachfrage-rückgangs rechnete die Nationalbank damit, dass sie das Ziel unterschreiten werde. Dieses war deshalb nicht als Richtschnur für die Steuerung der Geldmenge gedacht. Die Nationalbank wollte der Öffentlichkeit mit dieser Vorgabe vielmehr mitteilen, sie beabsichtige, den Kurs des Vorjahres weiterzuführen. Ferner beschloss sie, sich bei der Steuerung der Geldmenge vorübergehend an den inländischen Geldmarktsätzen zu orientieren. Die Schweizerische Nationalbank (1986, S. 208f.) hatte sich schon Ende 1986 zu den geldpolitischen Problemen, die die Einführung von SIC aufwerfen würde, geäussert. Sie hatte auf die Möglichkeit hingewiesen, bei unerwarteten Verschiebungen der Nachfrage nach Notenbankgeld die inländischen Geldmarktsätze und die Geld-

³ Die japanischen Währungsbehörden lockerten ihre Geldpolitik im Anschluss an das Louvre-Abkommen der Siebner Gruppe vom Februar 1987. Suzuki (1990, S. 567), der frühere Chefökonom der Bank von Japan, führt die starke Beschleunigung des japanischen Geldmengenwachstums nach 1987 auf das Louvre-Abkommen zurück.

⁴ Der damals ausgewiesene, tatsächliche Zuwachs der Notenbankgeldmenge betrug 2,9%. Der Unterschied zwischen diesen beiden Zuwachsraten erklärt sich aus der Tatsache, dass die Nationalbank Anfang 1989 das Saisonbereinigungsverfahren für die Notenbankgeldmenge änderte.

menge M_1 als zusätzliche Indikatoren heranzuziehen.

Die Geldmarktsätze sandten deutliche Signale aus. Der Dreimonatssatz sank von durchschnittlich 3,8% im Jahre 1987 auf 1,6% im Februar 1988. Die Nationalbank reagierte auf den Zinsrückgang mit einem massiven Abbau der von den Banken gehaltenen Bestände an Notenbankgeld. Die Geldmarktsätze erhöhten sich daher wieder und erreichten im Sommer 1988 tendenziell das Vorjahresniveau. Diese Anpassungsprobleme führten dazu, dass die an sich schon expansive Geldpolitik Anfang 1988 zusätzlich gelockert wurde.

Im nachhinein kann man der Nationalbank vielleicht ankreiden, sie habe auf die Verringerung der Nachfrage nach Notenbankgeld nicht genügend schnell reagiert. Der Vorwurf, sie habe die geldpolitische Bedeutung des Nachfragerückgangs unterschätzt, ist hingegen unberechtigt. Ihre Hauptschwierigkeit bestand damals darin, dass sie zwar mit einer schrumpfenden Geldnachfrage rechnen musste, aber den Zeitpunkt und das Ausmass der Senkung nicht einmal in groben Zügen voraussagen konnte. Zwei Faktoren beeinträchtigten die Treffsicherheit ihrer Prognosen. Zum einen brachte die Revision der Liquiditätsvorschriften nicht nur eine massive Kürzung des durchschnittlichen Liquiditätssatzes, sondern war auch mit einer Systemänderung verbunden, die eine komplizierte Regelung durch eine wesentlich einfachere ersetzte. Zum andern war es unmöglich, die Wirkungen des neuen Interbank-Zahlungssystems SIC auf die Geldnachfrage zuverlässig zu prognostizieren.

3. Ausweitung der Geldmenge und Teuerung

3.1 Expansionsgrad der Geldpolitik Ende der siebziger und Ende der achtziger Jahre nur scheinbar ähnlich

Erklärt die expansive Geldpolitik, welche die Nationalbank im Jahre 1987 und in der ersten Hälfte 1988 führte, den jüngsten Teuerungsanstieg in der Schweiz? Viele Kommentatoren sind der Meinung, die Antwort auf diese Frage sei klar. So weist die Kommission für Konjunkturfragen in ihrem Bericht vom 7. Juni 1991 (S.4f.) auf den engen

Zusammenhang zwischen der schweizerischen Teuerung und der Entwicklung der Geldmenge M_1 hin. Die KfK betrachtet die starke Expansion der Geldmenge M_1 im Jahre 1987 und Anfang 1988 als die Ursache der gegenwärtigen Teuerung. Sie betont insbesondere die frappierende Ähnlichkeit zwischen der gegenwärtigen Teuerungsphase und jener vor zehn Jahren. Das Wachstum der Geldmenge M_1 beschleunigte sich in der Tat sowohl Ende der siebziger als auch Ende der achtziger Jahre in ähnlichem Ausmass. Daher zeigt sich die KfK nicht überrascht, dass auch die Teuerung in beiden Fällen im selben Umfang stieg.

Die KfK argumentiert – dies sei unterstrichen – im Kern überzeugend. Auch die Nationalbank ist der Meinung, zwischen der gegenwärtigen Teuerung und der Geldpolitik von 1987/88 bestehe ein Zusammenhang. Sie hat auf diesen Tatbestand in den vergangenen zwei Jahren wiederholt hingewiesen. Dennoch sticht die Ähnlichkeit zwischen der gegenwärtigen Teuerungsphase und jener vor zehn Jahren nicht so ins Auge, wie dies die Analyse der KfK suggeriert.

Die KfK übersieht in ihrer Analyse eine wichtige Tatsache. So vermittelte im Jahre 1988 nicht nur die Notenbankgeldmenge, sondern auch die Geldmenge M_1 ein falsches Bild des von der Notenbank verfolgten Kurses. Die Nationalbank gelangte schon im Dezember 1987 aufgrund von Informationen der Banken zum Schluss, dass die Revision der Liquiditätsvorschriften die geldpolitische Aussagekraft der Geldmenge M_1 mit grosser Wahrscheinlichkeit verfälschen werde. Unter dem alten Liquiditätsregime hatten Grosskunden vor dem Monatsende jeweils Sichteinlagen abgezogen und diese Mittel vorübergehend in Termindepots angelegt, um von den hohen Ultimosätzen profitieren zu können. Die Nationalbank musste damit rechnen, dass die Revision der Liquiditätsvorschriften nicht nur die hohen Ultimosätze, sondern auch das Ultimoloch bei den Sichteinlagen zum Verschwinden bringen werde. Die Geldmenge M_1 , die auf Monatsenddaten beruht, werde deshalb Anfang 1988 aus statistischen Gründen nach oben springen. Allerdings existieren keine Tagesdaten für die Sichteinlagen, die es der Nationalbank ermöglicht hätten, das Ausmass der Verzerrung von M_1 auch nur in groben Zügen zu bestimmen.

Der erwartete Sprung der Geldmenge M_1 trat Anfang 1988 in der Tat auf. Nachdem sich in der Vergangenheit die Sichteinlagen von Dezember bis Februar aus saisonalen Gründen regelmässig zurückgebildet hatten, nahmen sie Anfang 1988 – im Unterschied zum üblichen Muster – deutlich zu. Das Jahreswachstum von M_1 schnellte von gut 10% im Dezember 1987 auf rund 19% im Februar 1988. Dieser Anstieg widerspiegelte zumindest teilweise die erwähnte Verzerrung (vgl. dazu Schweizerische Nationalbank, 1989, S. 29f.). Die Nationalbank hätte deshalb unverantwortlich gehandelt, wenn sie sich Anfang 1988 hauptsächlich an der Geldmenge M_1 orientiert hätte. Der Vergleich der beiden Teuerungsphasen darf somit nicht allein auf der Entwicklung der Geldmenge M_1 beruhen. Wir benötigen dazu andere geldpolitische Indikatoren. Leider gibt es keine Indikatoren, die sich für einen solchen Vergleich in jeder Hinsicht eignen. Die Notenbankgeldmenge, die normalerweise ziemlich parallel zur Geldmenge M_1 verläuft, war – wie schon ausgeführt wurde – im Jahre 1988 auch verzerrt. Dies gilt indessen nicht für die wichtigste Komponente der Notenbankgeldmenge, den Notenumlauf, der sich normalerweise ebenfalls ähnlich wie die Geldmenge M_1 verhält. Im Unterschied zur Geldmenge M_1 stieg der Notenumlauf Ende der achtziger Jahre wesentlich weniger stark als Ende der siebziger Jahre. Im Januar 1979 erreichte das Jahreswachstum des Notenumlaufs einen Spitzenwert von 9,1% gegenüber 4,9% im Mai 1988.

Beim Vergleich dieser beiden Zuwachsraten muss allerdings berücksichtigt werden, dass die Ziffer für Januar 1979 den damaligen Expansionsgrad der Geldpolitik möglicherweise leicht überzeichnet. Am Ende von geraden Jahren steigt der Notenumlauf normalerweise vorübergehend. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass auf Bundesebene und in vielen Kantonen der letzte Tag von geraden Jahren für die steuerliche Erfassung der Vermögen massgebend ist. Ferner ist nicht auszuschliessen, dass Neuerungen im Zahlungsverkehr im Laufe der achtziger Jahre zu einem leichten Wachstumsrückgang beim Notenumlauf führten. Solche Neuerungen dürften indessen die Vergleichbarkeit der Zuwachsraten für 1978 und 1988 kaum beeinträchtigt haben. Die Nationalbank verringerte Ende 1990 das mittelfristige Ziel für die saisonbereinigte Notenbank-

geldmenge zwar von 2% auf 1%. Diese Reduktion spiegelte jedoch weniger die neuen Zahlungsgewohnheiten im Bargeldbereich als die geänderte Zusammensetzung der Notenbankgeldmenge im Anschluss an die Revision der Liquiditätsvorschriften und die Einführung von SIC.

Ähnliche Schlüsse ergeben sich, wenn neben dem Notenumlauf auch die Giroguthaben bei der Nationalbank – die andere Komponente der Notenbankgeldmenge – berücksichtigt werden. Zu diesem Zweck benötigen wir eine Schätzung des Geldüberhangs, den die Nationalbank Anfang 1988 als Folge der verzögerten Reaktion auf den Rückgang der Liquiditätsnachfrage schuf. Das Ausmass des Geldüberhangs kann folgendermassen geschätzt werden.

