

**Geld, Wahrung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 2
Juni / juin 1995**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	125
Sommaire	126
Sommario	127
Abstracts	128
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	129
Situation économique et monétaire	155
<hr/>	
Jakob Schönenberger: Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 21. April 1995	183
Jakob Schönenberger: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 21 avril 1995	186
<hr/>	
Markus Lusser: Generalversammlungs- referat vom 21. April 1995	189
Markus Lusser: Exposé à l'Assemblée générale du 21 avril 1995	195
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	201
Chronique monétaire	201

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 129–154)

Die Wirtschaftslage blieb in den OECD-Ländern im ersten Quartal 1995 insgesamt günstig. Während sich der Aufschwung in den Vereinigten Staaten abschwächte, hielt er in Deutschland, Grossbritannien und Frankreich unvermindert an. In Japan kam indessen die konjunkturelle Erholung weiterhin nur langsam voran. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote bildete sich in der Europäischen Union zwar geringfügig zurück; innerhalb der EU entwickelte sie sich jedoch unterschiedlich. Die durchschnittliche Teuerung der OECD-Länder zog im ersten Quartal etwas an. An den Devisenmärkten führte der Kurssturz des amerikanischen Dollars zu Turbulenzen; im Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems verstärkten sich die Spannungen. Die Geldpolitik der grossen Industrieländer blieb unterschiedlich. Während die Währungsbehörden in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien ihre Geldpolitik Anfang Februar weiter strafften, senkte die Deutsche Bundesbank Ende März den Diskontsatz. Eine Reihe europäischer Zentralbanken, darunter auch die Schweizerische Nationalbank, nahmen den Diskontsatz ebenfalls zurück.

In der Schweiz verlangsamte sich der Konjunkturaufschwung im ersten Quartal. Dazu trugen vor allem die nur noch schwach wachsenden Bauinvestitionen und Exporte bei. Die Unternehmer schätzten die Aussichten weniger optimistisch ein als im Vorquartal. Sie rechneten mit einem deutlich langsamer wachsenden Bestellungseingang. Auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich die Lage indessen weiter. Die Beschäftigung ging zwar saisonbereinigt leicht zurück, doch verringerte sich der Rückgang gegenüber dem Vorjahr. Die Zahl der Arbeitslosen und der Kurzarbeiter sank erneut. Infolge der Einführung der Mehrwertsteuer Anfang Januar stieg das Preisniveau im ersten Quartal deutlich. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge nahm indessen weniger stark zu, als die Nationalbank prognostiziert hatte. Für das zweite Quartal rechnete die Nationalbank mit einer weiter wachsenden Notenbankgeldmenge. Die Geld- und Kapitalmarktsätze sanken im ersten Quartal.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 183–185 und S. 189–194)

Der Präsident des Bankrates, Jakob Schönenberger, sprach sich in seiner Eröffnungsansprache für eine Stärkung der Wettbewerbskräfte aus. In der schweizerischen Binnenwirtschaft herrscht in vielen Sektoren ein Mangel an Konkurrenz. Dies führt zu überhöhten Preisen und beeinträchtigt das Wachstumspotential wettbewerbsfähiger Unternehmen. Die Reform der schweizerischen Wettbewerbspolitik, d.h. insbesondere die Totalrevision des Kartellgesetzes und das Projekt eines Bundesgesetzes über den Binnenmarkt, ist daher zu begrüssen. Beide Vorlagen sind geeignet, das Wirtschaftswachstum zu stimulieren und die Attraktivität der Schweiz als Produktionsstandort zu erhöhen. Dies ist heute, wo andere Länder ihre wirtschaftlichen Rahmenbedingungen stark verbessern und Europa näher zusammenrückt, unabdingbar.

Der Präsident des Direktoriums, Markus Lusser, zog über die konjunkturelle Entwicklung und die Geldpolitik im Jahre 1994 Bilanz. Die wirtschaftliche Erholung kam gut voran. Einige Problembereiche, namentlich der Immobiliensektor, die Lage der öffentlichen Finanzen sowie der Arbeitsmarkt, blieben allerdings bestehen. Während sich die Teuerung äusserst günstig entwickelte, bereitete die Höherbewertung des Frankens sowie die im Sog der weltweiten Entwicklung steigenden langfristigen Zinssätze Sorge. Die Notenbankgeldmenge wuchs weniger stark als erwartet, und auch das Wachstum der breiteren Geldaggregate schwächte sich ab. Die guten Konjunkturaussichten für 1995 wurden zu Beginn des Jahres durch den weiteren massiven Kursrückgang des Dollars getrübt. Kurz davor hatten die Finanzkrise Mexikos und die hohen Verluste, die einzelne Institute aus ihren Geschäften mit Finanzderivaten erlitten, die Märkte erschüttert. Die Hilfsaktion des IWF zugunsten Mexikos warf einige kritische Fragen auf. Was die Vorfälle im Bereich des Derivatgeschäfts anbelangt, sieht die Nationalbank keinen Bedarf für zusätzliche Vorschriften. Ausreichend hohe Eigenmittel sowie wirksame Vorsichts- und Kontrollmassnahmen der Banken sind indessen wichtige Voraussetzungen stabiler Finanzmärkte.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 155–181)

Au premier trimestre de 1995, la situation économique est restée globalement favorable dans les pays de l'OCDE. La croissance s'est maintenue en Allemagne, au Royaume-Uni et en France, mais a faibli aux Etats-Unis. En outre, la conjoncture n'a redémarré qu'à pas lents au Japon. Le taux de chômage a légèrement diminué en moyenne de l'Union européenne, bien que des tendances divergentes aient été observées. Dans la zone de l'OCDE, le taux annuel de renchérissement a quelque peu augmenté. La chute du dollar a entraîné des turbulences sur les marchés des changes. Les tensions se sont avivées au sein du mécanisme de change européen. Les grands pays industrialisés n'ont pas suivi une politique monétaire homogène. Les autorités monétaires américaines et britanniques ont encore durci leur politique au début de février, alors que la Banque fédérale d'Allemagne a réduit son taux de l'escompte à fin mars. Plusieurs autres banques centrales européennes, notamment la Banque nationale suisse, ont elles aussi baissé leur taux de l'escompte.

En Suisse, la reprise de la conjoncture s'est ralentie au premier trimestre, à cause surtout de l'affaiblissement de la croissance des investissements sous forme de constructions et des exportations. Les entreprises étaient moins optimistes qu'au trimestre précédent à propos des perspectives. La situation a cependant continué à s'améliorer sur le marché du travail. Après correction des variations saisonnières, l'emploi a néanmoins fléchi légèrement; mais son repli en un an a été inférieur à ce qui a été observé le trimestre précédent. Tant le nombre des chômeurs que celui des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ont une nouvelle fois diminué. Le niveau des prix a sensiblement augmenté à la suite du passage, début janvier, à la TVA. La monnaie centrale désaisonnalisée n'a toutefois pas progressé dans la mesure prévue par la BNS. Pour le deuxième trimestre, l'institut d'émission a tablé sur une poursuite de la progression de l'agrégat. Les taux d'intérêt se sont repliés, au premier trimestre, sur les marchés monétaire et financier.

Assemblée générale des actionnaires (p. 186–188 et 195–200)

Dans son allocution d'ouverture, M. Jakob Schönenberger, président du Conseil de banque, s'est prononcé en faveur d'un renforcement du jeu de la concurrence. Sur le marché intérieur suisse, la concurrence fait défaut dans de nombreux domaines, ce qui engendre des prix excessifs et entrave le potentiel de croissance d'entreprises concurrentielles. Aussi faut-il saluer la réforme de la politique suisse de la concurrence, en particulier la révision totale de la loi sur les cartels et le projet de loi fédérale sur le marché intérieur. Ces deux propositions sont de nature à renforcer l'attrait de la Suisse en tant que place industrielle. Aujourd'hui, un tel renforcement est d'autant plus indispensable que d'autres pays améliorent fortement leurs conditions-cadres et que l'intégration européenne progresse.

De son côté, le président de la Direction générale, M. Markus Lusser, a dressé un bilan de l'évolution de la conjoncture et de la politique monétaire en 1994. La reprise économique a avancé à bon train. Toutefois, plusieurs problèmes ont persisté. Le renchérissement a évolué très favorablement, mais la revalorisation du franc sur les marchés des changes et la hausse que les taux d'intérêt à long terme ont enregistrée dans le sillage d'une tendance internationale ont engendré des inquiétudes. La progression de la monnaie centrale est restée en deçà de ce qui était attendu. De plus, la croissance des autres agrégats monétaires a elle aussi fléchi. Les perspectives conjoncturelles, favorables pour 1995, ont été assombries au début de l'année par une nouvelle et forte chute du dollar. Peu auparavant, la crise financière mexicaine et les lourdes pertes subies par plusieurs établissements dans des opérations sur produits dérivés avaient déjà ébranlé les marchés. L'aide financière mise sur pied par le FMI en faveur du Mexique a soulevé des interrogations. Pour ce qui a trait aux produits dérivés, la BNS ne voit, après les récents événements, aucune nécessité de réglementer davantage. Dans les banques, des fonds propres suffisants ainsi que des mesures efficaces de prudence et de contrôle sont toutefois d'importantes conditions à remplir pour assurer la stabilité des marchés financiers.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 129–181)

In complesso, la situazione economica nei paesi dell'OCSE è rimasta favorevole durante il primo trimestre del 1995. La ripresa ha perso vigore negli Stati Uniti, ma è proseguita nella medesima misura in Germania, Gran Bretagna e Francia. In Giappone, la ripresa congiunturale ha mantenuto un ritmo piuttosto lento. Il tasso medio di disoccupazione è lievemente calato nell'Unione Europea, con sviluppi tuttavia differenti da un paese all'altro. Il rincaro medio nei paesi dell'OCSE ha registrato una leggera crescita durante questo primo trimestre. Il crollo del dollaro USA ha causato turbamenti sui mercati delle divise; le tensioni all'interno del meccanismo dei cambi del Sistema monetario europeo si sono aggravate. I grandi paesi industriali hanno seguito politiche monetarie diverse. Mentre le autorità monetarie degli Stati Uniti e della Gran Bretagna hanno adottato dall'inizio di febbraio un corso ancora più restrittivo, la Deutsche Bundesbank ha ridotto alla fine di marzo il tasso di sconto. Diverse altre banche centrali europee, tra cui anche la Banca nazionale svizzera, hanno diminuito anch'esse il tasso di sconto.

In Svizzera, nel primo trimestre, la ripresa congiunturale si è rallentata. In particolare, gli investimenti nell'edilizia e le esportazioni sono aumentati soltanto leggermente. Gli imprenditori hanno giudicato le prospettive con meno ottimismo che nel trimestre precedente, prevedendo una crescita assai più lenta delle ordinazioni. La situazione sul mercato del lavoro ha invece continuato a migliorare. Il livello stagionalizzato dell'occupazione è nuovamente calato, ma in misura minore che un anno prima. Il numero dei disoccupati e degli occupati a tempo parziale si è ancora ridotto. L'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto all'inizio di gennaio ha causato un netto aumento dei prezzi nel primo trimestre dell'anno. La base monetaria stagionalizzata è tuttavia aumentata meno di quanto la Banca nazionale avesse previsto. Per il secondo trimestre, la Banca nazionale prevede un ulteriore aumento della base monetaria. I tassi sul mercato monetario e dei capitali sono diminuiti nel primo trimestre.

Assemblea generale degli azionisti (p. 183–200)

Nel suo discorso introduttivo, il presidente del Consiglio di banca, Jakob Schönenberger, si è espresso a favore di un rafforzamento della concorrenza. Attualmente, in parecchi settori del mercato interno svizzero essa è insufficiente. Ne conseguono prezzi eccessivi e un potenziale di crescita ridotto per le imprese competitive. È perciò rallegrante che sia in atto una riforma della politica svizzera in materia, in particolare con la revisione totale della legge sui cartelli e il disegno di legge federale sul mercato interno. Questi due progetti sono atti a stimolare la crescita economica e a rendere la Svizzera più attraente quale luogo di produzione. Si tratta di uno sviluppo indispensabile, considerato il miglioramento delle condizioni quadro offerte all'economia in altri paesi e il ravvicinamento in corso tra gli Stati europei.