3.2 Schätzung des Geldüberhangs im Jahre 1988

Die Entwicklung der Geldmarktsätze deutet darauf hin, dass der Geldüberhang bis zum Juli 1988 weitgehend und bis zum Oktober 1988 vollständig abgebaut war. So kehrte der Dreimonatssatz für Eurofrankeneinlagen im Juli 1988 wieder ungefähr auf das Niveau zurück, das er unmittelbar vor dem Börsenkrach erreicht hatte. Anschliessend sank er noch einmal leicht. Im Oktober 1988 stieg er erneut auf das Niveau vor dem Börsenkrach, um daraufhin weiter in die Höhe zu klettern. Dieses Entwicklungsmuster lässt den Schluss zu, dass die Giroguthaben im Oktober 1988 wieder etwa auf ihr Niveau vor dem Börsenkrach eingependelt wären, wenn weder die neuen Liquiditätsvorschriften noch SIC eingeführt worden wären.⁵

Es ist schwierig, den Geldüberhang, der in der Periode von Januar bis September 1988 als Folge des verzögerten Liquiditätsabbaus entstand, mit grosser Präzision zu schätzen. Wir beschränken uns darauf, die höchstmöglichen Werte des Geldüberhangs zu berechnen. Der effektive Geldüberhang hätte diesen Maximalwerten entsprochen, wenn die Nachfrage nach Giroguthaben schon

⁵ Wahrscheinlich wären sie auf einem Niveau eingependelt, das leicht über Ihrem Stand vor dem Börsenkrach gelegen hätte. Denn das Wachstum der Bankeinlagen hätte den Nachfrage nach Giroguthaben erhöht. Ich vernachlässige diesen Effekt, da er die Schätzungen des Geldüberhangs nicht wesentlich beeinflusst.

im Januar 1988 schlagartig auf das Niveau von Oktober 1988 gesunken wäre. Wir können jedoch davon ausgehen, dass er beträchtlich unter den berechneten Maximalwerten lag, weil sich die Nachfrage nach Giro Guthaben nicht schlagartig, sondern kontinuierlich verringerte, wobei der Rückgang vor allem in der Periode Januar bis Mai 1988 ausgeprägt war. Die hier berechneten Maximalwerte überzeichnen somit den Expansionsgrad der Geldpolitik, welche die Nationalbank bis zum Herbst 1988 verfolgte.

Die Berechnung der Maximalwerte des Geldüberhangs ist in Tabelle 1 dargestellt. Die Kolonne (1) zeigt die tatsächlichen monatlichen Bestände der Giro Guthaben in den Jahren 1987 und 1988. Die Kolonne (2) weist die Girobestände aus, welche

die Banken angestrebt hätten, wenn sie ihre Liquiditätsnachfrage Anfang 1988 schlagartig auf das Niveau von Oktober 1988 verringert hätten. Die Maximalwerte des Geldüberhangs, die in der Kolonne (3) präsentiert werden, entsprechen der Differenz zwischen den Zahlen in den Kolonnen (1) und (2).

In einem nächsten Schritt bestimmen wir das Wachstum der Notenbankgeldmenge, das sich im Jahre 1988 ergeben hätte, wenn der innovationsbedingte Rückgang der Liquiditätsnachfrage ausgeblieben wäre, aber der Geldüberhang trotzdem seine Maximalwerte erreicht hätte. Dabei sei angenommen, dass die Giro Guthaben im Jahre 1988 – ohne den Geldüberhang – ungefähr ihrem Stand von September 1987, d. h. unmittelbar vor dem Börsenkrach, entsprochen hätten. Die Nationalbank nahm zwar Anfang 1988 immer noch auf den Börsenkrach Rücksicht, doch war der Geldüberhang mehr als ausreichend, um die von der Nationalbank angestrebte, liquide Verfassung der inländischen Finanzmärkte zu gewährleisten.

Die Maximalwerte der Giro Guthaben, die aufgrund des beschriebenen Verfahrens ermittelt wurden, sind aus Kolonne (4) ersichtlich. Für 1987 stimmen die Maximalwerte mit den tatsächlichen Beständen überein. Für 1988 entsprechen sie der Summe aus dem tatsächlichen Bestand im September 1987 und den in Kolonne (3) ausgewiesenen Werten des Geldüberhangs. Die Maximalwerte für die Giro Guthaben, gepaart mit den von der Nationalbank publizierten Zahlen für den Notenumlauf, ergeben eine Reihe für die Notenbankgeldmenge, die ein Urteil über den geldpolitischen Kurs im Jahre 1988 zulässt. Die Kolonne (5) zeigt die aufgrund dieser Reihe ermittelten Jahresveränderungsraten der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge im Jahre 1988.⁶ Für 1987 sind die von der Nationalbank publizierten Werte ausgewiesen.

Die Zahlen in der Kolonne (5) überzeichnen – wie schon betont wurde – den Expansionsgrad der schweizerischen Geldpolitik im Jahre 1988. Vor allem die für Januar 1988 berechnete Zuwachs-

Tabelle 1: Geldüberhang und Wachstum der Notenbankgeldmenge

	Giro Guthaben (Mrd. Franken)				NBGM ¹⁾
	Tatsächlich (1)	Gironachfrage, Minimalwerte (2)	Geldüberhang, Maximalwerte (3)	Giro Guthaben, Maximalwerte (4)	
1987					
Jan.	8.5			8.5	1.0
Feb.	8.2			8.2	2.6
März	8.6			8.6	2.8
April	8.7			8.7	4.0
Mai	8.3			8.3	2.5
Juni	8.7			8.7	3.8
Juli	8.8			8.8	4.7
Aug.	8.1			8.1	3.9
Sept.	8.4			8.4	2.1
Okt.	8.3			8.3	3.3
Nov.	8.7			8.7	4.3
Dez.	10.6			10.6	7.2
Ø					3.5
1988					
Jan.	8.9	4.3	4.6	13.0	18.5
Feb.	7.4	4.3	3.1	11.5	12.9
März	6.6	4.3	2.3	10.7	10.0
April	6.1	4.3	1.8	10.2	8.2
Mai	5.3	4.3	1.0	9.4	6.8
Juni	5.4	4.3	1.1	9.5	5.4
Juli	5.8	4.3	1.5	9.9	6.0
Aug.	5.1	4.3	0.8	9.2	5.9
Sept.	4.8	4.3	0.5	8.9	4.7
Okt.	4.3	4.3	0.0	8.4	3.6
Nov.	4.0	4.3	-0.3	8.1	1.7
Dez.	4.2	4.3	-0.1	8.3	-2.4
Ø					6.8

1) Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge
2) Gegenüber entsprechendem Vorjahremonat

⁶ Für die Saisonbereinigung wurden die von der Nationalbank publizierten Saisonfaktoren verwendet.

rate der Notenbankgeldmenge ist eindeutig zu hoch. Die Entwicklung der Geldmarksätze deutet darauf hin, dass der Geldüberhang nicht im Januar, sondern im Februar seinen Spitzenwert erreichte. Deshalb dürfte das Geldmengenwachstum im Januar 1988 im ungünstigsten Falle ein Maximum von rund 13% erreicht haben.

Diese Ziffer war viel niedriger als die im Jahre 1978 erreichten Höchstwerte. Im Herbst 1978 kletterte das Wachstum der Notenbankgeldmenge vorübergehend auf über 30%. Im Jahresdurchschnitt 1978 betrug es 16,6%.⁷ Für 1988 ergeben die geschätzten Maximalwerte einen entsprechenden durchschnittlichen Zuwachs von 6,8%. Da diese Zuwachsrates eine Obergrenze darstellt, war die Erhöhung in Wirklichkeit geringer als 6,8%. Die OECD (1989, S. 44) schätzte die Ausweitung der Notenbankgeldmenge, die sich im Jahre 1988 ohne den innovationsbedingten Rückgang der Liquiditätsnachfrage ergeben hätte, auf 4%. Interne Berechnungen der Nationalbank ergaben das gleiche Resultat (Rich, 1989, Tabelle 1). Wir gelangen einmal mehr zum Schluss: Die schweizerische Geldpolitik war Ende der achtziger Jahre wesentlich weniger expansiv als zehn Jahre zuvor. Somit stellt sich die Frage, weshalb die Teuerung in beiden Phasen dennoch in einem ähnlichen Ausmass stieg.

4. Keine befriedigende Antwort der Geldtheorie

Die neuere Geldtheorie, die auf der Annahme rationaler Erwartungen beruht, liefert keine eindeutige Antwort auf diese Frage. Die Wirkungen der Geldpolitik hängen nämlich entscheidend davon ab, ob die Nationalbank das Wachstum des Geldangebots dauernd oder nur vorübergehend verändert.

Nehmen wir an, die Nationalbank erhöhe das Wachstum des Geldangebots dauernd um 10 Prozentpunkte. In diesem Falle muss sie damit rechnen, dass die Teuerung ebenfalls dauernd um 10 Prozentpunkte steigen wird, sofern andere volkswirtschaftliche Grössen wie die Produktion und die Geldumlaufgeschwindigkeit längerfristig unverändert bleiben. Wesentlich schwieriger ist die Analyse der Wirkungen vorübergehender Änderungen der Geldpolitik. Weitete die Nationalbank

das Wachstum des Geldangebots nur vorübergehend um 10 Prozentpunkte aus, klettert natürlich auch die Teuerung lediglich vorübergehend in die Höhe. Ferner dürfte der Teuerungsanstieg – gemäss der Theorie rationaler Erwartungen – weniger als 10 Prozentpunkte betragen, da die Marktteilnehmer die vorübergehende Natur des geldpolitischen Kurswechsels in Rechnung stellen, wenn sie die Preise festlegen. Dabei hängt das Ausmass des Teuerungsanstiegs nicht allein vom Ausmass der Beschleunigung des Geldmengenwachstums, sondern auch von anderen Faktoren ab.

So dürfte der Teuerungsanstieg um so geringer ausfallen, je rascher die Nationalbank wieder zum ursprünglichen geldpolitischen Kurs zurückkehrt (vgl. Rich, 1990). Ferner spielt die Glaubwürdigkeit der Nationalbank eine wichtige Rolle. Die Marktteilnehmer müssen überzeugt sein, dass die Nationalbank die Geldpolitik nur vorübergehend lockert. Zweifeln sie an der Bereitschaft der Nationalbank, ihren expansiven Kurs wieder zu korrigieren, dürfte die Teuerung stärker anziehen, als wenn das Vertrauen in die Geldbehörde gewahrt bleibt.

Ebenfalls bedeutsam ist die Frage, wie flexibel die Preise und Löhne auf die Lockerung der Geldpolitik reagieren. Sowohl in der Schweiz als auch in andern Ländern sind viele Preise und Löhne kurzfristig starr. Diese Rigiditäten vermindern die Gefahr, dass eine vorübergehende Lockerung der Geldpolitik die Teuerung anheizt. Kehrt die Zentralbank zum ursprünglichen Kurs zurück, bevor die Teuerung merklich anzieht, braucht eine vorübergehende Lockerung der Geldpolitik das Preisniveau nicht wesentlich zu beeinflussen.⁸

Die neuere Geldtheorie lässt somit die Möglichkeit zu, dass eine vorübergehende Lockerung der

⁷ Die saisonbereinigten Zahlen für die Notenbankgeldmenge sind nur für die Periode ab 1980 verfügbar. Die für 1978 berechneten Zuwachsrates beruhen auf den von der Nationalbank damals publizierten Daten für die bereinigte Notenbankgeldmenge.

⁸ Diese Liste der zusätzlichen Faktoren ist unvollständig. So muss die Zinsempfindlichkeit der Geldnachfrage ebenfalls berücksichtigt werden. Eine hohe Zinsempfindlichkeit dämpft die Wirkung einer vorübergehenden Lockerung der Geldpolitik auf das Preisniveau. Die verbale Analyse, die hier vorgelegt wird, stützt sich auf McCallum (1989, Kap. 10).

Geldpolitik die Teuerung je nach Umständen unterschiedlich stark beeinflusst. Dennoch ist es fraglich, ob die neuere Geldtheorie imstande ist, die unterschiedlichen Wirkungen der Geldpolitik Ende der siebziger und Ende der achtziger Jahre zu erklären. So dauerte die Phase expansiver Geldpolitik in beiden Fällen ungefähr 1½ Jahre. Es ist auch unwahrscheinlich, dass die Marktteilnehmer die Lockerung der Geldpolitik Ende der achtziger Jahre irrtümlich als dauerndes Phänomen betrachteten. Eher das Gegenteil dürfte zutreffen. Die Kritiker der Nationalbank vergessen heute gerne, dass der verzögerte Liquiditätsabbau in der ersten Jahreshälfte 1988 zwar die kurzfristigen Zinssätze vorübergehend deutlich senkte, aber die langfristigen Zinssätze überhaupt nicht und den Wechselkurs nur beschränkt beeinflusste. Der Franken verlor im Laufe des Jahres 1988 zwar leicht an Wert, doch der eigentliche Kurszerfall setzte erst im Februar 1989 ein, nachdem die Nationalbank die geldpolitischen Zügel wieder gestrafft hatte. Die Marktteilnehmer setzten den verzögerten Liquiditätsabbau richtigerweise mit einer nur vorübergehenden Lockerung der Geldpolitik gleich.

Ferner verschärfte die Nationalbank ihre Geldpolitik lange bevor die schweizerische Teuerung anzog. Diese erhöhte sich von knapp 2% im Herbst 1988 auf etwa 3% im Sommer 1989. Der eigentliche Teuerungssprung auf 5% und darüber trat indessen erst im Herbst 1989 ein (Grafik 1).

Die Glaubwürdigkeit der Nationalbank war im Jahre 1989 zugegebenermassen ein häufiges Diskussionsthema. Freilich bezweifelten die wenigsten Beobachter, dass die Nationalbank eine straffe Politik führe. Die Klagen über die Nationalbank betrafen vielmehr die Präsentation der Geldpolitik in der Öffentlichkeit, da die Aussagekraft der Notenbankgeldmenge immer noch zu wünschenswerten übrig liess. Verschiedene Indizien deuten darauf hin, dass die Nationalbank nicht nur einen restriktiven Kurs steuerte, sondern auch die Marktteilnehmer davon zu überzeugen vermochte:

- Das Wachstum der Geldmenge M_1 begann im Herbst 1988 drastisch zu sinken, und die monatlichen Veränderungsraten wurden ab Januar

1989 negativ. Die Geldmarktsätze stiegen von etwa 4% im Herbst 1988 auf über 8% Ende 1989.

- Die Fälligkeitsstruktur der Zinssätze nahm im Laufe des Jahres 1989 eine stark inverse Form an. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer höchstens mit einem vorübergehenden Anstieg der Teuerung und damit der Zinssätze rechneten.

Aus diesen Gründen ist es schwer verständlich, weshalb die Teuerung gegenwärtig auf einem ähnlich hohen Niveau verharrt wie vor zehn Jahren. Die expansive Geldpolitik von 1987/88 erklärt den jüngsten Teuerungsanstieg nur teilweise. Offensichtlich schürten neben der expansiven Geldpolitik noch andere Faktoren die schweizerische Teuerung.

5. Einfluss des weltweiten Konjunkturaufschwungs

Der wichtigste Faktor war der weltweite Konjunkturaufschwung, der in der zweiten Hälfte 1988 einsetzte und praktisch alle Prognostiker überraschte. Er beeinflusste die schweizerische Teuerung über zwei Kanäle. Zum einen stimulierte er die schweizerischen Exporte und löste im Laufe des Jahres 1989 eine eigentliche konjunkturelle Überhitzung der schweizerischen Wirtschaft aus. Diese führte zu einer Austrocknung des inländischen Arbeitsmarktes, welche die Löhne und Preise in die Höhe schnellen liess.

Zum ändern zwang der weltweite Konjunkturaufschwung viele Notenbanken zu einer Straffung ihrer Geldpolitik. So verschärfte die Deutsche Bundesbank ihren Kurs angesichts des unerwartet starken Konjunkturaufschwungs im Laufe des Jahres 1989 massiv. Die Nationalbank versuchte vorerst, am Geldmengenziel, das sie für 1989 angekündigt hatte, festzuhalten. Diese Politik führte auch in der Schweiz zu einem weiteren Zinsanstieg, da die Geld- und Kreditnachfrage konjunkturbedingt zunahm. Die Zinssätze stiegen in der Schweiz vorerst jedoch etwas weniger stark als in Deutschland. Die Marktteilnehmer erhielten deshalb den Eindruck, die Schweiz steuere einen weniger restriktiven geldpolitischen Kurs als un-

ser nördliches Nachbarland. Aus diesem Grunde schwächte sich der Schweizer Franken gegenüber der D-Mark deutlich ab. Der Frankenkurs der D-Mark stieg von rund 84 Ende 1988 auf über 88 im April 1989. Der Kurszerfall des Schweizer Frankens heizte die inländische Teuerung über eine Erhöhung der Preise importierter Güter an. Ferner trug er zum Exportboom und damit zur konjunkturellen Überhitzung der schweizerischen Wirtschaft bei.

Die Frankenschwäche liess der Nationalbank keine andere Wahl, als die Geldpolitik im Verhältnis zum angekündigten Geldmengenziel zu verschärfen. Ab dem Frühjahr 1989 zog sie die geldpolitische Bremse sukzessive an, um die zusätzlichen Teuerungsimpulse, die aus dem Ausland stammten, abzuwehren. Die Führung der Geldpolitik wurde dabei durch einen weiteren Rückgang der Liquiditätsnachfrage erschwert. Trotzdem schwächte sich der Franken noch bis Ende 1989 ab. Die Lage am Devisenmarkt beruhigte sich erst, nachdem die Nationalbank ihren Kurs so massiv verschärft hatte, dass die schweizerischen Geldmarktsätze temporär über das deutsche Niveau anstiegen. Es verstrichen noch einige Monate, bis der Restriktionskurs der Nationalbank im Sommer 1990 die überhitzte inländische Konjunktur zu dämpfen begann. Die Voraussetzung für eine Rückkehr zu einem stabilen Preisniveau war damit geschaffen.

Diese Erklärung der hohen schweizerischen Teuerung wirft freilich eine neue Frage auf. Weshalb stieg die Teuerung in der Schweiz stärker als in den meisten übrigen Industrieländern? Schliesslich war die Schweiz dem internationalen Konjunkturaufschwung nicht allein ausgesetzt. Die Schweiz war auch nicht das einzige Land, das Ende der achtziger Jahre einen expansiven geldpolitischen Kurs steuerte. So sanken in Deutschland die Geldmarktsätze im Jahre 1987 und in der ersten Hälfte 1988 ebenfalls. Der einzige wesentliche Unterschied zwischen Deutschland und der Schweiz betrifft die Zinsentwicklung in der ersten Hälfte 1988. Damals sanken die schweizerischen Geldmarktsätze vorübergehend unter die deutschen, nachdem sie sich während mehrerer Jahre parallel zu jenen unseres nördlichen Nachbarlandes bewegt hatten. Viele Beobachter der schweizerischen Geldpolitik ziehen aus diesen Zins-

bewegungen den Schluss, dass die Nationalbank den Teuerungsschub auslöste, indem sie die Geldmarktsätze vorübergehend auf ein tiefes Niveau sinken liess. Diese Sicht der Dinge vermag jedoch nicht zu überzeugen. So ist nicht klar, wie ein Rückgang der Geldmarktsätze, den die Marktteilnehmer nur als vorübergehend einstuften, einen solchen Teuerungsschub auslösen konnte. Des Rätsels Lösung liegt an einem anderen Ort.

Der Hauptgrund für die vergleichsweise hohe Teuerung liegt in der Tatsache, dass die konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft, die im Jahre 1983 einsetzte, der Schweiz anfänglich ein höheres Realwachstum bescherte, als unseren Nachbarländern. Als die Nationalbank im Jahre 1987 ihre Geldpolitik vorübergehend lockerte, herrschte in der Schweiz schon Vollbeschäftigung, während Deutschland und andere Länder noch über Arbeitslose und unausgeschöpfte industrielle Kapazitäten verfügten. Vielleicht hätte diese vorübergehende Lockerung keinen Teuerungsschub ausgelöst, wenn nicht ein Jahr später der weltweite Konjunkturaufschwung eingesetzt hätte. Die konjunkturelle Überhitzung der schweizerischen Wirtschaft, die darauf folgte, verstärkte den Preisauftrieb, obwohl die Nationalbank schon längst wieder zu einer restriktiven Geldpolitik übergegangen war. Demgegenüber wurde der Konjunkturaufschwung in den meisten anderen europäischen Ländern durch die Auslastung freier Kapazitäten aufgefangen, so dass sich dort der Preisauftrieb in Grenzen hielt.

6. Die Rolle der Indexmechanismen

Ein weiterer Grund für die vergleichsweise hohe schweizerische Teuerung liegt in den in unserem Lande wirksamen Indexmechanismen. Geldpolitisch bedeutsam ist vor allem die Indexierung der Wohnungsmieten, die von Nationalbankvertretern in den letzten Jahren wiederholt kritisiert wurde.

Die Kritik der Nationalbank an der Indexierung der Wohnungsmieten wird allerdings nicht von allen Beobachtern der schweizerischen Geldpolitik geteilt. So bezweifelt der Genfer Ökonometrieprofessor Jacques L'Huillier (1991, S. B4), dass die Inde-

xierung der Wohnungsmieten die Teuerungsbe-kämpfung ernsthaft behindert. Eine ähnliche Meinung wird in einer kürzlich vom Bundesamt für Konjunkturfragen (1991) verfassten Studie zur Teuerung bei den Inlandgütern vertreten.

L'Huillier und das Bundesamt für Konjunkturfragen argumentieren folgendermassen: Betreibe die Nationalbank eine konsequente, auf die Stabilisierung des Preisniveaus ausgerichtete Geldpolitik, komme die Indexierung der Mieten überhaupt nicht zum Tragen. Die Nationalbank brocke sich diese Indexsuppe selbst ein, wenn sie nach einer unangebrachten Lockerung der Geldpolitik die Bremse wieder anziehen müsse.

L'Huillier und das Bundesamt für Konjunkturfragen scheinen implizit davon auszugehen, dass eine erfolgreiche, auf die Stabilisierung des Preisniveaus ausgerichtete Geldpolitik auch das Zinsniveau stabilisiert. Mit der Stabilisierung des Zinsniveaus würde der Indexmechanismus bei den Mieten ausser Kraft gesetzt. Die Meinung der beiden Autoren vermag indessen nicht zu überzeugen. Selbst eingefleischte Monetaristen waren nie der Ansicht, eine erfolgreiche Antiinflationspolitik stabilisiere auch das Zinsniveau. Sie betonten vielmehr zwei Vorteile einer stabilitätsorientierten Geldpolitik.

Die Nationalbank sorgt mit einer solchen Politik – erstens – dafür, dass vom inländischen monetären Sektor keine Teuerungsimpulse ausgehen. Verhindert die Nationalbank Störungen dieser Art, dürfte auch das Zinsniveau stabil bleiben. Die stabilitätsorientierte Geldpolitik erfüllt aber auch einen zweiten nützlichen Zweck, den L'Huillier und das Bundesamt für Konjunkturfragen zu übersehen scheinen. Sie wirkt als Stossdämpfer realer Störungen, welche die Preisniveaustabilität beeinträchtigen könnten.