Il presidente della Direzione generale, Markus Lusser, ha fatto il bilancio dell'evoluzione congiunturale e della politica monetaria nel 1994. La ripresa economica è proceduta bene. Sono tuttavia rimasti alcuni punti problematici come il settore immobiliare, lo stato delle finanze pubbliche e il mercato del lavoro. Mentre l'andamento del rincaro è stato estremamente favorevole, hanno invece destato preoccupazioni l'apprezzamento del franco svizzero e l'aumento dei tassi a lunga scadenza intervenuto a seguito di uno sviluppo analogo sul piano mondiale. La base monetaria è aumentata meno del previsto e si è rallentata anche la crescita dei grandi aggregati monetari. Nuovi massicci deprezzamenti del dollaro hanno turbato all'inizio dell'anno le buone prospettive congiunturali per il 1995. Poco prima, la crisi finanziaria del Messico e le ingenti perdite di alcuni istituti, legate al commercio di strumenti derivati, avevano scosso i mercati. L'intervento del FMI a favore del Messico ha sollevato interrogativi critici. Per quanto concerne gli avvenimenti connessi al commercio di strumenti derivati, la Banca nazionale non ritiene necessarie prescrizioni addizionali. La stabilità dei mercati finanziari presuppone tuttavia che le banche dispongano di fondi propri sufficienti e applichino provvedimenti efficaci di previdenza e di controllo.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 129–181)

Overall, the economic situation in the OECD countries remained favourable in the first quarter of 1995. While the upswing weakened in the United States, it continued at the same pace in Germany, the United Kingdom and France. In Japan, by contrast, the economic recovery still showed little momentum. Although the average unemployment rate in the EU as a whole declined slightly, it exhibited varying development within the EU. Average inflation in the OECD countries rose somewhat in the first quarter. The dramatic fall of the US dollar led to turbulence in the foreign exchange markets; the tensions in the exchange rate mechanism of the European Monetary System increased. The major industrial countries continued to pursue divergent monetary policies. While in the United States and the United Kingdom the monetary authorities once more tightened their monetary policies at the beginning of February, the German Bundesbank lowered its discount rate at the end of March. A number of European central banks, including the Swiss National Bank, followed suit.

In Switzerland the economic upswing slowed in the first quarter. This was mainly due to significantly weaker growth in building investment and exports. Entrepreneurs judged the prospects less optimistically than in the previous quarter. They expected a considerable slowdown in the rise of incoming orders. In the labour market, by contrast, the situation continued to improve. Employment figures underwent a slight, seasonally-adjusted decline, albeit to a lesser degree than a year earlier. The number of persons either unemployed or on short-time work sank once more. Following the introduction of value-added tax at the beginning of January, the price level rose steeply in the first quarter. The seasonally-adjusted monetary base, however, expanded less markedly than the Swiss National Bank had predicted. The Bank expected the monetary base to continue increasing in the second quarter. Money and capital market rates declined in the first quarter.

General Meeting of Shareholders (pp. 183–200)

In his opening speech the President of the Bank Council, Jakob Schönenberger, pointed to the need of strengthening the competitive forces. Many sectors of the Swiss domestic economy are characterised by a lack of competition. This leads to excessive prices and impairs the growth potential of competitive enterprises. The reform of Swiss competition policy, in particular the total revision of the cartels law and the planned federal law on the domestic market, is therefore a desirable move. Both projects are designed to stimulate economic growth and to enhance the attractiveness of Switzerland as a production centre. At the present time, when other countries are making every effort to improve their framework for economic development and Europe is moving closer together, these are indispensable goals. The Chairman of the Governing Board, Markus Lusser, took stock of the development of business activity and monetary policy in 1994. The economic recovery progressed satisfactorily. The situation, however, remained problematic in a number of areas, notably the real estate sector, the state of public finances and the labour market. While inflation developed very gratifyingly, the appreciation of the Swiss franc and the rise in long-term interest rates in the wake of global developments on the interest rate front were a cause for concern. The monetary base expanded less markedly than anticipated, and the broad monetary aggregates also showed weaker growth. The favourable economic prospects for 1995 were clouded, at the start of the year, by a further massive decline in the dollar rate. This followed shortly after the financial crisis in Mexico and the severe losses sustained by some institutions from their transactions with financial derivatives had rocked the markets. The IMF's rescue operation in favour of Mexico gave rise to a number of critical questions. As regards the incidents in connection with derivatives, the Swiss National Bank sees no need for additional regulations. Adequate capital and reserves and efficacious precautionary and control measures of the banks are, however, important prerequisites for stable financial markets.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 16. Juni 1995*

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

1. Ausland

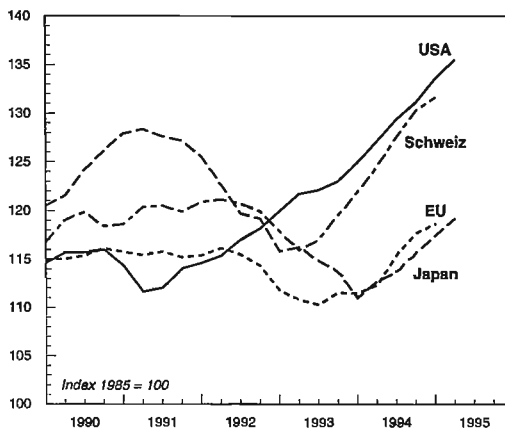
Konjunkturentwicklung

Die Wirtschaftslage blieb in den OECD-Ländern im ersten Quartal 1995 insgesamt günstig. In den Vereinigten Staaten verlangsamte sich der Aufschwung. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm immer noch kräftig zu, jedoch weniger stark als in der Vorperiode. In Deutschland, Grossbritannien und Frankreich setzte sich der Aufschwung fort. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stieg in allen drei Ländern, die Kapazitätsauslastung verbesserte sich weiter, und die Auftragslage wurde günstig beurteilt. Die Konjunktur wurde vor allem durch die Nachfrage aus dem Ausland sowie die Investitionstätigkeit der Unternehmen gestützt. Vom privaten Konsum gingen indessen nach wie vor nur geringe Impulse aus. Dies ist vor allem auf die nur schwach wachsenden realen Einkommen und die anhaltend gedrückte Beschäftigungslage zurückzuführen. In Italien blieben die konjunkturellen Aussichten dank der lebhaften Exportnachfrage günstig. In Japan kam die konjunkturelle Erholung infolge der schwachen Binnennachfrage und der markanten Aufwertung des Yen nur zögernd voran.

Die Arbeitslosenquote entwickelte sich in den grossen Industrieländern im ersten Quartal unterschiedlich: In den Vereinigten Staaten, in Grossbritannien und in Frankreich sank sie, während sie in Deutschland und in Japan stagnierte und in Italien weiter zunahm. In den EU-Ländern insgesamt

* Der Bericht wurde Mitte Mai abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Februar, März und April 1995 bekannt wurden. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum Aussenhandel von Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien sind wegen statistischer Umstellungen verspätet verfügbar und mit grösseren Unsicherheiten behaftet.

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; BfS

bildete sich die Arbeitslosenquote von 11,1% im Dezember auf 11% im März zurück.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene durchschnittliche Teuerung der OECD-Länder (ohne Türkei) betrug im März 3,2%, gegenüber 2,4% im Dezember 1994. Während sie sich in den Vereinigten Staaten, Grossbritannien und Italien erhöhte, ging sie in Deutschland und in Japan zurück. In Frankreich blieb sie unverändert. Auf der Produktionsstufe verstärkte sich der Teuerungsdruck. Dazu trugen vor allem die seit Anfang 1994 stark gestiegenen Rohwarenpreise bei.

Wirtschaftspolitik

In den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien, wo der Konjunkturaufschwung weit fortgeschritten ist, strafften die Währungsbehörden ihre Geldpolitik im ersten Quartal weiter; beide Zentralbanken erhöhten Anfang Februar die Leitzinssätze. Dagegen senkte die Deutsche Bundesbank Ende März den Diskontsatz und den Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte; der Pensionssatz war letztmals Ende Juli 1994 herabgesetzt worden.

Sie reagierte damit vor allem auf den Rückgang der Geldmenge. Die Zentralbanken Belgiens, der Niederlande, Dänemarks und Österreichs, deren Währungen sich eng an die D-Mark anlehnen, folgten diesem Schritt. Die Schweiz senkte den Diskontsatz ebenfalls. Die französische Zentralbank hob den Zinssatz an, um den zur Schwäche neigenden Franc zu stützen. Infolge des wachsenden Teuerungsdrucks straffte auch die italienische Zentralbank ihre Geldpolitik. Die japanische Zentralbank lockerte die Geldpolitik erheblich, um den Höhenflug der japanischen Währung zu bremsen und die Konjunktur zu stützen. Sie senkte Mitte April den Diskontsatz auf 1%, den tiefsten je erreichten Wert.

Die langfristigen Zinssätze, die im Jahre 1994 stark gestiegen waren, gingen im ersten Quartal merklich zurück. Die Entspannung erfolgte zunächst in den Vereinigten Staaten und beeinflusste dann auch die europäischen und japanischen Kapitalmärkte.

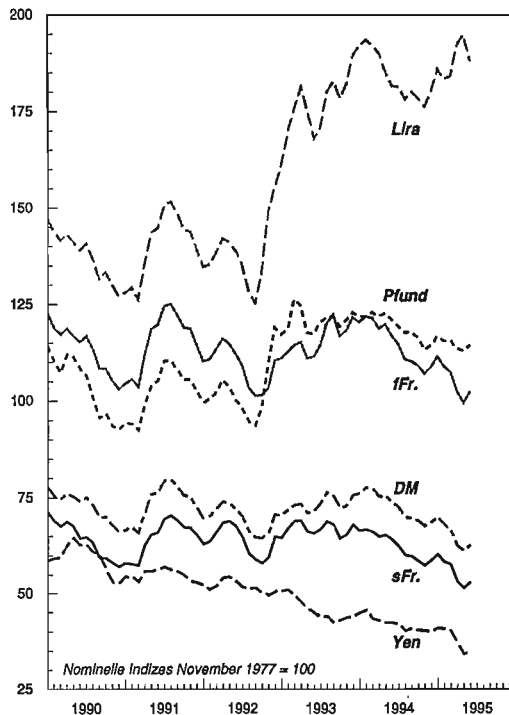
Die italienische Regierung legte im Februar angesichts der sich anbahnenden Budgetüberschreitungen einen Nachtragshaushalt vor. Er umfasste sowohl Steuererhöhungen als auch Ausgabenkürzungen. Die japanische Regierung kündigte im April ein neues Konjunkturprogramm an, das zur Hauptsache zusätzliche Infrastrukturausgaben enthält.

Devisenmarkt

Im ersten Quartal 1995 prägte der massive Kurszerfall des amerikanischen Dollars gegenüber den europäischen Währungen das Geschehen auf den Devisenmärkten. Im Europäischen Währungssystem (EWS) vergrößerten sich in der Folge die Spannungen.

Nachdem der Dollar bereits im Januar im Zusammenhang mit der Währungskrise in Mexiko stark unter Druck geraten war, verlor er Anfang März nochmals massiv an Wert. Er fiel gegenüber der D-Mark (1,36 D-Mark), gegenüber dem Yen (89 Yen) und gegenüber dem Schweizer Franken (1,11 Franken) auf einen neuen Tiefststand. Um dem Kurszerfall des Dollars entgegenzuwirken, intervenierten die Zentralbanken, darunter auch

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



die Schweizerische Nationalbank, auf den Devisenmärkten. Im April verharrte der Dollar auf tiefem Niveau; er erholte sich Mitte Mai und stieg auf 1,20 Franken pro Dollar.

Im Wechselkursmechanismus des EWS verloren sämtliche Währungen mit Ausnahme des österreichischen Schillings, des belgischen Francs und des holländischen Guldens gegenüber der D-Mark an Wert. Der französische Franc fiel gegenüber der D-Mark von Januar bis März um 4%; im April festigte er sich wieder leicht. Nachdem die spanische Peseta bis an die untere Grenze ihrer Bandbreite gesunken war, wurde sie Anfang März zusammen mit dem portugiesischen Escudo um 7% bzw. 3,5% abgewertet. Das irische Pfund folgte der Peseta als schwächste Währung im Wechselkursmechanismus; der Abstand zum Gulden, der stärksten Währung, verringerte sich auf 9,5%, nachdem er vorübergehend fast 12% betragen hatte. Gegenüber dem Schweizer Fran-

ken schwächten sich die EWS-Währungen bis im März erheblich ab, begannen sich im Mai indes- sen wieder zu erholen. Mitte Mai notierten die D- Mark um rund 1% und der französische Franc um rund 4% tiefer als im Januar.

Die EWS-Währungen ausserhalb des Wechsel- kursmechanismus gerieten im ersten Quartal ebenfalls unter Druck. Die italienische Lira verlor von Januar bis März gegenüber der D-Mark und dem Schweizer Franken um je rund 20% an Wert und erreichte mit 0,794 D-Mark bzw. 0,647 Fran- ken pro 1000 Lira neue Tiefstwerte. Der Kurs des britischen Pfundes sank in der gleichen Zeit um 10% bzw. 11%. Im April erholten sich beide Wäh- rungen geringfügig.