Diese Stossdämpferfunktion der stabilitätsorientierten Geldpolitik kam vor allem im Jahre 1989 zum Zuge, als der weltweite Konjunkturaufschwung die schweizerische Teuerung zusätzlich anzuhetzen drohte. Da die Nationalbank die dadurch bewirkte Zunahme der Geldnachfrage nicht durch eine Ausweitung des Angebots akkommodierte, kletterten die inländischen Zinssätze in die Höhe. Die stabilitätsorientierte Geldpolitik löste

den Zinsanstieg aus, der notwendig war, um die importierten Teuerungsimpulse zu mässigen. In diesem Sinne wirkte die stabilitätsorientierte Geldpolitik als Stossdämpfer. Somit führt auch eine konsequente Antiinflationpolitik nicht unbedingt zu stabilen Zinssätzen. Sie kann vielmehr Zinsbewegungen auslösen, welche die Wirkungen realer Störungen auf das Preisniveau dämpfen.

Die Indexierung der Wohnungsmieten erschwert die Aufgabe der Nationalbank insofern, als sie die Stossdämpferfunktion der stabilitätsorientierten Geldpolitik schwächt. Die Wohnungsmieten reagieren in der Schweiz – als Folge der staatlichen Überwachung – nur beschränkt auf Angebot und Nachfrage. Sie werden vor allem dann heraufgesetzt, wenn die Hypothekarzinsen steigen. Daher wirken Zinserhöhungen in der Schweiz nicht sofort als Stossdämpfer, sondern schüren vorerst die Teuerung. Dieser Indexmechanismus ist in Zeiten überhitzter Konjunktur ganz besonders gefährlich. Läuft die Wirtschaft auf Hochtouren, ist es ein Leichtes, die höheren Wohnungsmieten auf die Löhne zu überwälzen. Damit wird eine eigentliche Lohn/Preis-Spirale in Gang gesetzt, welche die Stossdämpferfunktion der stabilitätsorientierten Geldpolitik zumindest vorübergehend ausser Kraft setzt.

7. Lehren für die Geldpolitik

Welche Schlüsse lassen sich aus dem jüngsten Teuerungsanstieg ziehen? Drei Lehren für die Geldpolitik drängen sich auf.

7.1 Erste Lehre: Flexible Gestaltung der Geldpolitik ist mit Risiken behaftet

In der ökonomischen Literatur ist die Frage höchst umstritten, inwieweit die Zentralbanken ihre Geldpolitik auf die mittlere Frist ausrichten und inwieweit sie auf kurzfristige Entwicklungen Rücksicht nehmen sollten. Grundsätzlich kann man zwischen zwei Gruppen von geldpolitischen Ratgebern unterscheiden. Die eine Gruppe empfiehlt den Zentralbanken, eine stetige Geldpolitik zu führen. Die andere setzt sich für eine flexible Geldpolitik ein.

Die Befürworter einer stetigen Geldpolitik knüpfen an das monetaristische Postulat einer kontinuierlichen Ausweitung des Geldangebots an. Sie möchten die Zentralbanken dazu verpflichten, ihre Geldpolitik ausschliesslich auf die Stabilisierung des Preisniveaus auszurichten. Die Zentralbanken sollten eine stetige Geldpolitik führen und davon absehen, vom stabilitätsorientierten Kurs abzuweichen. Denn selbst vorübergehende Abweichungen würden die Gefahr eines Teuerungsanstiegs heraufbeschwören. Damit wäre die Geldpolitik – um einen in der ökonomischen Literatur gängigen Begriff zu verwenden – nicht mehr zeitkonsistent (vgl. Kydland and Prescott, 1977). Die Zentralbanken würden – mit anderen Worten – kurzfristig zwar optimale Ergebnisse erzielen, aber langfristig das Ziel eines stabilen Preisniveaus verfehlen.

Andere Ratgeber setzen sich – aus unterschiedlichen Gründen – für eine flexible Geldpolitik ein. So wird häufig die Meinung vertreten, die Gewährleistung einer hohen Beschäftigung sei ebenso wichtig wie die Stabilisierung des Preisniveaus. Daher dränge sich eine flexible Handhabung der Geldpolitik auf. Diese Auffassung ist abzulehnen. Die Stabilisierung des Preisniveaus sollte das vorrangige geldpolitische Ziel darstellen. Hingegen sind jene Vorschläge diskussionswürdig, die darauf abzielen, den Zentralbanken einen beschränkten Spielraum für vorübergehende Änderungen der Geldpolitik zu gewähren, ohne die Verpflichtung zur Stabilisierung des Preisniveaus grundsätzlich in Frage zu stellen.

Eine flexible Geldpolitik in diesem Sinne könnte dazu eingesetzt werden, die kurzfristigen Schwankungen der Produktion und Beschäftigung zu glätten oder die häufig massiven Ausschläge des Wechselkurses zu dämpfen. Die Befürworter einer flexiblen Geldpolitik sind sich selbstverständlich bewusst, dass die Zentralbanken die Preisniveaustabilität aufs Spiel setzen, wenn sie gleichzeitig andere Ziele verfolgen. Daher kleiden sie ihre Vorschläge häufig in präzise Verhaltensregeln für die Zentralbanken ein. Diese wären der Öffentlichkeit bekannt und würden die Zeitkonsistenz der Geldpolitik gewährleisten.

So bietet McCallum (1989, Kap. 16) eine geldpolitische Regel an, unter der die Zentralbanken Ziele

für das Wachstum des nominalen Produktionspotentials anstreben. Dieses setzt sich aus der Zunahme des realen Produktionspotentials – gemessen am Bruttosozialprodukt – und der von den Zentralbanken angestrebten Teuerungsrate von beispielsweise Null Prozent zusammen. Die Zentralbanken bestimmen das trendmässige Wachstum der Geldmenge,⁹ das mit dem Ziel für das nominale Produktionspotential in Einklang steht. Sie orientieren sich aber nicht nur an diesem Trend, wenn sie das Geldangebot ausweiten. Sie nehmen auch Rücksicht auf die kurzfristigen Schwankungen des Preisniveaus und der Produktion. Sie beschleunigen oder verlangsamen – nach McCallums Regel – das Wachstum des Geldangebots im Verhältnis zum festgelegten Trend, sofern das in der jüngsten Vergangenheit beobachtete Niveau des nominalen BSP unter bzw. über dem Potential liegt.

Ferner wird den Zentralbanken immer wieder geraten, auf die Wechselkurse Rücksicht zu nehmen. Die kurzfristigen Wechselkursausschläge, für die häufig kein ersichtlicher Grund besteht,¹⁰ können die Geldpolitik stören. Eine übertriebene Schwäche der heimischen Währung kann die Teuerung über einen Anstieg der inländischen Preise international gehandelter Güter anheizen. Umgekehrt kann eine übertriebene Stärke die Produktion verringern und die Arbeitslosigkeit erhöhen. Daher wäre eine Glättung extremer Wechselkursbewegungen häufig wünschenswert. Es bestehen freilich keine überzeugenden Verhaltensregeln, die den Zentralbanken gestatten, die Wechselkursschwankungen zu glätten, ohne die Preisniveaustabilität zu gefährden.¹¹

Die schweizerischen Erfahrungen deuten darauf hin, dass eine flexible Gestaltung der Geldpolitik mit beträchtlichen Risiken verknüpft ist. Selbst

⁹ McCallum wählt die monetäre Basis als Steuergrösse.

¹⁰ Die Wechselkurse unterliegen starken Zufallsschwankungen. Zumindest für die Bewegungen über eine Periode von bis zu einem Jahr existieren keine einleuchtenden Erklärungen (vgl. Mussa, 1990).

¹¹ Häufig wird vorgeschlagen, anpassbare Zielzonen für die Wechselkurse festzulegen, die mit der auf die Stabilisierung des Preisniveaus ausgerichteten Geldpolitik konsistent sein müssten. Die Festlegung solcher Zielzonen stösst jedoch auf grosse praktische Schwierigkeiten (vgl. dazu Williamson, 1985; Frenkel und Goldstein, 1986; Krugman, 1991).

eine vorübergehende Lockerung der Geldpolitik führte in der Vergangenheit regelmässig zu einem Teuerungsanstieg. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass bei uns normalerweise Vollbeschäftigung herrscht. Daher ist die Gefahr gross, dass eine Lockerung der Geldpolitik – ob dauernd oder vorübergehend – eine konjunkturelle Überhitzung der schweizerischen Wirtschaft auslöst. Diese Gefahr wiegt um so schwerer, als die Nationalbank nie ausschliessen kann, dass die Wirkungen der expansiven Geldpolitik – wie im Jahre 1989 – durch unerwartete Auslandeinflüsse verstärkt werden.

Aus schweizerischer Sicht muss daher bezweifelt werden, dass sich die Zentralbanken flexibel verhalten können, ohne das Risiko eines künftigen Teuerungssturzes einzugehen. Natürlich kommt keine Zentralbank darum herum, auf kurzfristige Entwicklungen Rücksicht zu nehmen. Die Nationalbank sollte jedoch grundsätzlich einen stetigen Kurs steuern und vorübergehende Abweichungen vom «Pfad der Tugend» möglichst vermeiden.

Diese Maxime gilt auch in bezug auf das Verhalten gegenüber unerwünschten Wechselkursschwankungen. Die Nationalbank war – zugegebenermassen – häufig nicht erfolgreich, wenn sie auf den Wechselkurs Rücksicht nahm. Die wechselkursbedingte Lockerung der Geldpolitik in den Jahren 1978 und 1987 stabilisierte zwar den Frankenkurs, doch führte sie in beiden Fällen zu einem Teuerungsanstieg. Hingegen dürfte der Entscheid, auf die Frankenschwäche von 1989 mit einer Verschärfung der Geldpolitik zu reagieren, richtig gewesen sein. Diese Asymmetrie ist leicht zu erklären. Die wechselkursbedingte Lockerung der Geldpolitik in den Jahren 1978 und 1987 stand nicht im Einklang mit dem Ziel eines stabilen Preisniveaus, während die Straffung von 1989 die Teuerungsbekämpfung unterstützte. Daher sollte die Nationalbank bei unerwünschten Wechselkursschwankungen äusserst vorsichtig agieren und nur in extremen Situationen von ihrem stabilitätsorientierten Kurs abweichen.

Gegenwärtig legt die Nationalbank den Akzent hauptsächlich auf die Geldmengenentwicklung. Sie schenkt jedoch auch dem Wechselkurs weiterhin Beachtung. Diese Politik steht nicht im Wi-

derspruch zu der Maxime, die ich hier aufgestellt habe. Das Wachstum der Notenbankgeldmenge steht im Einklang mit dem von uns Ende 1990 angekündigten Ziel, das mittelfristig ein stabiles Preisniveau und ein ausgeglichenes Realwachstum gewährleisten sollte. Freilich dürfte dieser Kurs nicht zu einem raschen Rückgang der inländischen Zinssätze führen. Das hohe Realzinnsniveau in Westeuropa schränkt den Spielraum für eine Senkung der inländischen Zinssätze ein. Dennoch ist es bemerkenswert, dass die Differenz zwischen den deutschen und schweizerischen Geldmarktsätzen tendenziell wieder grösser ist als Mitte der achtziger Jahre. Die Zinsinsel Schweiz lebt nach wie vor.

7.2 Zweite Lehre: Keine Patentrezepte für die Reaktion auf unerwartete Veränderungen der Geldnachfrage

Weniger eindeutig ist die Antwort auf die Frage, wie die Nationalbank auf unerwartete Veränderungen der Geldnachfrage reagieren sollte. Als die Monetaristen in den sechziger und siebziger Jahren eine Verstetigung der Geldpolitik forderten, dachten sie vor allem an eine Verstetigung des Geldmengenwachstums. Daher legten sie grossen Wert auf die Festlegung von Wachstumszielen für die Geldmenge. Heute wissen wir, dass die Verstetigung der Geldpolitik und des Geldmengenwachstums nicht immer dasselbe bedeutet. In vielen Ländern wird die Führung der Geldpolitik durch eine rege Innovationstätigkeit an den Finanzmärkten erschwert. Diese bewirkt häufig unerwartete oder schwer prognostizierbare Sprünge der Geldnachfrage und der Geldumlaufgeschwindigkeit, welche die Beziehung zwischen Preisniveau und Geldmenge verzerren.

Aus diesem Grunde befürworten frühere Monetaristen wie Meltzer (1987, S. 12f.) heute kompliziertere geldpolitische Strategien als die Festlegung von Jahreszielen für das Geldmengenwachstum. Meltzer setzt sich zwar immer noch mit Nachdruck für eine stetige Geldpolitik ein. Er empfiehlt den Zentralbanken jedoch nicht mehr eine stetige Ausweitung der Geldmenge, sondern eine Verhaltensregel, die wesentliche Verschiebungen der Geldumlaufgeschwindigkeit berücksichtigt. Meltzer sieht freilich eine langsame Anpassung des

Geldangebots an Änderungen der Geldumlaufgeschwindigkeit vor. Er betrachtet eine schnelle Reaktion als gefährlich, da die Geldnachfrage – und damit auch die Geldumlaufgeschwindigkeit – starken Zufallsschwankungen unterliegt, die häufig schon nach kurzer Zeit wieder durch eine Gegenbewegung korrigiert werden. Passen die Zentralbanken das Geldangebot an vorübergehende Schwankungen der Geldumlaufgeschwindigkeit an, laufen sie Gefahr, die Volatilität der Geldpolitik zu vergrössern, anstatt zur Verstetigung ihres Kurses beizutragen. Die Zentralbanken können mit einer langsamen Anpassung sicherstellen, dass sie vor allem auf dauernde – oder länger währende, vorübergehende – Verschiebungen der Geldumlaufgeschwindigkeit reagieren.¹²

McCallum (1989, Kap. 16) empfiehlt den Zentralbanken ein ähnliches Reaktionsmuster wie Meltzer. Seine Regel für die Anpassung des Geldangebots berücksichtigt nicht nur die schon erwähnten Faktoren, sondern auch Änderungen der Geldumlaufgeschwindigkeit. Die von ihm postulierte Reaktion der Zentralbanken ist ebenfalls äusserst langsam: Er schlägt vor, das Geldangebot an Veränderungen des gleitenden Mittels der Geldumlaufgeschwindigkeit in den vergangenen vier Jahren anzupassen.

Eine langsame Reaktion ist freilich auch mit einem gewichtigen Nachteil verbunden. Die Zentralbanken nehmen in Kauf, dass sie ihre Geldpolitik vorübergehend falsch dosieren. Der Rückgang der schweizerischen Geldnachfrage im Jahre 1988 illustriert dieses Problem deutlich. Die Nationalbank liess sich nicht vier Jahre Zeit, um das Geldangebot an die schrumpfende Nachfrage anzupassen. Die zeitliche Verzögerung betrug nur wenige Wochen. Dennoch war die Geldpolitik vorübergehend deutlich expansiver, als wir ursprünglich geplant hatten.

Die Befürworter einer langsamen Anpassung spielen die geldpolitische Bedeutung dieser Abweichungen vom mittelfristig angestrebten Kurs herunter. Sie sind der Auffassung, eine glaubwürdige Zentralbank könne sich eine langsame Anpassung leisten, ohne die Preisniveaustabilität zu gefährden. Die meisten Beobachter der schweizerischen Geldpolitik vertreten die gegen-

teilige Meinung. Sie werfen der Nationalbank vor, die verzögerte Anpassung des Geldangebots in der ersten Hälfte 1988 sei zu einem wesentlichen Teil für die gegenwärtige hohe Teuerung verantwortlich.

Obwohl viele Kritiker der Nationalbank eine rasche Anpassung des Geldangebots an unerwartete Schwankungen der Geldumlaufgeschwindigkeit zu befürworten scheinen, drängt sich in der Regel eine langsame und vorsichtige Reaktion auf, wie dies Meltzer und McCallum empfehlen. Der Rückgang der Nachfrage nach Notenbankgeld im Jahre 1988 bildet keine Ausnahme von dieser Regel. Die Nationalbank verhielt sich zumindest in den ersten Monaten des Jahres – als noch keine Klarheit über das Ausmass und die Geschwindigkeit des Nachfragerückgangs bestand – richtig. Sie hätte freilich vom Frühjahr 1988 an ihre Gangart beim Liquiditätsabbau steigern können. Sie wäre damit früher zu einer stabilitätsorientierten Geldpolitik zurückgekehrt, als dies in Wirklichkeit der Fall war.

7.3 Dritte Lehre: Indexmechanismen schwächen Geldpolitik

Es besteht kein Zweifel, dass die schweizerischen Indexmechanismen die Wirksamkeit der Geldpolitik beeinträchtigen. Dies gilt insbesondere für die Indexierung der Wohnungsmieten, welche die Stossdämpferfunktion der stabilitätsorientierten Geldpolitik schwächt. Die Nationalbank hätte im Jahre 1989 mit grosser Wahrscheinlichkeit anders gehandelt, wenn die Indexierung der Wohnungsmieten ihre Bewegungsfreiheit nicht eingeschränkt hätte. Sie hätte rascher und entschiedener auf den unerwarteten Konjunkturaufschwung reagiert. Sie hätte damit die Schlagkraft ihrer Antiinflationpolitik wesentlich stärken können.

¹² Meltzer berücksichtigt auch die längerfristigen Veränderungen der Produktion. Er schlägt vor, das Wachstum der monetären Basis dem gleitenden Dreijahresdurchschnitt des Produktionswachstums minus dem gleitenden Dreijahresdurchschnitt des Wachstums der Geldumlaufgeschwindigkeit gleichzusetzen. Die Periode für die Durchschnittsbildung könnte nach seiner Ansicht auch verkürzt werden, falls dadurch nicht die Chance erhöht wird, dass die Zentralbanken auf vorübergehende Änderungen der Produktion und der Geldumlaufgeschwindigkeit reagieren.

Literatur

- Bundesamt für Konjunkturfragen*. Teuerung bei Inlandgütern. Studie Nr. 14, Bern 1991 (verfasst von Werner Aeberhart und Max Zumstein).
- Frenkel, Jacob A.* und *Morris Goldstein*. A Guide to Target Zones. IMF Staff Papers 33, 1986, S. 633–73.
- Kommission für Konjunkturfragen*. Die Wirtschaftslage, Bericht vom 7. Juni 1991. Beilage zur «Volkswirtschaft» 7/1991.
- Krugmann, Paul R.* Target Zones and Exchange Rate Dynamics. Quarterly Journal of Economics 106, August 1991, S. 669–82.
- Kydland, Finn* und *Edward C. Prescott*. Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy 85, Juni 1977, S. 473–91.
- L'Huillier, Jacques*. Swiss Inflation: A Costume Ball of Causes and Effects. In: Lombard Odier & Cie, International Financial Markets, Sept. 1991, S. B3–B10.
- McCallum, Bennett T.* Monetary Economics. New York und London, 1989.
- Meltzer, Allan H.* Limits of Short-Run Stabilization Policy. Presidential Address to the Western Economic Association. Economic Inquiry 25, Februar 1987, S. 1–14.
- Mussa, Michael L.* Exchange Rates in Theory and Reality. Essays in International Finance, Nr. 179, Princeton University: International Finance Section, Dezember 1990.
- OECD*. Economic Surveys. Switzerland, Paris 1989.
- Rich, Georg*. Geldmengenziele und schweizerische Geldpolitik: eine Standortbestimmung. Geld, Währung und Konjunktur. Quartalsheft 7, Dezember 1989, S. 345–360.
- . Exchange-Rate Management under Floating Exchange Rates. Journal of Banking and Finance 14, Nov. 1990, S. 993–1021.
- Schweizerische Nationalbank*. Das Geldmengenziel für das Jahr 1987. Geld, Währung und Konjunktur. Quartalsheft 4, Dezember 1986, S. 207–209.
- . 80. Geschäftsbericht 1987. Bern, 1988.
- . 81. Geschäftsbericht 1988. Bern, 1989.
- Suzuki, Yoshio*. Autonomy and Coordination of Monetary Policy in a Global Economic Order. The Cato Journal 10, Herbst 1990, S. 565–71.
- Williamson, John*. The Exchange Rate System. Policy Analyses in International Economics, Nr. 5, Washington D.C., 1985.

Zum Entwurf eines schweizerischen «Stabilisierungsgesetzes»

Erich Spöndli*

Das Eidgenössische Volkswirtschaftsdepartement gab im Herbst 1991 den Vorentwurf einer Expertengruppe zu einem «Stabilisierungsgesetz»¹ in die Vernehmlassung. Der Bundesrat war 1988 durch eine Motion aufgefordert worden, ein «Stabilitätsgesetz» vorzulegen. Es sollte das bestehende «Bundesgesetz über die Vorbereitung der Krisenbekämpfung und Arbeitsbeschaffung aus dem Jahre 1954» ersetzen. Der Bund betraute eine Gruppe von acht Professoren damit, einen Gesetzentwurf auszuarbeiten. Der Schlussbericht der Expertengruppe bildete die Grundlage des Vernehmlassungsverfahrens – der Bundesrat legte keinen eigenen, verwaltungsintern überarbeiteten Gesetzentwurf vor.

Die Nationalbank konnte sich an einem «Hearing» im Oktober 1990 zu den Vorstellungen der Expertengruppe äussern und beteiligte sich am Ende 1991 abgeschlossenen Vernehmlassungsverfahren mit einer schriftlichen Stellungnahme. Die Nationalbank, das sei hier vorweggenommen, konnte sich mit dem Gesetzentwurf nicht befunden. Im folgenden Beitrag werden die Überlegungen, die zu dieser ablehnenden Haltung führten, zusammengefasst. Er beginnt mit einigen grundsätzlichen Bemerkungen zur Stabilitätspolitik. Anschliessend werden die Anliegen der Expertenkommission und die wichtigsten Elemente des Gesetzentwurfs skizziert. Die Diskussion der hauptsächlichen Einwände gegen den Entwurf führt zur Schlussfolgerung, das vorgeschlagene Stabilisierungsgesetz sei unnötig.

Was ist unter einer modernen Stabilitätspolitik zu verstehen ?