Der japanische Yen, der im ersten Quartal gegen- über dem Dollar massiv gestiegen war, wertete sich Anfang April auch gegenüber anderen Wäh- rungen, insbesondere der D-Mark und dem Schweizer Franken, stark auf. Er lag damit gleich hoch wie vor Jahresfrist, während er gegenüber dem Dollar um fast 20% höher bewertet wurde.

Europäische Integration

Das Fürstentum Liechtenstein sprach sich in der Volksabstimmung vom 9. April 1995 zum zweiten Mal für die Teilnahme am Europäischen Wirt- schaftsräum (EWR) aus. Auch der revidierte Zoll- vertrag mit der Schweiz wurde angenommen. Liechtenstein gehört damit künftig zwei Wirt- schaftsräumen – dem EWR und jenem der Schweiz – an.

Internationale Währungszusammenarbeit

Im Februar 1995 stimmte der Nationalrat als Zweitrat der schweizerischen Beteiligung an der verlängerten Erweiterten Strukturanpassungs- fazilität (ESAF) beim Internationalen Währungs- fonds (IWF) zu. Der Schweizer Anteil am Darle- henskonto beträgt 3,33% bzw. 151,7 Mio. Sonder- ziehungsrechte (SZR) der insgesamt zugesagten Beträge. Die Darlehen werden von der National- bank zu Marktbedingungen gewährt. Der Bund garantiert die fristgerechte Rückzahlung und lei- stet eine Zinsverbilligung von 41,2 Mio. SZR.

Im März hiess der Ständerat als Zweitrat die Ver- längerung des Bundesbeschlusses über die Mit- wirkung der Schweiz an internationalen Wäh- rungsmassnahmen um weitere zehn Jahre, d. h. bis Mitte Juli 2005, gut. Gestützt auf diesen Bun- desbeschluss, beteiligte sich die Nationalbank in den vergangenen Jahren an zahlreichen Über- brückungskrediten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und an mittelfristigen Zahlungsbilanzkrediten der OECD-Staaten. Die Nationalbank gewährt diese Kredite und Garan- tiezusagen, die insgesamt höchstens 1 Mrd. Fran- ken betragen dürfen, mit Bundesgarantie.

Die BIZ gewährte Mexiko im März vom früher zu- gesagten Beistandskredit eine erste Tranche von 5 Mrd. Dollar. Die Schweizerische Nationalbank beteiligte sich daran mit einer Substitutions- zusage von 120 Mio. Dollar. Der BIZ-Kredit in Gesamthöhe von 10 Mrd. Dollar bildet Teil des Anfang Jahr geschürften internationalen Finanz- pakets zur Unterstützung Mexikos.

Die mexikanische Krise verunsicherte auch die Kapitalanleger in Argentinien. Zweifel entstanden über die Finanzierbarkeit des Ertragsbilanzdefi- zits sowie die Aufrechterhaltung des Pesokurses, der im Verhältnis 1:1 an den Dollar gebunden ist. In der Folge floss verstärkt Kapital ab, während der Zufluss ausländischen Kapitals massiv zurück- ging. Dies führte im Bankensystem zu Liquiditäts- problemen. Auf Ersuchen der argentinischen Re- gierung wurde dem Land internationale Finanz- hilfe gewährt. Die BIZ gewährte einen Überbrük- kungskredit von höchstens 1 Mrd. Dollar, an dem sich die Schweiz mit einer Garantiezusage von bis zu 35 Mio. Dollar beteiligte. Die Weltbank und die Interamerikanische Entwicklungsbank sprachen Kredite in Höhe von rund 1 Mrd. Dollar zu. Der IWF verlängerte den 1992 eingeräumten Kredit im Rahmen der Erweiterten Fondsfazilität in Höhe von 3,8 Mrd. Dollar um ein Jahr und stockte den Betrag um rund 2,4 Mrd. Dollar auf. Ein Anteil von 1,6 Mrd. Dollar steht Argentinien sofort zur Verfü- gung.

Brasilien löste Anfang März die Fixierung seiner Währung gegenüber dem Dollar und ging zu einem Wechselkursband über. Ein wesentlicher Grund dafür war die Überbewertung der Währung, die zur Verschlechterung der Handelsbilanz beitrug.

Nach langwierigen Verhandlungen gewährte der IWF Russland im April einen einjährigen Bereitschaftskredit von 4,3 Mrd. SZR. Damit verbunden ist ein Wirtschaftsprogramm, dessen Erfüllung genau überwacht werden soll. Vor der Ziehung der ersten Tranche muss Russland Vorleistungen, hauptsächlich im Steuerbereich, erbringen. Die Auszahlung der weiteren Kredittranchen erfolgt monatlich, sofern die vereinbarten Ziele erreicht werden.

Weitere Bereitschaftskredite vergab der IWF an die Ukraine (997,3 Mio. SZR), Estland (13,9 Mio. SZR), Lettland (27,5 Mio. SZR), Moldawien (58,5 Mio. SZR) und Mazedonien (22,3 Mio. SZR). Im Rahmen der Systemübergangs-Fazilität gewährte der IWF der Ukraine, Kroatien, Mazedonien und Aserbeidschan Kredite.

Die im Pariser Klub zusammengeschlossenen Gläubigerstaaten einigten sich mit Kroatien Ende März auf die Umschuldung von Zahlungsrückständen sowie von verschiedenen Beträgen über insgesamt rund 980 Mio. Dollar, die im laufenden Jahr fällig werden. Das Abkommen deckt neben den direkten kroatischen Verpflichtungen auch jenen Anteil der Schulden des ehemaligen Jugoslawien, für welchen Kroatien die Verantwortung übernommen hat.

2. Schweiz

In der Schweiz verlangsamte sich der Konjunkturaufschwung im ersten Quartal 1995. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 2% über der entsprechenden Vorjahresperiode, verglichen mit einem Anstieg von 2,5% im vierten Quartal 1994. Zur Abschwächung trugen vor allem die nur noch geringfügig wachsenden Bauinvestitionen und Exporte bei. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie nahm dagegen leicht zu. Die starke Frankenaufwertung im März dämpfte die bis anhin optimistische Einschätzung der Konjunktur. Gemäss der März-Umfrage der KOF-ETH rechnen sowohl die inland- als auch die exportorientierten Unternehmen nur noch mit geringfügig wachsenden Bestellungen.

Die Beschäftigung nahm im ersten Quartal saisonbereinigt zwar leicht ab, doch verringerte sich der Rückgang gegenüber dem Vorjahr auf 0,5%.

Die Arbeitslosenquote sank von durchschnittlich 4,5% im vierten auf 4,3% im ersten Quartal.

Die Einführung der Mehrwertsteuer Anfang Januar führte im ersten Quartal zu einem starken Anstieg des Preisniveaus. Die Teuerung erhöhte sich um einen Prozentpunkt auf 1,4%. Insgesamt fielen die Preiserhöhungen weniger kräftig aus, als allgemein erwartet worden war. Am deutlichsten stiegen die Preise öffentlicher Dienstleistungen.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im ersten Quartal 30,0 Mrd. Franken. Gegenüber dem Vorquartal wuchs sie um 0,7% (auf das Jahr hochgerechnet um 2,7%). Während der Notenumlauf infolge des mehrwertsteuerbedingten Preisanstiegs deutlich zunahm, blieben die Giroguthaben annähernd unverändert. Insgesamt lag die Notenbankgeldmenge um 0,1 Mrd. Franken unter dem prognostizierten Wert. Für das zweite Quartal rechnet die Nationalbank mit einem Durchschnittswert der Notenbankgeldmenge von 30,1 Mrd. Franken.

Die Geld- und Kapitalmarktsätze sanken in den ersten vier Monaten des Jahres und stabilisierten sich im Mai auf dem Stand vom April. Im April betrug der Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt durchschnittlich 3,4%, gegenüber 4,1% im Dezember 1994. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen fiel von 5,3% auf 4,9%. Ende März senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 3%.

Im ersten Quartal zog der reale, exportgewichtete Wechselkurs des Frankens deutlich an. Er lag um 3,9% über dem entsprechenden Vorjahreswert, gegenüber 3,3% in der Vorperiode. Zum Anstieg trug vor allem die Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Dollar, der Lira und dem Pfund bei. Dagegen bildete sich der Franken gegenüber der D-Mark real leicht zurück.

B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Im ersten Quartal 1995 liess das kräftige Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten

nach. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm auf das Jahr hochgerechnet um 2,7% zu, nachdem es im vierten Quartal noch um 5,1% gestiegen war. Es lag damit um 4% über dem Vorjahreswert. Zum schwächeren Wachstum trugen sowohl die Binnennachfrage als auch die Exporte bei. Die Ausfuhren stiegen nach dem massiven Anstieg im vierten Quartal nur noch leicht (3%). Dies war auf die stark rückläufigen Ausfuhren nach Mexiko zurückzuführen, auf die rund 10% der amerikanischen Exporte entfallen. Die Exporte in die Industrieländer nahmen dagegen unverändert kräftig zu. Der private Konsum wuchs mit 1,8% deutlich schwächer als in der Vorperiode (5,1%). Besonders ins Gewicht fielen die geringeren Autoverkäufe, die im Vorquartal um fast 24% zugenommen hatten. Während sich der Wohnungsbau wiederum abschwächte (-2,7%), entwickelten sich die Unternehmensinvestitionen weiterhin dynamisch (21%). Die Importe nahmen verlangsamt zu (9%).

Die Produktion der verarbeitenden Industrie wuchs im ersten Quartal nur mässig. Sie lag damit um 5,7% höher als vor Jahresfrist, gegenüber 7% in der Vorperiode. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie stieg von 84,8% auf 85,3%, den höchsten Stand im laufenden Zyklus. Auch die Beschäftigung expandierte mit durchschnittlich 239 000 Personen pro Monat etwas schwächer. Im Vergleich zum Vorjahr stieg sie um 3,2%. Die Arbeitslosenquote sank leicht von 5,6% im vierten auf 5,5% im ersten Quartal.

Die Konjunkturaussichten sind nach wie vor günstig. Im zweiten Quartal ist zwar mit einer Anpassung der Industrieproduktion an die schwachen Autoverkäufe der Vorperiode zu rechnen. Gemäss den vorlaufenden Indikatoren dürfte sich indessen das Wirtschaftswachstum im Jahre 1995 gegenüber dem Vorjahr nur geringfügig abschwächen. Die Zunahme der Stelleninserate deutet auf eine weiter steigende Beschäftigung hin. Der damit verbundene Anstieg des real verfügbaren Einkommens dürfte den Konsum weiterhin stützen. Die Ausfuhren nach Mexiko dürften zwar weiter schrumpfen. Infolge der ausgeprägten Dollarschwäche ist jedoch mit höheren Ausfuhren in die europäischen Industrieländer und nach Japan zu rechnen. Auch die Investitionstätigkeit bleibt eine wichtige Konjunkturstütze. Die Bestellungseingänge für Investitionsgüter erhöhten sich im er-

sten Quartal nochmals erheblich, und die seit Oktober 1994 gesunkenen Zinssätze lassen eine Stabilisierung des Wohnungsbaus erwarten.

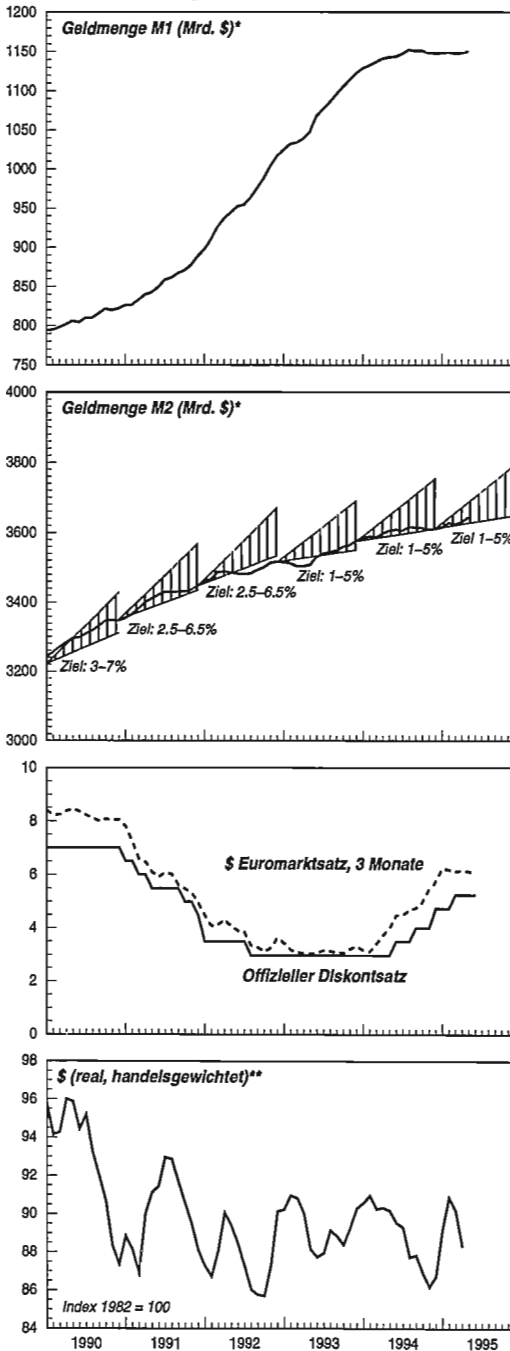
Die Konsumentenpreise lagen im ersten Quartal um 2,9% über dem Niveau des Vorjahres (4. Quartal 1994: 2,7%). Auch die Kernrate der Teuerung (ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise) erhöhte sich leicht auf 2,8%. Die kräftige Zunahme der Rohwarenpreise und der Produzentenpreise für Zwischenprodukte wie auch die leicht stärker steigenden Stundenverdienste weisen auf einen wachsenden Teuerungsdruck hin.