In der wissenschaftlichen Literatur, aber auch unter den Praktikern der Wirtschaftspolitik, hat sich in letzter Zeit die Auffassung weitgehend durchgesetzt, die Stabilitätspolitik solle in erster Linie

den Marktkräften vertrauen. Auf diese Weise solle ein Umfeld geschaffen werden, das eine ausgeglichene Wirtschaftsentwicklung ermöglicht und fördert. Auf punktuelle Eingriffe und auf Versuche zur Feinsteuerung sei möglichst zu verzichten. Diese Sicht der Stabilitätspolitik steht in deutlichem Gegensatz zu den Vorstellungen, welche in den sechziger Jahren vorherrschten. Damals war in der Wissenschaft das Vertrauen verbreitet, konjunkturelle Schwankungen weitgehend glätten zu können. Kurzfristig ausgerichtete Massnahmen könnten die gesamtwirtschaftliche Nachfrage präzise steuern und damit eine stabile Wirtschaftsentwicklung herbeiführen. Das deutsche Stabilitätsgesetz, das in jenen Jahren geschaffen wurde, ist stark von dieser Auffassung geprägt.

Worauf ist die Abkehr vom stabilitätspolitischen Machbarkeitsglauben zurückzuführen? Drei Gründe sind dafür verantwortlich. Erstens lenkten die Ölpreisschocks der siebziger Jahre die Aufmerksamkeit auf angebotsseitige Störungen, denen durch Nachfragesteuerung nicht beizukommen ist. Zweitens erkannte man, dass die Übertragungsmechanismen wirtschaftspolitischer Eingriffe weit weniger präzise bekannt sind, als dies für eine wirksame konjunkturelle Feinsteuerung nötig wäre. Den grossen ökonomischen Modellprojekten der sechziger Jahre lagen zu optimistische Vorstellungen zugrunde. Wird Nachfragesteuerung trotz unvollkommener Kenntnisse über die Wirkungsverzögerungen betrieben, so besteht die Gefahr, dass die Wirtschaftsentwicklung nicht stabilisiert, sondern zusätzlich gestört wird. Dies ist z. B. dann der Fall, wenn Massnahmen erst zum Tragen kommen, nachdem die Wirtschaft die ursprüngliche Störung bereits überwunden hat.

Drittens wurde die wichtige Rolle der Glaubwürdigkeit wirtschaftspolitischer Absichtserklärungen erst im Laufe der siebziger und achtziger Jahre

* Bereich Volkswirtschaft der Schweizerischen Nationalbank

¹ «Bundesgesetz zur Förderung der Anpassungsfähigkeit und einer ausgeglichenen Wirtschaft (Stabilisierungsgesetz; StabG)».

gründlich untersucht. Für Politiker besteht – unter dem Druck der öffentlichen Meinung – stets die Versuchung, Konjunktursteuerung aus einer kurzfristigen Optik heraus zu betreiben. Das bekannteste einschlägige Beispiel sind die in wirtschaftlichen Schwächephasen regelmässig erschallenden Rufe nach geldpolitischer Lockerung, um die Beschäftigung kurzfristig zu stimulieren. Werden solche Forderungen zur Unzeit erfüllt, so führt dies nicht nur zu einem späteren Preisauftrieb, der durch einen erneuten geldpolitischen Kurswechsel bekämpft werden muss. Vielmehr leidet dadurch auch die Glaubwürdigkeit der Notenbank. Dies wiederum erhöht die volkswirtschaftlichen Kosten der Teuerungskämpfung.

Die Nationalbank hat sich seit den siebziger Jahren stets dafür ausgesprochen, die mittel- und langfristigen Konsequenzen stabilitätspolitischer Massnahmen im Auge zu behalten. Bezogen auf die Geldpolitik ist sie bemüht, dem Ziel der mittelfristigen Preisstabilisierung den Vorrang einzuräumen, auf kurzfristigen Aktivismus also möglichst zu verzichten. Diese – heute im Grundsatz kaum umstrittene – stabilitätspolitische Auffassung liegt der Stellungnahme der Nationalbank zum vorgeschlagenen Stabilisierungsgesetz zugrunde.

Der Entwurf der Expertengruppe

Im Kommentar zu ihrem Gesetzentwurf legt sich die Expertengruppe im wesentlichen auf die soeben skizzierten Grundsätze einer modernen Stabilitätspolitik fest und bekennt sich ausdrücklich zu einem grossen «Vertrauen in die Selbstregulierungskräfte des Marktes». Um Störungen der Wirtschaftsentwicklung und Ungleichgewichte zu verhüten, will die Kommission in erster Linie die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft stärken. Daneben sieht der Gesetzentwurf jedoch auch kurzfristig ausgerichtete Massnahmen zur Bekämpfung von Störungen vor. Dies steht im Gegensatz zu den erklärten Absichten der Expertengruppe; die Fülle der vorgesehenen Massnahmen könnte leicht im Sinne einer aktivistischen Wirtschaftspolitik missbraucht werden.

Wie wollen die Experten den Hauptzweck des Gesetzes, die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft

zu verbessern, erreichen? Der Entwurf enthält Richtlinien für andere Erlasse des Bundes, die konjunktur- und strukturpolitisch von Bedeutung sind. Die Bundesgesetzgebung soll so gestaltet werden, dass die wirtschaftliche Strukturanpassung nicht behindert wird. Der Bund könnte die Anpassungsfähigkeit darüber hinaus mit Finanzhilfen und Sachausgaben fördern. Vorgesehen wäre insbesondere die projektbezogene Unterstützung von Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen sowie von Forschung und Wissenstransfer. Die Finanzhilfen kämen in bestimmten Fällen auch «geeigneten Forschungsabteilungen von Unternehmen» zugute.

Neben diesen längerfristig ausgerichteten Massnahmen fordert der Gesetzentwurf eine «verbesserte Abstimmung» zwischen Geld- und Finanzpolitik. Für die entsprechende Koordination wäre der Bundesrat zuständig. Er hätte diese Kompetenz auch hinsichtlich konjunktureller Feinsteuermassnahmen, die bei «plötzlich auftretenden Störungen» zum Einsatz kämen. Der Gesetzentwurf sieht dafür ein Instrumentarium vor, das «auf die Finanzpolitik des Bundes, die Geld- und Wechselkurspolitik sowie auf die Beeinflussung des Arbeitsmarktes und des Aussenhandels» zurückgreift.

Das vorgeschlagene Gesetz gibt zu einer ganzen Reihe von Einwänden Anlass. Die wichtigsten davon sind nun zu erörtern.

Rahmengesetzliche Vorschriften für eine verbesserte Anpassungsfähigkeit

Die Idee, bestehende und künftige Bundesgesetze dem vorgeschlagenen Rahmenerlass unterzuordnen, erscheint fragwürdig. Den Zwecken des Gesetzes wäre gemäss dem Entwurf «bei Gestaltung und Anwendung aller Erlasse, die sich in wesentlicher Weise auf die Wirtschaft auswirken, Rechnung zu tragen». Rechtlich gleichgestellte Bundesgesetze könnten durch diese Vorschrift nicht direkt beeinflusst werden, höchstens die Verordnungstätigkeit der Exekutive. Diese hat sich aber wiederum im Rahmen der Bundesgesetze zu halten, auf die sie sich abstützt. Wenn Leitprinzipien, die quer durch die ganze Bundesgesetzgebung zu beachten sind, wirklich benötigt wer-

den, wäre es sinnvoller, sie auf Verfassungsebene zu erlassen. Das Ziel der Kommission, in der Bundesgesetzgebung die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft zu berücksichtigen, erfordert kein neues Gesetz; eine kurze Ergänzung des Konjunkturartikels, Art. 31^{quinquies} BV, dürfte genügen.

Die Förderung der wirtschaftlichen Anpassungsfähigkeit dürfte in der Praxis an den sehr allgemeinen und vagen Vorschriften des Gesetzes scheitern. Da andere Bundesgesetze nicht direkt beeinflusst werden können, war die Kommission zu diesen vagen Formulierungen gezwungen. Gemäss dem Vorschlag soll der Bundesrat periodisch überprüfen, ob bestehende Erlasse mit den Zielen des Stabilisierungsgesetzes übereinstimmen. Wenn nötig soll er deren Änderung oder Aufhebung beantragen. Welche der bestehenden Gesetze stabilitätspolitisch besonders fragwürdige Auswirkungen haben, ist indessen heute schon bekannt. Dass die betreffenden Gesetze trotzdem nicht korrigiert werden, liegt nicht an einer mangelnden rechtlichen Grundlage. Vielmehr fehlt – aus verschiedenen Gründen – der politische Wille des Gesetzgebers, Anpassungshemmnisse wirksam auszumerzen.

Kurzfristig orientierte Eingriffe zur Behebung konjunktureller Störungen

Der Entwurf der Expertengruppe enthält einen viel zu grossen Spielraum für kurzfristigen konjunkturpolitischen Aktivismus. Die zur Behebung von Störungen vorgesehenen Massnahmen und Verfahren widersprechen den Anforderungen an eine zeitgemässe, mittelfristig orientierte Stabilitätspolitik, zu der sich die Expertengruppe grundsätzlich bekennt.

Der Gesetzentwurf ermöglicht insbesondere eine ganze Reihe kurzfristig motivierter finanzpolitischer Eingriffe – Eventualhaushalte, Finanzhilfen sowie vorübergehende Zuschläge und Rabatte bei bundesrechtlichen Abgaben. Solche Massnahmen laufen Gefahr, sich mittel- oder langfristig ungünstig auf Staatshaushalt und Gesamtwirtschaft auszuwirken. So sind etwa Finanzhilfen politisch leichter durchsetzbar als erhöhte Abgaben. Überdies sind einmal eingeführte

Finanzhilfen selbst dann nicht einfach abzuschaffen, wenn sie ursprünglich zeitlich befristet waren. Finanzhilfen, Eventualhaushalte und ähnliche Vorkehrungen bringen es ferner oft mit sich, dass Ressourcen wenig effizient eingesetzt werden. Dies mag zwar kurzfristig erwünschte Nachfrageimpulse liefern, schädigt aber mittel- und längerfristig die Effizienz der Wirtschaft.

Ob die Bekämpfung wirtschaftlicher Störungen überhaupt in ein Stabilitätsgesetz gehört, lässt sich bezweifeln. Bund und Nationalbank verfügen schon heute über ein ausreichendes Instrumentarium, um «normalen» Störungen entgegenzuwirken. In Extremfällen, bei Kriegen, internen Unruhen sowie schweren Finanz- und Wirtschaftskrisen könnte der Bund gegebenenfalls auf Notrecht zurückgreifen.

Die Nationalbank bemüht sich seit rund zehn Jahren, ihre geldpolitische Aufgabe möglichst mit marktkonformen Instrumenten zu erfüllen. Demgegenüber verweist der Gesetzentwurf auch auf hoheitliche Massnahmen, die heute kaum mehr angewandt werden. Es handelt sich dabei vor allem um die in Art. 16 a–k des Nationalbankgesetzes enthaltenen Befugnisse. Sie ermöglichen die Einforderung von Mindestreserven, die Emissionskontrolle und die Beschränkung des Zuflusses von Geldern aus dem Ausland. Die Bestimmungen über den Zufluss von Geldern aus dem Ausland dürften nicht «europakonform» sein; sie müssen, falls der EWR-Vertrag zustande kommt, gegenüber den EWR-Staaten ohnehin fallengelassen werden. Bereits stark abgebaut wurden in den letzten Jahren die Beschränkungen des Kapitalexports; die Nationalbank möchte sie – sobald es die Umstände erlauben – völlig aufheben.

Kollisionsgefahren mit dem Nationalbankgesetz?