Das Defizit in der Handels- und Dienstleistungsbilanz erreichte im ersten Quartal einen neuen Höchststand. Es betrug saisonbereinigt 30,2 Mrd. Dollar, gegenüber 27 Mrd. im Vorquartal und 24,3 Mrd. vor Jahresfrist. Der Handelskonflikt mit China, der die Verletzung von Patent- und Lizenzrechten zum Gegenstand hatte, konnte durch ein Einlenken Chinas entschärft werden. Die Handelsgespräche mit Japan über die Öffnung des Auto- und Autoersatzteilmarktes wurden hingegen ergebnislos abgebrochen. Die Vereinigten Staaten drohten mit der Verhängung von Schutzzöllen.

Die neugewählte republikanische Kongressmehrheit und die Regierung lancierten nach den Wahlen verschiedene finanzpolitische Vorstösse. Der von der neuen Mehrheit eingebrachte Verfassungszusatz, der einen Ausgleich des Budgets bis zum Jahr 2002 fordert, scheiterte im Senat knapp. Sowohl die Regierung als auch der Kongress legten Vorschläge zur Senkung der Einkommenssteuern im Umfang von rund 100 Mrd. Dollar, verteilt über fünf Jahre, vor. Die Entlastung soll vor allem mittleren Einkommen zugute kommen.

Die amerikanische Notenbank straffte Anfang Februar ihre Geldpolitik nochmals leicht. Sie hob den Diskontsatz und den Satz für Federal Funds um je einen halben Prozentpunkt auf 5,25% bzw. 6% an. Der Satz für dreimonatige Eurodollar-Anlagen blieb unverändert bei rund 6,3%. Die mittleren und längerfristigen Zinssätze gingen angesichts der sich abzeichnenden Konjunkturabschwächung deutlich zurück. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen fielen von 7,8% im vierten Quartal auf 7% im April.

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

** Quelle: OECD

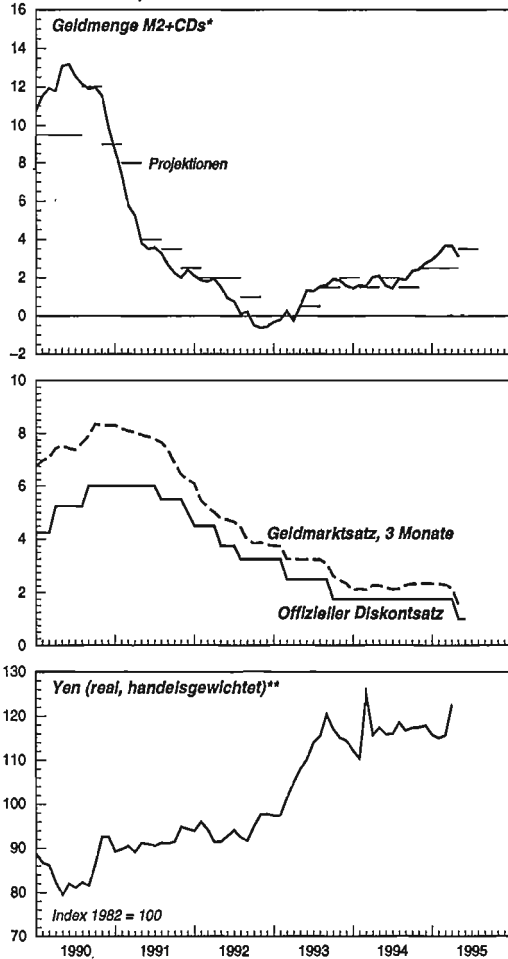
Die Zinserhöhungen im Jahre 1994 schlugen sich mit Verzögerung in der Entwicklung der Geldaggregate nieder. Das Wachstum der Geldmenge M_1 schwächte sich weiter ab, da Umschichtungen in Termineinlagen erfolgten. Im ersten Quartal lag die Geldmenge M_1 noch um 0,9% über dem Vorjahresstand. Die Geldmenge M_2 nahm gegenüber der Basisperiode im vierten Quartal 1994 hochgerechnet um 1,9% zu und lag damit innerhalb des Zielbandes von 1% bis 5%. Die Geldmenge M_3 expandierte dagegen mit 4,3% deutlich stärker, da Umschichtungen aus Obligationen und Obligationenfonds stattfanden. Sie überstieg damit erstmals seit langer Zeit das Zielband von 0 bis 4%.

Japan

Die Konjunktur erholt sich in Japan nur sehr zögerlich. Das reale Bruttoinlandprodukt lag im vierten Quartal 1994 lediglich um 1% über dem Stand im vierten Quartal 1993, dem konjunkturellen Tiefpunkt. Der private und der öffentliche Konsum sowie insbesondere der Wohnungsbau nahmen gegenüber dem Vorquartal erneut ab, nachdem sie sich im dritten Quartal etwas belebt hatten. Die Unternehmensinvestitionen, die seit 1991 kontinuierlich gesunken waren, expandierten wie im Vorquartal nur leicht. Die wichtigste Konjunkturstütze bildeten damit die Exporte, die mit 2,3% kräftig zunahmen. Trotz der schwachen Binnennachfrage stiegen die Importe kräftig (4,1%).

Im ersten Quartal 1995 sind viele Konjunkturdaten vom Erdbeben in der Region von Kobe gezeichnet. Die realen Konsumausgaben lagen um 3,5% unter dem Stand vor Jahresfrist. Der Aussenhandel, insbesondere die Exporte, wurde durch die Zerstörung der Hafen- und Infrastrukturanlagen um Kobe stark beeinträchtigt. Die Industrieproduktion nahm dagegen gegenüber der Vorperiode weiter zu, da der Produktionseinbruch im Januar in den folgenden Monaten kompensiert werden konnte. Sie lag um 5,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Kapazitätsauslastung erhöhte sich von 74,1% im vierten auf 74,8% im ersten Quartal. Gemäss der im Februar durchgeführten vierteljährlichen Unternehmensbefragung der japanischen Zentralbank besserte sich

Grafik 4: Japan



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

** Quelle: OECD

die Einschätzung der Konjunkturlage weiter. Die starke Aufwertung des Yen in den ersten vier Monaten des Jahres gefährdet indessen die immer noch fragile Konjunkturerholung.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung sank im ersten Quartal auf 0,2% (4. Quartal 1994: 0,8%). Die ohne frische Nahrungsmittel gemessene Kernrate bildete sich ebenfalls weiter von 0,5% auf 0,2% zurück. Die japanische Preisstatistik erfasst allerdings die üblich gewor-

denen Sonderverkäufe und Rabatte nicht angemessen; deshalb dürfte die offizielle Statistik den Preisrückgang unterschätzen. Die Arbeitslosenquote blieb im ersten Quartal unverändert bei 3%.

Der Überschuss der Handelsbilanz sank im ersten Quartal deutlich. Er betrug noch 27 Mrd. Dollar, gegenüber 36,9 Mrd. im Vorquartal und 36,4 Mrd. im Vorjahresquartal. Während die Einfuhren um 26% höher waren als vor Jahresfrist, stiegen die Exporte um 13%.

Mitte April kündigte die japanische Regierung ein neues Konjunkturpaket an. Geplant sind insbesondere hohe Infrastrukturausgaben für den Wiederaufbau von Kobe. Ferner sollen die im ersten Quartal bekanntgegebenen Programme zur Deregulierung der japanischen Wirtschaft rascher verwirklicht werden, als ursprünglich geplant war. Durch die Deregulierung sollen einerseits die Effizienz der Binnenwirtschaft gesteigert und damit die Kosten gesenkt sowie die internationale Wettbewerbsfähigkeit erhöht werden. Andererseits soll der Binnenmarkt verstärkt für Importe geöffnet werden, um die hohen Ertragsbilanzüberschüsse abzubauen. Schliesslich sollen zur Sanierung des Bankensystems verstärkt öffentliche Mittel eingesetzt werden.

Angesichts der massiven Höherbewertung des Yen im März und April lockerte die Bank von Japan ihre Geldpolitik. Am 14. April senkte sie den Diskontsatz von 1,75% auf 1%, den tiefsten je erreichten Stand. Gleichzeitig liess sie einen Rückgang des Tagesgeldsatzes von 2,2% im Februar auf 1,3% im April zu. Die japanische Notenbank intervenierte ferner im März und April an den Devisenmärkten, um einer weiteren Aufwertung des Yen entgegenzuwirken. Die Verzinsung dreimonatiger Depositenzertifikate sank von 2,4% auf 1,4%, während sich die Rendite zehnjähriger Staatspapiere von 4,7% auf 3,4% zurückbildete. Die Geldmenge M₂+CD lag im ersten Quartal um 3,5% über dem Stand des Vorjahres. Für das zweite Quartal 1995 legte die Bank von Japan die Projektion auf 3–4% fest. Die Yen-Aufwertung führte zu einem starken Rückgang der Aktienkurse. Nach der Diskontsatzsenkung und der Ankündigung eines neuen Konjunkturprogramms Mitte April stabilisierte sich der Aktienmarkt.

Deutschland

In Deutschland setzte sich der Konjunkturaufschwung, der im Verlaufe des Jahres 1994 zusehends an Kraft gewonnen hatte, im vierten Quartal fort. Gegenüber dem Vorjahr stieg das reale Bruttoinlandprodukt in den alten Bundesländern um 3,3%, verglichen mit 2,4% im dritten Quartal. Die Exporte nahmen gegenüber der Vorperiode erheblich zu; die Bau- und die Ausrüstungsinvestitionen zogen ebenfalls an. Während der öffentliche Konsum geringfügig wuchs, stagnierte der private Konsum. Insgesamt erhöhte sich das reale Bruttoinlandprodukt im Jahre 1994 um 2,4%, gegenüber einem Rückgang von 1,7% im Vorjahr.

Im ersten Quartal 1995 hielt das hohe Wirtschaftswachstum in den alten Bundesländern an. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stieg gemäss vorläufigen Angaben gegenüber der Vorperiode wiederum erheblich, und die Kapazitätsauslastung übertraf mit 85,4% den langfristigen Durchschnitt. Die Produktion im Bauhauptgewerbe, die bereits im vierten Quartal beträchtlich expandiert war, wuchs erneut kräftig. Der Auftragseingang in der verarbeitenden Industrie nahm deutlich zu; besonders dynamisch entwickelten sich die Bestellungen aus dem Ausland. Dagegen gingen vom privaten Konsum wenig Impulse aus: Die Einzelhandelsumsätze verharrten auf dem tiefen Stand der Vorquartale. Eine Ausnahme bildete der Absatz an Automobilen, der sich seit Mitte 1994 bessert.

Das Frühjahrsgutachten der grossen deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute bestätigte das günstige Bild der Konjunktur. Im Jahre 1995 dürfte das reale Bruttoinlandprodukt in den alten Bundesländern mit 2,5% etwa gleich stark wachsen wie im Vorjahr. Die Exporte und die Ausrüstungsinvestitionen bleiben gemäss der Prognose vorerst die wichtigen Antriebskräfte des Aufschwungs. Die Institute befürchten indessen, die jüngste Erstarkung der D-Mark könnte zukünftig das Wachstum der Ausfuhren bremsen. Der Konsum dürfte im laufenden Jahr nicht wesentlich zunehmen, während die Bauinvestitionen weniger kräftig steigen dürften als im Jahre 1994.

In den alten Bundesländern ging die Beschäftigung im ersten Quartal nur noch sehr wenig zu-

rück und dürfte die konjunkturelle Talsohle erreicht haben. Gegenüber dem Höchststand im ersten Quartal 1992 wurden 3,4% der Arbeitsplätze abgebaut. Die Arbeitslosenquote belief sich im ersten Quartal auf 9,2%.

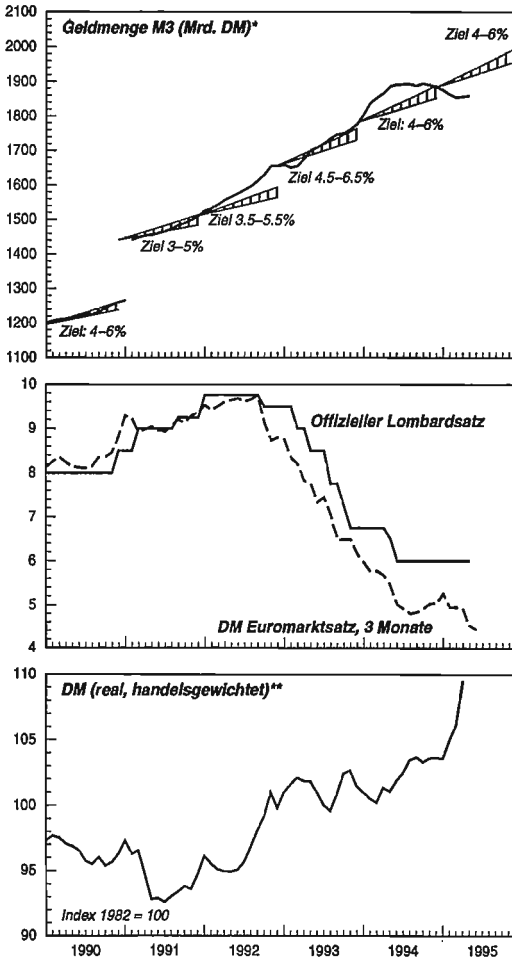
Die Teuerung sank von 2,8% im vierten auf 2,3% im ersten Quartal; im Durchschnitt des Jahres 1994 betrug die Teuerung 3%. Die Teuerung auf der Produzentenstufe erhöhte sich weiter von 1,3% im vierten auf 1,8% im ersten Quartal. Die Tariferhöhungen der Lohnrunde 1995 fielen mit durchschnittlich 3–4% höher aus als im Vorjahr (1–2%); die Wirtschaftsforschungsinstitute rechnen indessen aufgrund der Produktivitätsfortschritte im laufenden Jahr nur mit einem geringfügigen Anstieg der Lohnstückkosten.

In den neuen Bundesländern kam der Umbau der Wirtschaft im Jahre 1994 weiter voran. Das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich um 8,9%, verglichen mit 5,8% im Vorjahr. Besonders kräftig stiegen die Bauinvestitionen, während die Ausrüstungsinvestitionen weniger stark und der Konsum nur mässig wuchsen. Die Arbeitslosenquote (ohne die verdeckte Arbeitslosigkeit) lag mit rund 16% leicht über dem Wert des Vorjahres. Die durchschnittliche Jahresteuierung fiel deutlich und näherte sich mit 3,4% dem Wert der alten Bundesländer. Die Preise in den neuen Bundesländern passten sich damit weitgehend denjenigen der alten Bundesländer an. Gemäss dem Frühjahrsgutachten der Wirtschaftsforschungsinstitute wird das reale Bruttoinlandprodukt in den neuen Bundesländern im laufenden Jahr um 8,5% zunehmen, wobei sich wiederum die Investitionen besonders stark erhöhen dürften.

Die gesamtdeutsche Handelsbilanz wies im vierten Quartal 1994 mit 21,5 Mrd. D-Mark einen um 5,4 Mrd. höheren Überschuss als in der Vorperiode auf, da die Ausfuhren deutlich stärker zunahmen als die Einfuhren. Der Fehlbetrag der Ertragsbilanz sank indessen nur wenig auf 12,2 Mrd. D-Mark.

Die Geldmenge M_3 schrumpfte im ersten Quartal um hochgerechnet 4,1% gegenüber dem vierten Quartal 1994. Das Aggregat lag damit deutlich unter dem Zielkorridor von 4–6%. Neben dem Bargeldumlauf bildeten sich die Sichteinlagen stark

Grafik 5: Deutschland



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

** Quelle: OECD

zurück. Dies widerspiegelte unter anderem steuerbedingte Umschichtungen in Anlagen ausserhalb des Geldaggregates M₃, insbesondere in in- und ausländische Geldmarktfonds.

Angesichts der rückläufigen Geldmenge senkte die Deutsche Bundesbank Ende März den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 4% und den Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte von 4,85% auf rund 4,5%; den Lombardsatz beliess sie bei 6%. Die Leitzinsen waren letztmals

Mitte Mai (Diskont und Lombard) bzw. Ende Juli 1994 (Pensionssatz) gesenkt worden. Die Rendite langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere, die zwischen Januar 1994 und Januar 1995 kontinuierlich um insgesamt zwei Prozentpunkte auf 7,5% gestiegen war, ging bis März auf 7,1% zurück.

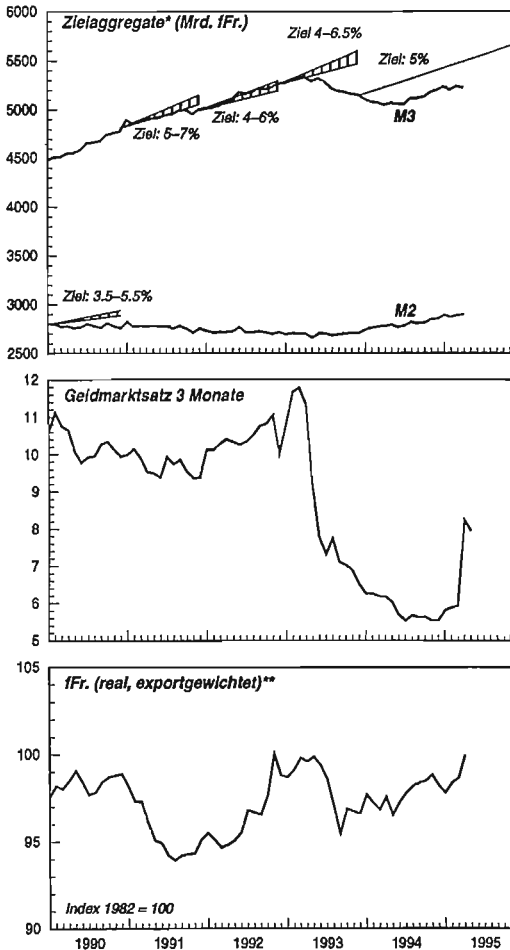
Frankreich

In Frankreich hielt der Konjunkturaufschwung im vierten Quartal 1994 an. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorjahr um 3,7%, verglichen mit 3,2% im dritten Quartal. Die Exporte und die Investitionen waren deutlich höher als in der Vorperiode; besonders kräftig nahmen die Ausrüstungsinvestitionen zu. Auch der Lageraufbau verstärkte sich. Der Konsum blieb dagegen schwach; während der private Konsum geringfügig zurückging, zog der öffentliche Konsum leicht an. Die Importe profitierten von der günstigen Binnennachfrage.

Der Aufschwung setzte sich im ersten Quartal 1995 fort. Die Produktion der verarbeitenden Industrie übertraf gemäss den ersten Angaben den Wert des Vorquartals um 0,6% (4. Quartal: 1,5%), und die Kapazitätsauslastung erreichte den langfristigen Durchschnitt. In den jüngsten Umfragen wurde der Auftragsbestand insgesamt als ausreichend bezeichnet. Die Produktion dürfte in den nächsten Monaten, ausgenommen in der Automobilherstellung, weiter anziehen. Die Konsumnachfrage entwickelt sich schleppend: Die letzten Umfragen deuten auf einen schwachen Detailhandel hin, und der Konsumentenstimmungsindex ging erneut leicht zurück.

Die Beschäftigung lag im ersten Quartal um 0,4% über dem Stand der Vorperiode (4. Quartal: 0,3%). Die meisten neuen Arbeitsplätze wurden im Dienstleistungssektor geschaffen. In der Industrie erholte sich dagegen die Beschäftigung erst wenig; insbesondere bei den grossen Unternehmen ist wegen der Rationalisierungsanstrengungen das Ende des Arbeitsplatzabbaus noch nicht sichtbar. Die Arbeitslosenquote sank von 12,6% im November 1994 auf 12,2% im März, nachdem sie vorher während langer Zeit gestiegen war. Die Teuerung blieb im ersten Quartal mit 1,7% unverändert.

Grafik 6: Frankreich



* Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres; ab 1994 mittelfristiges Ziel (Quelle: Banque de France)

** Quelle: OECD

Die Einfuhren nahmen im vierten Quartal 1994 gegenüber der Vorperiode um 3,5% zu, während die Ausfuhren um 5,3% wuchsen. Der Überschuss der Handelsbilanz stieg von 20,6 Mrd. auf 27,1 Mrd. Francs. Der Ertragsbilanzüberschuss erhöhte sich von 8,1 Mrd. auf 14,2 Mrd. Francs.

Die Banque de France straffte ihre Geldpolitik Anfang März, um einer weiteren Abschwächung des Franc zu begegnen. Sie setzte die gewöhnlichen fünf- bis zehntägigen Pensionsgeschäfte aus und

schloss nur noch eintägige Pensionsgeschäfte zu einem deutlich höheren Satz von 8% ab (seit Anfang April: 7,75%). Der dreimonatige Interbanksatz stieg weiter von 6,2% im Dezember auf 8,1% im März. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen blieb unverändert bei 8%.

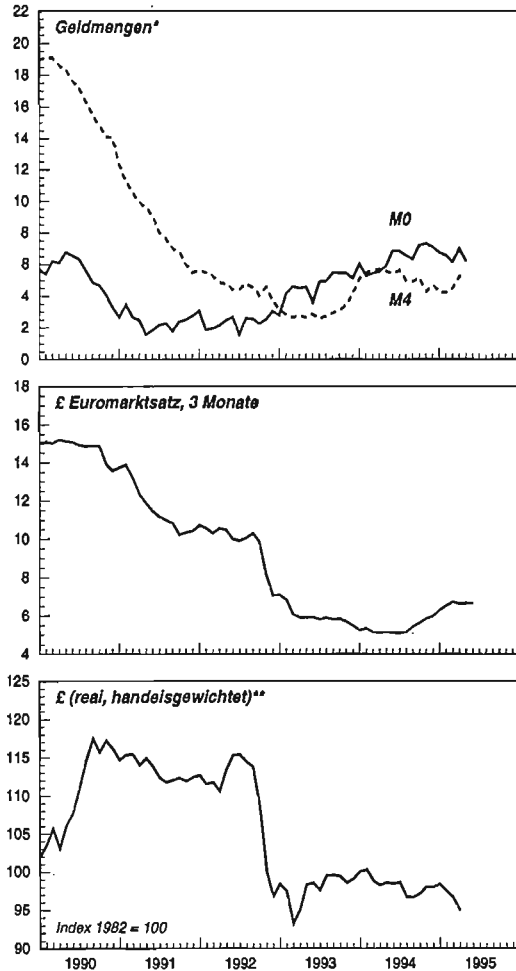
Die Geldmenge M₃ nahm im ersten Quartal mit 3% stärker zu als in der Vorperiode. Das Aggregat lag jedoch noch immer unter dem mittelfristigen Zielpfad von 5%. Das Wachstum der inländischen Gesamtverschuldung, welche die Zentralbank zusätzlich als monetären Indikator heranzieht, war ungefähr gleich hoch wie im vierten Quartal 1994.

Grossbritannien

In Grossbritannien setzte sich der kräftige Konjunkturaufschwung im vierten Quartal 1994 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt lag erneut um fast 4% über dem Vorjahreswert. Die Exporte und die Ausrüstungsinvestitionen stiegen wiederum kräftig, während sich das Wachstum des privaten und des staatlichen Konsums verlangsamte. Die Bauinvestitionen, die in der Vorperiode gesunken waren, erhöhten sich hauptsächlich aufgrund der privaten Bautätigkeit deutlich. Die insgesamt etwas stärkere Binnennachfrage stimulierte die Importe.

Im ersten Quartal 1995 stieg das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber dem Vorjahr erneut um knapp 4%. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stagnierte auf dem hohem Niveau der Vorperiode, lag aber beträchtlich über dem Vorjahreswert. Die jüngsten Umfragen des Britischen Industrieverbandes (CBI) sowie die vorlaufenden Sammelindikatoren deuten auf nur geringe Abschwächungstendenzen hin; insbesondere die Nachfrage aus dem Ausland blieb kräftig. Dagegen stagnierte die Konsumnachfrage: Die Detailhandelsumsätze wuchsen nur wenig, und die Zahl neu zugelassener Automobile blieb weiterhin gedrückt. Auch das Konsumkreditgeschäft, das im Laufe des Jahres 1994 steigende Umsätze verzeichnet hatte, schwächte sich ab. Die unabhängigen Prognoseinstitute rechneten in ihren März-Schätzungen damit, dass das reale Bruttoinlandprodukt 1995 und 1996 um 3,3% bzw. um 2,9% wachsen wird, verglichen mit 3,8% im Jahre 1994.