Im Zusammenhang mit der Koordination von Geld- und Finanzpolitik präzisiert der Gesetzentwurf die geldpolitischen Ziele. Die Priorität des Preisstabilitätsziels würde gesetzlich verankert: «Die Gewährleistung der Geldwertstabilität ist vorwiegend Sache der Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank. Diese sucht bei der Ver-

folgung dieses Ziels nach Möglichkeit Beschäftigungseinbrüche und starke Wohlstandsverluste zu vermeiden.» (Art. 8 Abs. 2 des Entwurfs)

Der Auftrag der Nationalbank ist bisher im Notenbank- (Art. 39 Abs. 3 BV) und – ergänzend – im Konjunkturartikel (Art. 31^{quinquies} BV) umschrieben. Der Notenbankartikel verpflichtet die Nationalbank, «...eine dem Gesamtinteresse des Landes dienende Kredit- und Währungspolitik zu führen». Der Konjunkturartikel fordert «Vorkehren zur Verhütung und Bekämpfung von Arbeitslosigkeit und Teuerung». Man kann sich fragen, ob diese allgemeinen Ziele konkretisiert werden müssen. Wird die Frage bejaht, so sollte die Präzisierung im Nationalbankgesetz erfolgen. Zudem wäre das Ziel der Geldpolitik auf die Gewährleistung der Geldwertstabilität zu beschränken. Alle Notenbanken versuchen zwar, «nach Möglichkeit Beschäftigungseinbrüche und Wohlstandsverluste zu vermeiden». Leider sind sie aber nicht immer in der Lage, Preisstabilität auf schmerzlose Art zu gewährleisten. Die Nationalbank auf beschäftigungspolitische Ziele zu verpflichten, weckte deshalb falsche Erwartungen.

Die Expertengruppe hält im Kommentar zu ihrem Entwurf fest, das vorgeschlagene Gesetz verändere «die unabhängige Stellung der Nationalbank nicht, was die Ausführung der Politik» betreffe. Die Vollzugsvorschriften bergen jedoch die Gefahr in sich, dass die Geldpolitik der Nationalbank dem Bundesrat untergeordnet würde. Der Gesetzentwurf weist dem Bundesrat die Kompetenz zu, die Zusammenarbeit der Vollzugsorgane, zu denen auch die Nationalbank zählt, zu regeln. Im Gegensatz dazu geht das Nationalbankgesetz von einer gleichrangigen, partnerschaftlichen Zusammenarbeit zwischen Bundesrat und Nationalbank aus. Zum Verhältnis der beiden Behörden heisst es in Art. 2 Abs. 2 NBG: «Bundesrat und Nationalbank unterrichten sich vor Entscheidungen von wesentlicher konjunkturpolitischer und monetärer Bedeutung über ihre Absichten und stimmen ihre Massnahmen aufeinander ab.»

Der schweizerische Gesetzgeber stattete die Nationalbank also mit einem hohen Grad an Unabhängigkeit aus. An dieser bewährten Regelung sollten keine Abstriche gemacht werden. Dafür sprechen auch empirische Untersuchun-

gen. Sie belegen, dass die Inflationsraten à la longue in jenen Ländern am niedrigsten sind, wo die Notenbanken ihre Geldpolitik unabhängig von der Regierung betreiben können.

Vor ausserordentlichen Massnahmen zur Behebung kurzfristiger Störungen ist gemäss dem Gesetzentwurf die Kommission für Konjunkturfragen anzuhören. Die Absicht, kurzfristig orientierte Massnahmen, wenn überhaupt, nur nach fachkundiger Prüfung zu ergreifen, ist grundsätzlich zu begrüessen. Auch mit dieser Vorschrift besteht aber eine gewisse Gefahr, dass Art. 2 NBG in den Hintergrund gerückt und die unabhängige Stellung der Notenbank damit untergraben wird.

Das vorgeschlagene «Stabilitätsgesetz» ist unnötig

Eine kurze Ergänzung des Konjunkturartikels würde – wie oben dargelegt – genügen, falls zur Förderung der wirtschaftlichen Anpassungsfähigkeit tatsächlich Richtlinien für die allgemeine Bundesgesetzgebung benötigt werden. Ein von der Expertengruppe als wesentlich betrachtetes Element des Gesetzes wäre dann überflüssig. Dasselbe gilt – weil sie einer zeitgemässen Stabilisierungspolitik widersprechen – für die Bestimmungen über kurzfristig ausgerichtete Massnahmen zur Bekämpfung wirtschaftlicher Störungen.

Nachdem die unnötigen Teile gestrichen wären, verbliebe vom Entwurf der Expertengruppe nur ein Rest. Das Gesetz wäre im wesentlichen reduziert auf die Artikel, die der wirtschaftlichen Anpassungsfähigkeit durch Forschungs-, Technologie- und Ausbildungsförderung dienen wollen. Diese Bestimmungen allein würden den Erlass eines «Bundesgesetzes über die Förderung der Anpassungsfähigkeit und einer ausgeglichenen Entwicklung der Wirtschaft» nicht rechtfertigen. Auf ein eigentliches «Stabilitätsgesetz» sollte deshalb verzichtet werden. Tatsächliche Gesetzeslücken können durch gezielte, auf das Nötige beschränkte Erlasse geschlossen werden. Wo Anpassungshemmnisse aus der heutigen Gesetzgebung zu entfernen sind, kann diese direkt geändert werden – der Umweg über Richtlinien in einem Rahmengesetz oder in der Verfassung ist dazu nicht erforderlich.

A propos du projet de loi sur une évolution économique équilibrée

Erich Spöndli*

En automne 1991, le Département fédéral de l'économie publique a ouvert la procédure de consultation de l'avant-projet d'une *loi sur une évolution économique équilibrée*¹. Par motion, les Chambres fédérales avaient demandé au Conseil fédéral, en 1988, de présenter une telle loi. Celle-ci devait remplacer la *loi de 1954 sur les mesures préparatoires en vue de combattre les crises et de procurer du travail*. La Confédération avait alors chargé un groupe d'experts, formé de huit professeurs d'université, d'élaborer un projet de loi. La procédure de consultation s'est fondée sur le rapport final des experts, étant donné que le Conseil fédéral n'a pas présenté une version, révisée par l'administration, du projet de loi.

En octobre 1990, la Banque nationale a pu, lors d'un *hearing*, exprimer oralement son opinion sur les vues du groupe d'experts; elle a en outre pris position par écrit dans le cadre de la procédure de consultation qui s'est achevée à la fin 1991. Disons-le d'emblée, le projet de loi n'a pas rencontré les faveurs de la Banque nationale. Les pages qui suivent exposent les raisons de ce rejet. Elles commencent par quelques remarques fondamentales sur la politique de stabilisation avant de se poursuivre par la description des propositions de la commission d'experts et des principaux éléments du projet de loi pour se terminer par l'exposé des griefs majeurs formulés contre celui-ci. Il en ressort que la loi proposée est superflue.

Qu'entend-on par politique moderne de stabilisation?

Depuis un certain temps, les théoriciens de l'économie, comme les responsables de la politique économique, sont largement empreints de l'idée que la stabilisation d'une économie doit dépen-

dre essentiellement des forces du marché. Pour ce faire, il s'agit de créer un environnement propice à une évolution économique équilibrée. On considère qu'il faut renoncer autant que possible à des mesures ponctuelles et à des tentatives de régulation activiste de la demande. La conception actuelle de la politique de stabilisation est en nette opposition avec celle qui prévalait au cours des années soixante. A cette époque, les milieux scientifiques étaient convaincus que l'on pouvait fortement atténuer les cycles économiques. On estimait qu'en prenant des mesures à court terme, il était possible de gérer la demande globale avec précision et, partant, d'assurer une évolution équilibrée de l'économie. La loi sur la stabilité – *Stabilitätsgesetz* – promulguée en Allemagne à cette époque reflète parfaitement cette optique.

Trois raisons expliquent essentiellement cette perte de confiance en l'efficacité d'une telle politique de stabilité. Premièrement, les chocs pétroliers des années soixante-dix ont montré que la régulation de la demande ne permet pas de contrecarrer les perturbations agissant sur l'offre. Deuxièmement, notre connaissance des mécanismes de transmission de la politique économique est apparue bien trop rudimentaire pour qu'une régulation efficace et précise de la conjoncture soit possible. Les grands modèles économétriques construits dans les années soixante pour mener une politique économique optimale n'ont d'ailleurs pas fourni les résultats escomptés. En effet, orienter la demande globale sans connaître exactement le décalage avec lequel les mesures de politique économique agissent risque de déstabiliser encore plus la conjoncture au lieu de la rééquilibrer. Il en va ainsi, par exemple, lorsque ces mesures produisent leurs effets alors que l'économie a déjà surmonté le choc qui était à l'origine de leur application.

* Division économique de la Banque nationale suisse.

¹ «Loi fédérale sur l'encouragement de la capacité d'adaptation de l'économie et son évolution équilibrée (loi sur une évolution économique équilibrée; LEEÉ)».

Enfin, ce n'est qu'au cours des vingt dernières années qu'a été analysé en profondeur le rôle important joué par la crédibilité des politiques économiques annoncées. Sous la pression de l'opinion publique, les politiciens sont souvent tentés d'influer sur la conjoncture dans une optique à court terme. Remarquons, par exemple, que des voix s'élèvent régulièrement au cours des périodes d'essoufflement de l'économie pour réclamer un relâchement des rênes monétaires. Or, se plier à de telles exigences au moment inopportun, dans le simple but de donner un coup de fouet à l'emploi, reviendrait à entraîner une hausse ultérieure des prix. Ceci rendrait alors nécessaire un nouveau changement d'orientation de la politique monétaire. Fait plus grave encore, la crédibilité de l'institut d'émission s'en trouverait entamée, ce qui accroîtrait le coût de la lutte contre l'inflation.

Depuis les années soixante-dix, la Banque nationale a toujours considéré qu'elle devait rester attentive aux conséquences à plus longue échéance de ses mesures de stabilisation. En mettant en œuvre la politique monétaire, elle s'efforce de donner la priorité à son objectif de stabilité des prix à moyen terme et, partant, de renoncer autant que possible à pratiquer un activisme à court terme. Cette conception d'une politique monétaire stable n'est presque plus remise en question à l'heure actuelle; c'est sur elle que se fonde la position de la Banque nationale au sujet de la loi proposée.

Les travaux du groupe d'experts

Dans le commentaire qu'il a émis sur son propre projet, le groupe d'experts s'en tient pour l'essentiel aux principes, que nous venons de définir, d'une politique moderne de stabilisation et affirme *faire confiance à la capacité d'auto-régulation des marchés*. Il veut en premier lieu renforcer la capacité d'adaptation de l'économie pour prévenir les déséquilibres et les perturbations qui affectent son développement. Toutefois, le projet de loi prévoit également des mesures à court terme, ce qui va à l'encontre des intentions déclarées par le groupe d'experts. Le train de mesures prévues pourrait alors facilement être utilisé à mauvais escient et déboucher sur une politique économique activiste.