Grafik 7: Grossbritannien



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

** Quelle: OECD

Die Arbeitslosenquote bildete sich von 8,6% im Dezember 1994 auf 8,4% im März zurück. Vor Jahresfrist hatte die Arbeitslosenquote noch knapp 10% betragen. Die Konsumentenpreise lagen im ersten Quartal 1995 um 3,4% über dem Vorjahresstand, gegenüber 2,6% in der Vorperiode. Die Basisinflation, welche die Hypothekarzinsen ausklammert, belief sich auf 2,8%, verglichen mit 2,3% im Vorquartal. Auch bei den Produzentenpreisen vergrößerte sich der Preisauftrieb deutlich.

Das Defizit der Handelsbilanz stieg im vierten Quartal auf 2,9 Mrd. Pfund, nachdem es in der Vorperiode noch 1,8 Mrd. Pfund betragen hatte. Die Ertragsbilanz verzeichnete einen geringen Überschuss von 0,6 Mrd. Pfund (3. Quartal: 1,4 Mrd.).

Die britischen Währungsbehörden strafften zwischen Mitte September 1994 und Anfang Februar 1995 die Geldpolitik in drei Schritten. In der Folge stieg der Basiszinssatz, den die Banken bei erstklassigen Schuldnern anwenden, um je einen halben Prozentpunkt von 5,25% auf 6,75%. Der Drei-monatssatz am Interbankenmarkt nahm von 5,8% im September auf 6,7% im Februar zu; die Rendite langfristiger Staatsanleihen ging dagegen leicht von 8,7% auf 8,5% zurück.

Die Bank of England passte im Inflationsbericht vom Mai ihre Prognose über die Teuerungsentwicklung erneut nach oben an. Die Basisinflation dürfte bis Anfang 1996 auf fast 4% steigen und sich anschliessend wieder zurückbilden. Der Zielbereich für die Teuerungsentwicklung, den die Regierung auf 1–4% festgelegt hatte, dürfte somit nicht übertroffen werden.

Die Geldmenge M_0 stieg im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 6,5%. Sie erhöhte sich damit weniger kräftig als in der Vorperiode; ihr Wachstum überschritt indessen weiterhin den mittelfristig angestrebten Bereich von 0–4%. Das breit definierte Aggregat M_4 , das auch Bankeinlagen und Einlagen bei den Bausparkassen enthält, nahm etwas stärker als in der Vorperiode zu; es bewegte sich jedoch immer noch in der unteren Hälfte des mittelfristig angestrebten Bandes von 3–9%.

Italien

In Italien stagnierte das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal 1994 gegenüber der Vorperiode, nachdem es im dritten Quartal deutlich gestiegen war. Es lag indessen noch immer um 2,7% über dem entsprechenden Vorjahreswert (3. Quartal: 3,8%). Die Ausrüstungsinvestitionen und in geringerem Masse der private Konsum stützten die Konjunktur. Die Bauinvestitionen, die bis anhin nicht von der Konjunkturerholung profitiert hatten, sanken weiter. Der öffentliche Kon-

sum und die Exporte, welche in der Vorperiode stark zugenommen hatten, stagnierten. Die Importe wuchsen infolge höherer Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten kräftig.

Im ersten Quartal 1995 setzte sich die Erholung fort. Die Industrieproduktion fiel nur leicht höher aus als in der Vorperiode, nahm aber im Jahresvergleich deutlich um 8,9% zu. Besonders die Produktion von Investitionsgütern stieg stark. Gemäss der neusten Umfrage bei den Unternehmen entwickelte sich die Nachfrage aus dem Ausland weiterhin dynamisch. Die Lagerbestände wurden als normal beurteilt. In den nächsten Monaten dürfte die Produktion gemäss der Umfrage weiter anziehen. Gleichzeitig beabsichtigte eine wachsende Zahl von Unternehmen, in den nächsten Monaten die Preise zu erhöhen. Der Konsumentenstimmungsindex blieb stabil, nachdem er in der Vorperiode leicht zurückgegangen war.

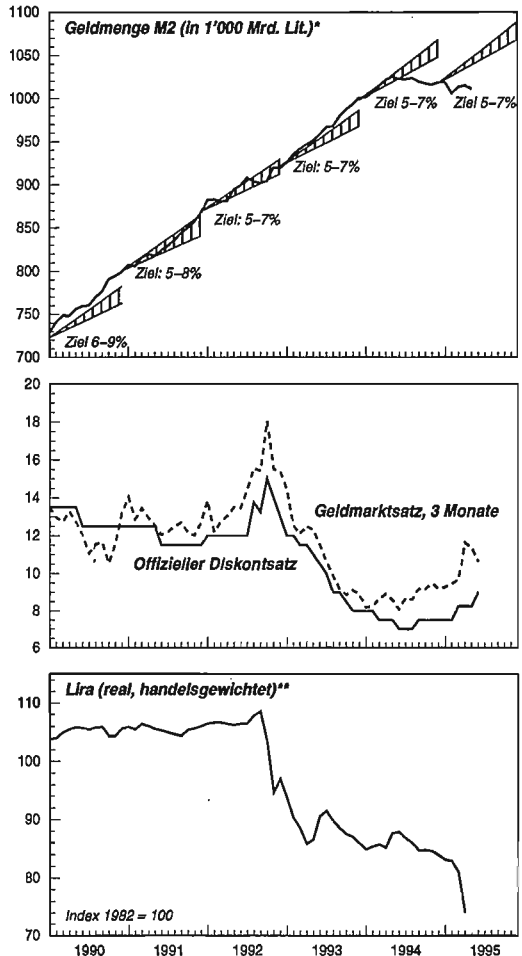
Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich trotz der wirtschaftlichen Erholung. Die Beschäftigung sank gegenüber der Vorperiode und lag um 1,6% unter dem Stand des Vorjahres (4. Quartal: -2,4%). Die Arbeitslosenquote war im ersten Quartal mit 12% erheblich höher als in der Vorperiode (11,6%). Zudem vergrösserten sich die regionalen Unterschiede: Während die Arbeitslosenquote im Norden 7,5% beträgt, ist sie im Mezzogiorno fast dreimal höher; im Süden sind zudem über die Hälfte der Jugendlichen arbeitslos.

Die Teuerung auf Konsumentenstufe zog von Januar bis Mai deutlich von 3,9% auf 5,5% an; ein Teil des Anstiegs ist allerdings der Mehrwertsteuer zuzuschreiben, deren Sätze im März hinaufgesetzt wurden. Zu Jahresbeginn wuchsen die Nominallöhne etwas kräftiger; real bildeten sie sich weiter zurück. Auf der Produzenten- und Grosshandelsstufe verstärkte sich der Preisauftrieb ebenfalls.

Im vierten Quartal wuchsen die Einfuhren stärker als die Ausfuhren. Der Überschuss der Handelsbilanz sank gegenüber dem Vorquartal und lag unter dem Wert des Vorjahres. Auch der Überschuss der Ertragsbilanz nahm ab.

Aufgrund der steigenden Inflationsgefahr und des Zerfalls der Währung erhöhte die italienische Zen-

Grafik 8: Italien



* Saisonbereinigt; Ziele: %-Veränderung Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr. Ab 1992: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banca d'Italia)

** Quelle: OECD

tralbank Ende Februar ihre Leitzinsen, die letztmals im August 1994 nach oben angepasst worden waren. Sie hob den Diskontsatz um 0,75 Prozentpunkt auf 8,25% und den Lombardsatz um 1,25 Prozentpunkte auf 9,75%. Ende Mai erfolgte eine weitere Leitzinserhöhung auf 9% bzw. 10,5%. Der Satz für Pensionsgeschäfte belief sich im ersten Quartal auf 9,1%, verglichen mit 8,4% im Vorquartal. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen stieg von 10,3% im Dezember auf 11,3% im März; vor Jahresfrist hatte sie noch 8% betragen.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1991	1992	1993	1994 a)	1993 a)					1995 a)
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
USA	-0,7	2,6	3,0	4,0	3,1	3,7	4,1	4,4	4,1	4,0
Japan	4,1	1,4	-0,2	0,6	-0,3	-0,3	0,5	1,0	1,0	
Deutschland b)	5,1	1,4	-1,7	2,4	-0,5	1,7	2,3	2,4	3,3	
Frankreich	0,8	1,3	-1,5	2,7	-1,0	1,3	2,5	3,2	3,7	2,8
Grossbritannien	-2,0	-0,5	2,2	3,8	3,0	3,2	4,2	3,9	3,8	
Italien	1,3	0,7	-1,2	2,2	-0,2	0,6	1,6	3,8	2,7	
Schweiz	0,0	-0,3	-0,9	2,1	0,0	1,3	2,3	2,4	2,5	2,0

a) provisorisch

b) alte Bundesländer

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1991	1992	1993	1994	1994					
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Febr.	März	April
USA	4,2	3,0	3,0	2,6	2,7	2,9	2,8	2,9	2,9	3,1
Japan	3,3	1,7	1,3	0,7	0,8	0,2	0,6	0,2	-0,4	-0,2
Deutschland a)	3,5	4,0	4,1	3,0	2,8	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3
Frankreich	3,1	2,4	2,1	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,6
Grossbritannien	5,9	3,7	1,6	2,5	2,6	3,4	3,3	3,4	3,5	3,3
Italien	6,5	5,3	4,2	3,9	3,9	4,4	3,9	4,3	4,9	5,2
Schweiz	5,9	4,0	3,3	0,9	0,5	1,4	1,0	1,5	1,6	1,6

a) alte Bundesländer

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1991	1992	1993	1994 a)	1994 a)					
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Febr.	März	April
USA b)	6,8	7,4	6,8	6,1	5,6	5,5	5,7	5,4	5,5	5,8
Japan	2,1	2,2	2,5	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	3,2
Deutschland c)	6,3	6,7	8,3	9,2	9,1	9,2	9,2	9,1	9,2	9,2
Frankreich	9,5	10,4	11,7	12,6	12,5	12,3	12,3	12,3	12,2	12,2
Grossbritannien d)	8,1	9,9	10,3	9,3	8,8	8,5	8,5	8,5	8,4	8,3
Italien e)	8,6	8,9	10,3	11,3	11,6	12,0	12,0	-	-	
Schweiz f)	1,1	2,6	4,5	4,7	4,5	4,3	4,4	4,3	4,3	4,3

a) provisorisch

b) ab Januar 1994 neue Erhebungsgrundlage

c) alte Bundesländer, in Prozent der nicht selbständig

Erwerbstätigen

d) ausgenommen Schulabgänger

e) ab 4. Quartal 1992: neue Erhebungsmethode

f) registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990; für die offiziellen, nicht saisonbereinigten Ziffern: vgl. Tabelle 5

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

	1991	1992	1993 d)	1994 a) d)	1993 a) d)					1995 a) d)
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
USA	-8,3	-67,9	-103,9	-155,7	-30,6	-32,3	-37,8	-40,8	-44,8	
Japan	72,3	117,8	132,1	129,4	32,0	34,5	33,8	29,7	31,4	
Deutschland b)	-19,4	-20,9	-16,8	-21,6	-5,4	-3,5	-1,7	-8,5	-7,9	
Frankreich	-6,7	3,9	9,2	9,3	3,6	4,0	1,1	1,5	2,7	
Grossbritannien c)	-14,5	-17,0	-17,8	-0,1	-3,5	-2,1	-1,1	2,1	1,0	
Italien c)	-23,9	-27,9	11,0	15,7	6,7	2,1	3,8	5,0	4,8	-1,2
Schweiz c)	10,6	15,1	18,3	18,1	4,6	6,1	3,4	3,5	5,0	5,9

a) provisorisch

b) einschliesslich Transaktionen der neuen Bundesländer mit dem Ausland

c) nicht saisonbereinigt

d) ab 1993: Die Daten für die EU-Länder sind aufgrund statistischer Umstellungen stark verspätet verfügbar und mit grösseren Unsicherheiten behaftet.

Die Geldmenge M_2 schrumpfte im ersten Quartal um 0,3%. Die Zentralbank sieht für das Jahr 1995 ein Wachstumsziel des Aggregates von 5–7% vor.

Ende Mai veröffentlichte die Banca d'Italia erstmals ein Ziel für die Teuerungsentwicklung. Danach darf die Teuerung im laufenden Jahr durchschnittlich höchstens 4,5% und 1996 4% betragen. Bei der Berechnung der Teuerung werden die Einflüsse einer Erhöhung der indirekten Steuern berücksichtigt.

Die steigende Zinsbelastung zwang die Regierung im Februar 1995, dem Parlament ein Nachtragsbudget zu unterbreiten. Dieses enthält Einnahmenerhöhungen – insbesondere die Heraufsetzung des Mehrwertsteuersatzes und eine Verminderung von Steuerabzügen – sowie erhebliche Ausgabensenkungen. Der Primärüberschuss des Budgets (d. h. der Saldo ohne Zinszahlungen) dürfte damit 1995 auf 58 Billionen Lire (3,3% des Bruttoinlandprodukts) zunehmen, verglichen mit 37 Billionen (2%) im ursprünglichen Budget. Einschliesslich der Zinszahlungen beträgt der für das Jahr 1995 budgetierte Fehlbetrag neu 134 Billionen Lire (7,6%). Mit den zusätzlichen fiskalischen Massnahmen hofft die Regierung, die Staatsschuld, gemessen am Bruttoinlandprodukt, stabil halten zu können.

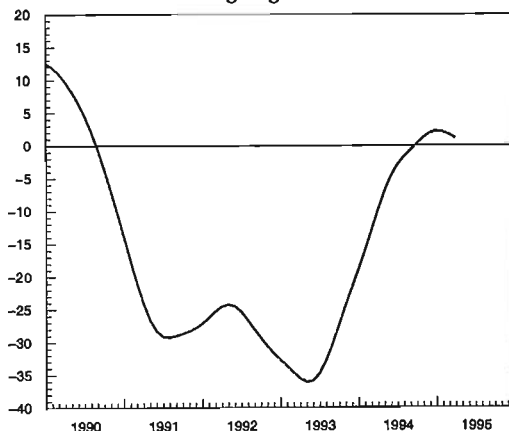
C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Der konjunkturelle Aufschwung schwächte sich in der Schweiz im ersten Quartal 1995 ab. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm saisonbereinigt verlangsamt zu. Es lag um 2% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, gegenüber 2,5% in der Vorperiode. Nachdem die Güterexporte im zweiten Halbjahr 1994 kräftig gestiegen waren, nahmen sie im ersten Quartal saisonbereinigt ab. Auch vom privaten Konsum und der Bautätigkeit gingen kaum noch Impulse aus. Dagegen erhöhten sich die Ausrüstungsinvestitionen unverändert kräftig. Dies widerspiegelte sich wiederum in stark steigenden Einfuhren.

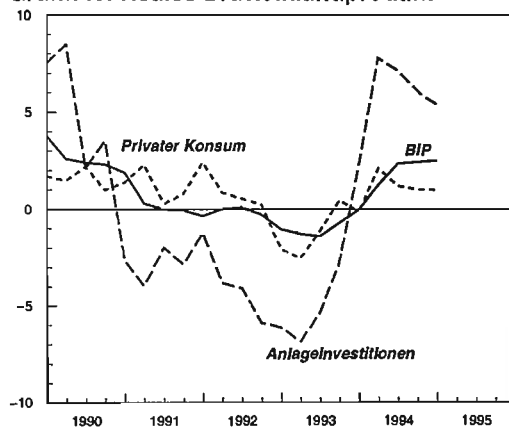
Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie*



* 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

Der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» der KOF-ETH nahm im ersten Quartal nur leicht zu. Während sich der Geschäftsgang der exportorientierten Unternehmen erneut verbesserte, mussten die für den Binnenmarkt produzierenden Unternehmen einen Rückgang hinnehmen. Dies ist teilweise auf die schwierige Lage der inländischen Zulieferer zurückzuführen. Bereits

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt*



* Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: BIK

seit einiger Zeit bekommen diese die ausländische Konkurrenz infolge des hohen Frankenkurses stark zu spüren. Die Höherbewertung des Frankens im ersten Quartal trübte indessen auch die Geschäftsaussichten der Exportindustrie. Gemäss der KOF-Umfrage vom März erwarteten die Exportunternehmen für die folgenden drei Monate nur noch eine geringfügige Zunahme des Bestellungseingangs; auch die längerfristigen Aussichten der Exportindustrie verdüsterten sich.

Die Kapazitätsauslastung der Industrie nahm im ersten Quartal um einen halben Prozentpunkt auf 85% zu. Am stärksten stieg sie im Exportsektor, insbesondere in der Maschinen- und Apparateindustrie. Die Zahl der in der Industrie geleisteten Überstunden (ausgedrückt in Prozent der Normalarbeitszeit) erhöhte sich gegenüber der Vorperiode leicht auf 2,1%. Die Zahl der Beschäftigten wurde weiterhin als angemessen, die Ertragslage dagegen als deutlich schlechter beurteilt.

Das KOF-Konjunkturbarometer der vorlaufenden Indikatoren verharrte im März auf dem Stand der Vorperiode. Dazu trugen vor allem die anhaltende Stagnation des Bauindikators sowie der Rückgang des Aktienindexes und der realen Geldmenge M_1 bei.

Konsum

Der reale Konsum der privaten Haushalte wuchs im ersten Quartal nur geringfügig. Er übertraf den Vorjahresstand nur noch um 0,2% (4. Quartal 1994: 1%).

Die realen Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag bildeten sich saisonbereinigt erneut zurück. Sie lagen um 2,3% (4. Quartal 1994: 0,5%) unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Verkäufe von Bekleidungsartikeln und Textilwaren schrumpften besonders stark. Dies dürfte jedoch teilweise auf vermehrte Käufe im grenznahen Ausland zurückzuführen sein. Die Anzahl verkaufter Neuwagen nahm gegenüber dem Vorjahr ebenfalls leicht ab, nachdem sie in der Vorperiode stagniert hatte. Die Importe von Konsumgütern stiegen weniger stark als in der Vorperiode. Nach dem befriedigenden Geschäftsverlauf im vierten Quartal 1994 verbuchte der Tourismussektor in

den ersten drei Monaten fast 6% weniger Logiernächte inländischer Gäste als vor Jahresfrist. Dies dürfte teilweise auf den starken Schweizer Franken zurückzuführen sein, der Ferien im Ausland attraktiv macht. Gleichzeitig nahm auch die Zahl der Übernachtungen von Militärangehörigen deutlich ab, da infolge der Armereform 95 im ersten Quartal weniger Dienstage geleistet wurden.

Der vom Bundesamt für Konjunkturforschung im März erhobene Sammelindex der Konsumentenstimmung nahm leicht zu, nachdem er im Januar zurückgegangen war. Die Konsumenten beurteilten ihre zukünftige finanzielle Lage im Frühling weniger pessimistisch als zu Jahresbeginn. Dagegen schätzten sie die Arbeitsplätze wieder vermehrt als gefährdet ein.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen stiegen im ersten Quartal saisonbereinigt erneut kräftig. Im Vorjahresvergleich nahmen sie real um 8,4% zu (4. Quartal 1994: 5,4%). Die beiden Komponenten – Ausrüstungs- und Bauinvestitionen – entwickelten sich jedoch stark unterschiedlich.

Der Anstieg der langfristigen Zinssätze im vergangenen Jahr dämpfte die Baukonjunktur spürbar. Im ersten Quartal wuchsen die Bauinvestitionen nur noch geringfügig. Sie stagnierten damit auf dem Vorjahresniveau, nachdem sie ein Jahr zuvor noch um fast 9% zugenommen hatten. In der Industrie «Steine und Erden» nahmen sowohl der Bestellungseingang als auch die erwarteten Bestellungen gegenüber der Vorperiode deutlich ab. Auch im Bauhauptgewerbe verschlechterte sich die Lage. Gemäss Umfrage des Baumeisterverbandes sank der Auftragseingang beim privaten Bau gegenüber dem Vorjahr um 4,5%. Der Rückgang fiel dabei beim Wohnungsbau stärker aus als beim gewerblich-industriellen Bau. Im öffentlichen Bau nahm der Auftragseingang dank zweier regionaler Projekte deutlich zu. Der Auftragsbestand nahm insgesamt gegenüber dem Vorjahr leicht zu.

Die Ausrüstungsinvestitionen erhöhten sich unvermindert kräftig. Binnen Jahresfrist stiegen sie

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1991	1992	1993	1994	1994					1995
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Import von Investitionsgütern, real	-2,9	-10,3	-4,1	13,4	6,6	10,2	13,0	18,4	11,9	29,7
Baubewilligte Wohnungen ¹	7,6	19,7	-4,1	11,3	-12,0	16,9	9,1	3,5	15,5	-30,4
Neuerstellte Wohnungen ¹	1,3	-3,6	-4,1	24,5	-8,1	37,7	-2,4	27,5	35,3	-4,1
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal										
Total	-4,0	-12,0	-4,0	-4,0	-3,4	1,0	1,0	-0,2	-5,8	2,2
Privater Bau	-10,0	-18,0	1,0	7,5	5,2	5,0	7,0	1,0	-5,5	0,2
Öffentlicher Bau	4,0	-6,0	-9,0	-4,0	-11,2	-4,0	-4,0	-1,6	-6,2	4,6
Bauteuerung ²	6,7	4,9	3,8	1,8	3,5	1,6	1,4	1,3	2,7	

¹ In 96 Städten; ab 1. Quartal 1993 in 110 Städten

² Produktionskostenindex Sparte 1 des SBV

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

real um 20,8% (4. Quartal: 8,5%). Noch stärker nahmen die realen Einfuhren von Investitionsgütern zu. Darin widerspiegelte sich teilweise die Höherbewertung des Frankens, die zu einem deutlichen Rückgang der Preise importierter Investitionsgüter führte. Gemäss der Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller nahm der Bestellungseingang aus dem Inland erneut schwächer zu als in der Vorperiode. Auch die Neubestellungen aus dem Ausland verloren an Dynamik. Der gesamte Auftragsvorrat stieg leicht auf 5,0 Monate.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

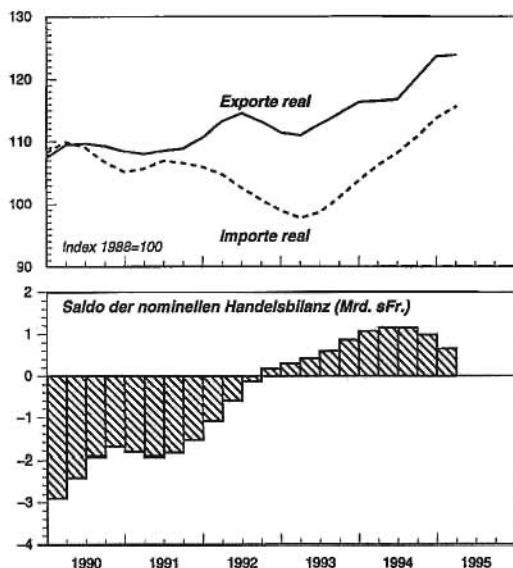
Die realen Güterexporte nahmen im ersten Quartal saisonbereinigt leicht ab. Im Vorjahresvergleich verlangsamte sich das Wachstum auf 4,6%. Die Ausfuhren von Investitionsgütern nahmen ungefähr gleich stark zu wie in der Vorperiode, während jene von Konsumgütern und insbesondere von Halbfabrikaten deutlich langsamer stiegen.

Wie schon in der Vorperiode stiegen die Exporte der Metallindustrie, der chemischen Industrie sowie der Maschinen- und Elektronikindustrie überdurchschnittlich stark. Die Lieferungen der Papierindustrie, der grafischen Industrie sowie der Nahrungsmittelindustrie verloren dagegen deutlich an Schwung. Die Ausfuhren von Präzisionsinstrumenten und Textilwaren verharrten auf dem Vorjahresniveau, während jene der Uhrenindu-

strie um 4,5% schrumpften, nachdem sie sich in der zweiten Jahreshälfte 1994 erholt hatten.