Comment les experts entendent-ils atteindre l'objectif principal de la loi, à savoir améliorer la capacité d'adaptation de l'économie? En élaborant des lignes directrices que les autres réglementations fédérales, dans les domaines de la politique conjoncturelle et structurelle, devraient respecter. La législation fédérale devrait donc être conçue de telle sorte que l'économie garde toute sa souplesse. La Confédération aurait aussi la possibilité d'encourager la capacité d'adaptation par des aides financières et des dépenses spécifiques. Il est prévu en particulier de soutenir des projets dans les domaines de la formation, du perfectionnement professionnel, de la recherche ainsi que de la diffusion des connaissances. Dans certains cas, des aides financières pourraient être accordées aux *départements de recherche d'entreprises disposant de compétences particulières*.

Outre ces mesures à long terme, le projet de loi prévoit *une meilleure coordination* entre les politiques monétaire et budgétaire. Le Conseil fédéral serait chargé de cette coordination. Il serait également compétent en ce qui concerne l'application de mesures activistes en cas de perturbations soudaines. Le projet de loi propose à cet effet un éventail de mesures *qui relève de la politique budgétaire de la Confédération, de la politique monétaire et des changes, de la régulation du marché du travail et du commerce extérieur*.

Cette loi appelle de nombreuses objections dont nous allons développer les plus importantes ci-dessous.

Dispositions de la loi-cadre visant à renforcer la capacité d'adaptation de l'économie

L'idée de subordonner les lois fédérales à la loi-cadre proposée paraît sujette à caution. Selon le projet, *la conception et l'application de tous les actes législatifs qui agissent de manière significative sur l'économie doivent tenir compte des buts de la loi*. Mais une loi fédérale telle que la loi-cadre en question ne garantit pas que le législateur en respecte les objectifs. Celle-ci ne peut en fait être contraignante que pour les diverses ordonnances fédérales. Par contre, l'administra-

tion ne peut pas sortir du cadre fixé par les lois sur lesquelles elle s'appuie.

Si certains principes valables pour l'ensemble de la législation fédérale sont vraiment indispensables, il paraît alors plus judicieux de les fixer dans la Constitution. L'objectif visé par le groupe d'experts – tenir compte de la capacité d'adaptation de l'économie dans la législation fédérale – peut être atteint sans qu'il soit nécessaire de promulguer une nouvelle loi; une légère adaptation de l'article 31^{quinquies} de la Constitution fédérale, dit article conjoncturel, devrait suffire à cet effet.

Le caractère très général et le manque de précision du libellé du projet de loi ne devraient pas permettre que l'encouragement visé à la capacité d'adaptation de l'économie se traduise dans les faits. Se trouvant dans l'impossibilité de modifier d'autres lois fédérales, les experts ont été contraints de choisir une formulation vague. Le Conseil fédéral serait censé vérifier périodiquement la concordance des dispositions législatives existantes avec les objectifs de la loi sur une évolution économique équilibrée et, si nécessaire, requérir leur modification ou leur abrogation. Or, on sait d'ores et déjà, quelles lois, parmi celles qui sont actuellement en vigueur, nuisent particulièrement à l'efficacité de la politique de stabilité. Ce n'est pas l'insuffisance de bases légales qui empêche de les modifier, mais plutôt le fait que, pour différentes raisons, le législateur n'a pas la volonté politique de supprimer les entraves existantes à la capacité d'adaptation.

Actions à court terme destinées à faire face aux chocs conjoncturels

Le projet présenté donne à l'Etat une marge de manœuvre excessive pour mener, à court terme, une politique anti-cyclique activiste. Les procédés envisagés pour contrer les fluctuations conjoncturelles contredisent les exigences de la politique moderne de stabilisation dont le groupe d'experts est, en principe, partisan.

Dans le domaine de la politique budgétaire, le projet de loi ouvre, en particulier, la voie à une

multitude d'actions à court terme: l'adoption de budgets complémentaires, l'attribution d'aides financières ainsi que le prélèvement de suppléments ou l'octroi de rabais sur les taxes et impôts fédéraux. De telles mesures risquent d'avoir, à moyen ou à long terme, des répercussions défavorables sur les finances publiques et sur l'économie dans son ensemble. Rappelons en effet qu'il est politiquement plus facile de faire accepter des subventions que des majorations de taxes ou d'impôts. De plus, il est délicat de ne plus fournir un soutien financier, même lorsque sa durée était limitée au départ. Enfin, les aides financières, les budgets complémentaires et les autres mesures analogues incitent souvent à moins bien utiliser les ressources. Si, comme prévu, la demande globale peut s'en trouver stimulée à court terme, le prix à payer consistera en une économie moins performante à moyen et à long terme.

On peut même franchement douter qu'il soit judicieux d'inclure des mesures destinées à la lutte contre les perturbations de l'économie dans une loi sur une évolution économique équilibrée. La Confédération et la Banque nationale disposent d'ores et déjà d'un arsenal suffisant pour faire face aux aléas *normaux*. Dans des cas extrêmes, telles que guerres, troubles internes ou graves crises économiques et financières, la Confédération a toujours la possibilité de recourir au droit d'urgence.

Depuis près de dix ans, la Banque nationale s'efforce de mener sa politique monétaire en utilisant le plus possible des instruments fondés sur les principes du marché. A l'inverse, le projet de loi prévoit des mesures qui sont presque tombées en désuétude. Il s'agit en particulier des pouvoirs conférés à l'institut d'émission par l'article 16, lettres a à k, de la loi sur la Banque nationale, grâce auxquels celui-ci peut obliger les banques à constituer des réserves minimales, contrôler les émissions et restreindre l'afflux de fonds en provenance de l'étranger. Les dispositions sur les fonds étrangers n'étant probablement pas *euro-compatibles*, elles ne pourront de toute façon plus être appliquées aux pays de l'AELE et de la CE si le traité sur l'EEE est paraphé. D'autre part, les restrictions auxquelles sont soumises les exportations de capitaux ont déjà été fortement

allégées ces dernières années et la Banque nationale souhaite les lever complètement dès que les circonstances le permettront.

Risques de conflit avec la loi sur la Banque nationale?

Dans l'alinéa consacré à la coordination des politiques monétaire et budgétaire, le projet du groupe d'experts précise les buts de la politique monétaire. Il est prévu d'ancrer dans cette loi la prééminence à donner à la stabilité des prix. En vertu de l'article 8, alinéa 2 du projet, *la stabilité de la valeur de la monnaie relève en premier lieu de la politique monétaire de la BNS. En poursuivant cet objectif, celle-ci cherche à éviter, autant que possible, des pertes importantes d'emplois et des baisses prononcées du niveau de vie.*

Les tâches de la Banque nationale sont actuellement définies par les articles 39, alinéa 3 et, accessoirement, 31^{quinqüies} de la Constitution fédérale. L'article 39, consacré à la banque d'émission, astreint la Banque nationale à *pratiquer une politique de crédit et une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays*. Quant à l'article conjoncturel, il évoque *des mesures tendant à prévenir et à combattre le chômage et le renchérissement*. On peut se demander si ces objectifs généraux doivent être définis de manière plus concrète. Si c'est le cas, les précisions nécessaires devraient être apportées dans la loi sur la Banque nationale. En outre, le but fixé à la politique monétaire devrait être limité au maintien de la stabilité de la valeur de la monnaie. Toutes les banques centrales s'efforcent *d'éviter, autant que possible, des pertes importantes d'emplois et des baisses prononcées du niveau de vie*, mais elles ne sont malheureusement pas toujours en mesure de maintenir la stabilité des prix sans douleur. Contraindre la Banque nationale à poursuivre des objectifs relevant de la politique de l'emploi susciterait donc de faux espoirs.

Dans son commentaire, le groupe d'experts affirme que la loi proposée *n'entrave pas l'indépendance de la BNS en ce qui concerne l'application de la politique*. Au vu des dispositions d'exécution, la politique monétaire de la Banque natio-

nale risque toutefois d'être subordonnée à la politique économique du Conseil fédéral. Selon le projet de loi, ce dernier serait chargé d'assurer la coordination entre les organes d'exécution, au nombre desquels se trouve également l'institut d'émission. La loi sur la Banque nationale établit au contraire une coopération entre deux partenaires égaux: le Conseil fédéral et la Banque nationale. L'article 2, alinéa 2 de cette loi décrit les rapports entre les deux autorités comme suit: *Lorsqu'il s'agit de prendre d'importantes décisions en matière de politique conjoncturelle et monétaire, le Conseil fédéral et la Banque nationale s'informent de leurs intentions et se concertent préalablement.*

Le législateur a donc attribué à la Banque nationale un degré élevé d'indépendance. Cette règle a donné de bons résultats et ne devrait pas être vidée de son sens, d'autant plus que des études empiriques ont également montré qu'à long terme, les pays où la banque centrale peut mener sa politique indépendamment du gouvernement, enregistrent les taux d'inflation les plus bas.

Selon le projet de loi, la Commission des questions conjoncturelles doit être consultée avant que des mesures extraordinaires destinées à contrer des perturbations soudaines ne soient arrêtées. Le fait que des mesures à court terme – pour autant qu'elles fussent indispensables – ne pourraient être prises qu'après avoir été soumises à un collège d'experts, est fondamentalement positif. Cette règle risquerait cependant de reléguer au second plan l'article 2 de la loi sur la Banque nationale, ce qui pourrait saper l'autonomie de l'institut d'émission.

La loi proposée est superflue

S'il est vraiment indispensable de doter la législation fédérale de lignes directrices visant à promouvoir la capacité d'adaptation de l'économie, il suffit, comme nous l'avons démontré précédemment, d'adapter légèrement l'article conjoncturel de la Constitution. Un aspect de la loi, jugé important par le groupe d'experts, perdrait alors sa raison d'être. Il en va de même pour les dispositions concernant les mesures destinées à lutter contre les chocs affectant l'économie, mesures qui vont

à l'encontre d'une politique moderne de stabilisation.

Une fois les éléments superflus éliminés, le projet du groupe d'experts serait réduit à une peau de chagrin. La loi se limiterait alors, pour l'essentiel, aux articles qui sont censés favoriser la capacité d'adaptation de l'économie en encourageant la recherche, la technologie et la formation. Or ces dispositions ne justifient pas, à elles seules, qu'une *loi fédérale sur l'encouragement de la ca-*

pacité d'adaptation de l'économie et son évolution équilibrée soit promulguée. Il est donc préférable de renoncer à une telle loi. Les lacunes que comporte le droit peuvent être comblées par des actes législatifs ponctuels limités au strict nécessaire. Les règlements gênant la capacité d'adaptation de l'économie peuvent en conséquence être éliminés en modifiant directement la législation actuelle, sans qu'il soit pour autant nécessaire de fixer de surcroît des lignes directrices dans une loi-cadre ou dans la Constitution.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Währungshilfekredit an Rumänien

Gestützt auf den Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen gewährte die Schweiz im Januar 1992 Rumänien einen mittelfristigen Zahlungsbilanzkredit in Höhe von 40 Mio. Dollar. Der Kredit wird von der Nationalbank finanziert und ist mit einer Garantie des Bundes versehen.

Crédit monétaire à la Roumanie

En janvier 1992, la Suisse a accordé un crédit d'aide à la balance des paiements à la Roumanie. Reposant sur l'arrêté fédéral sur la participation de la Suisse à des mesures monétaires internationales, ce crédit à moyen terme de 40 millions de dollars a été financé par la Banque nationale et est assorti d'une garantie de la Confédération.