Die wichtigsten Nachfrageimpulse stammten aus der Europäischen Union. Am stärksten erhöhten sich die nominellen Exporte nach Deutschland und Frankreich, auf die zusammen rund ein Drittel der schweizerischen Ausfuhren entfallen. Die Lieferungen nach Italien, die im vierten Quartal 1994 noch kräftig gestiegen waren, wuchsen gegen-

Grafik 11: Aussenhandel*



* Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1991	1992	1993	1994	1993		1994			1995
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Reale Ausfuhr	-1,4	4,3	0,6	4,9	5,0	5,8	1,4	5,2	7,5	4,6
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-1,2	2,8	-1,7	9,4	2,6	9,8	8,4	8,5	10,5	3,5
Investitionsgüter	-4,0	0,0	-2,2	5,7	4,5	6,5	2,3	5,4	9,3	8,2
Konsumgüter	1,4	10,6	5,6	0,6	7,0	1,7	-5,0	2,3	3,5	2,4
Ausfuhrpreise	2,8	0,7	0,0	-0,7	-0,3	0,2	-0,7	-1,0	-1,6	-3,2
Reale Einfuhr	-1,4	-4,3	-1,2	9,4	5,1	9,4	9,6	9,6	9,4	11,1
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-5,2	-1,4	-1,3	10,9	2,9	10,5	8,1	11,3	14,1	7,7
Investitionsgüter	-2,9	-10,3	-4,1	13,6	6,9	10,2	13,0	18,4	11,9	29,7
Konsumgüter	2,7	-2,9	1,5	6,4	5,4	9,5	8,3	3,8	5,1	4,0
Einfuhrpreise	0,1	2,2	-2,2	-4,8	-2,2	-6,5	-5,4	-4,8	-2,6	-1,8

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

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BFK

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

	1992	1993 ^{a)}	1994 ^{a)}	1993 ^{a)}		1994 ^{b)}			1995 ^{b)}	
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	
Einnahmen										
Warenexporte	95,3	96,7	99,4	25,5	24,9	24,4	23,4	26,7	24,7	
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	92,1	93,3	95,9	24,6	24,0	23,5	22,5	25,8	23,8	
<i>Übrige Warenexporte²</i>	3,2	3,4	3,5	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	
Dienstleistungsexporte	26,9	28,3	28,3	5,8	7,9	6,7	8,4	5,4	7,2	
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	39,8	38,7	35,6	9,6	8,7	8,9	9,2	8,7	10,0	
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,6	3,7	3,4	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	
Total Einnahmen	165,5	167,4	166,7	41,7	42,3	40,9	41,8	41,6	42,7	
Ausgaben										
Warenimporte	96,3	93,8	96,6	24,4	23,5	24,2	23,3	25,5	24,8	
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	92,3	89,8	92,6	23,4	22,4	23,3	22,4	24,5	23,7	
<i>Übrige Warenimporte²</i>	3,9	4,0	4,0	1,0	1,1	1,0	0,9	1,1	1,1	
Dienstleistungsimporte	13,9	14,0	14,0	2,7	2,0	3,7	5,6	2,7	2,0	
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	26,4	24,6	23,2	5,9	6,0	6,0	6,2	5,0	6,7	
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	7,8	7,9	0,8	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	
Total Ausgaben	144,3	140,4	141,9	35,0	33,4	36,0	37,3	35,1	35,5	
Saldi										
Warenverkehr	-1,0	2,9	2,7	1,1	1,4	0,1	0,0	1,2	-0,1	
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	-0,2	3,5	3,2	1,2	1,6	0,2	0,1	1,3	0,1	
<i>Übrige Warenimporte²</i>	-0,8	-0,6	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	
Dienstleistungsverkehr	12,9	14,3	14,3	3,1	5,9	3,0	2,7	2,8	5,2	
Arbeits- und Kapitaleinkommen	13,4	14,1	12,3	3,7	2,7	2,9	3,0	3,7	3,3	
Unentgeltliche Übertragungen	-4,2	-4,2	-4,6	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
Ertragsbilanz	21,2	27,0	24,8	6,7	8,9	4,8	4,6	6,5	7,3	

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

² inklusive elektrische Energie

a) provisorisch

b) vorläufige Schätzung

über dem Vorjahr nur noch geringfügig. Nach Österreich, Grossbritannien und Belgien-Luxemburg wurde deutlich weniger exportiert als vor Jahresfrist. Während die Exporte nach Japan stagnierten, gingen jene in die Vereinigten Staaten sowie in die Länder ausserhalb der OECD zurück. Eine Ausnahme bildeten die mitteleuropäischen Länder, die rund 20% mehr Güter aus der Schweiz importierten als im Vorjahr.

Die realen Importe nahmen im ersten Quartal saisonbereinigt erneut kräftig zu. Gegenüber dem Vorjahr stiegen sie um 11,1%. Die Einfuhren von Investitionsgütern schnellten um fast 30% in die Höhe. Davon waren alle wichtigen Güterkategorien betroffen, insbesondere Fabrikationsmaschinen, die um gut 50% höher lagen als vor Jahresfrist. Die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Konsumgütern wuchsen dagegen schwächer als in der Vorperiode.

Die Exportpreise sanken im ersten Quartal mit 3,2% stärker als in der Vorperiode. Darin widerspiegelte sich teilweise die Frankenstärke, die zu Preisnachlässen führte. Die Importpreise bildeten sich um 1,8% zurück. Überdurchschnittlich stark nahmen die Preise der Energieträger ab (-5,3%).

Der anhaltend kräftige Anstieg der nominellen Importe führte im ersten Quartal zu einer fast ausgeglichenen Handelsbilanz. Der Überschuss betrug

0,1 Mrd. Franken, nach 1,6 Mrd. im entsprechenden Vorjahresquartal. Infolge tieferer Einnahmen aus dem Fremdenverkehr sowie geringerer Bankkommissionen nahm auch der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz um 0,7 Mrd. auf 5,2 Mrd. Franken ab. Dagegen stieg der Überschuss bei den Arbeits- und Kapitaleinkommen zinsbedingt um 0,6 Mrd. auf 3,3 Mrd. Franken. Der Ertragsbilanzsaldo sank im ersten Quartal im Vergleich zur Vorjahresperiode um 1,6 Mrd. auf 7,3 Mrd. Franken.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung bildete sich im ersten Quartal saisonbereinigt leicht zurück, nachdem sie in den beiden Vorquartalen zugenommen hatte. Gegenüber dem Vorjahr verringerte sich indessen der Rückgang auf 0,5% (4. Quartal 1994: -1,0%).

Während die Zahl der Beschäftigten in der Industrie nochmals sank, blieb sie im Dienstleistungssektor fast stabil. Innerhalb der Industrie nahm die Beschäftigung in den meisten Branchen nur wenig ab. Eine Ausnahme bildeten die Textil-, Bekleidungs-, Schuh- und Lederindustrie, die einen starken Abbau von Arbeitsplätzen verzeichneten. Insgesamt lag sie um 1,4% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Im Dienstleistungssektor wiesen die Banken, Versicherungen und Be-

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1992	1993	1994	1993				1994				1995			
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Febr.	März	April		
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	-2,6	-2,8	-1,8	-1,7	-1,6	-3,1	-1,6	-1,0	-0,5						
Vollzeitbeschäftigte ¹		-3,4	-2,2	-2,2	-2,0	-3,4	-2,1	-1,3	-1,0						
Arbeitslosenquote ^{2,3}	2,6	4,5	4,7	5,0	5,1	4,8	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,4	4,3		
Arbeitslose ³	92 308	163 135	171 038	179 403	185 895	172 914	163 629	161 712	164 647	167 815	165 351	160 774	156 684		
Kurzarbeiter ³	34 020	42 046	22 600	37 456	42 101	26 678	10 302	11 320	12 656	11 853	13 775	12 339	11 747		
Gemeldete offene Stellen ³	8 166	5 743	5 224	4 248	5 201	5 540	5 498	4 658	5 105	4 505	5 103	5 706	6 781		

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

² registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990 (3 621 716 Erwerbspersonen)

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: BIGA, BFS

ratungsfirmen eine unveränderte Beschäftigung auf, während die Zahl der Arbeitsplätze im Handel und im Gastgewerbe nochmals zurückging. In der Bauwirtschaft nahm die Beschäftigung saisonbereinigt ab, nachdem sie in der Vorperiode deutlich gestiegen war. Sie lag damit um 0,5% unter dem Vorjahresniveau.

Der Manpower-Stellenindex, der die Fläche der Stelleninserate misst, stieg im ersten Quartal erneut, jedoch langsamer als in den vorangegangenen Quartalen. Dies deutet auf eine weiter leicht zunehmende Nachfrage nach Arbeitskräften hin.

Der kontinuierliche Rückgang der Arbeitslosigkeit seit Ende 1993 setzte sich fort. Die Zahl der Arbeitslosen betrug im ersten Quartal saisonbereinigt 156 800, gegenüber 162 500 in der Vorperiode. Die Arbeitslosenquote sank von 4,5% auf 4,3%. Innert Jahresfrist verringerte sie sich um 0,6 Prozentpunkte. Überdurchschnittlich fiel die Arbeitslosenquote in der Westschweiz, im Tessin und im Kanton Basel-Stadt aus. Der Anteil derjenigen, die seit mehr als einem Jahr arbeitslos waren, bildete sich leicht auf 29,6% zurück.

Im April sank die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen auf 154 100 Personen. Die Arbeitslosenquote betrug damit 4,3%.

Die Zahl der Kurzarbeiter verringerte sich saisonbereinigt im ersten Quartal auf 6900, gegenüber 12 600 in der Vorperiode. Vor Jahresfrist hatte sie noch 33 400 betragen. Die Kurzarbeit konzentrierte sich auf die Maschinen- und Fahrzeugindustrie, die Elektroindustrie sowie das Baugewerbe.

Preise

Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im ersten Quartal 1995 um durchschnittlich 1,4% höher als vor Jahresfrist, gegenüber 0,5% im vierten Quartal 1994. Der Teuerungsanstieg widerspiegelte in erster Linie die auf den 1. Januar 1995 erfolgte Einführung der Mehrwertsteuer (MWST).

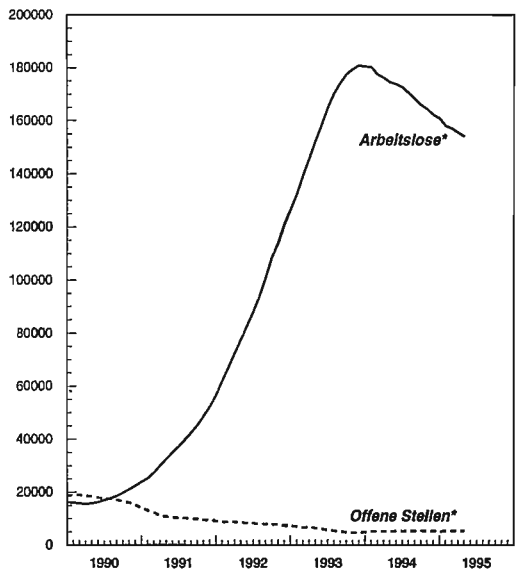
Die steuerbedingten Preissteigerungen fielen mit rund 1% weniger stark aus, als allgemein erwartet worden war. In vielen Bereichen konnte die Steuer

infolge der schwachen Konsumnachfrage nicht völlig überwältigt werden. In den kommenden Monaten dürften vereinzelt weitere steuerbedingte Preisanpassungen erfolgen, die sich allerdings kaum noch von gewöhnlichen Preiserhöhungen unterscheiden lassen werden.

Die Preise der Dienstleistungen stiegen im ersten Quartal mit 2% deutlich stärker als jene der Waren (0,5%). Überdurchschnittlich stark verteuerten sich die öffentlichen Dienstleistungen (4,5%), insbesondere die Energie, der öffentliche Verkehr, die Telekommunikation, die Radio- und Fernsehkonzessionen sowie die Spitaltaxen. Die Preise der privaten Dienstleistungen erhöhten sich lediglich um 1,4%. Dazu trugen vor allem die höheren Preise für Mahlzeiten und Getränke in Restaurants sowie für Coiffeurleistungen bei. Die Wohnungsmieten, die nicht der MWST unterstellt sind, sanken im Vorjahresvergleich leicht (-0,4%).

Die Preise inländischer Güter und Dienstleistungen lagen im ersten Quartal um 1,9% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, während jene für ausländische Güter- und Dienstleistungen geringfügig sanken (-0,2%).

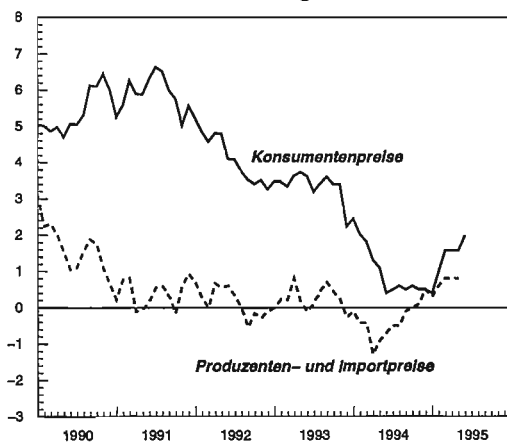
Grafik 12: Arbeitsmarkt



* Saison- und extremwertbereinigt

Quelle: BIGA

Grafik 13: Preisentwicklung*



* Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: BfS

Nachdem die Teuerung im April stabil bei 1,6% geblieben war, stieg sie im Mai auf 2,0%. Dieser Anstieg ist vor allem auf einen Basiseffekt bei den Wohnungsmieten, die im Mai 1994 deutlich gesunken waren, zurückzuführen.

Der Index der Produzenten- und Importpreise (Preisindex des Gesamtangebots) lag im ersten Quartal um 0,7% höher als vor Jahresfrist, nachdem er 1994 leicht gesunken war. Die Produzentenpreise stiegen um 0,3%, während die Importpreise infolge der starken Preissteigerungen bei den Rohwaren und Halbfabrikaten um 2% anzogen.

2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldaggregate

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im ersten Quartal 1995 durchschnittlich 30 016 Mio. Franken und lag damit um 0,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Gegenüber dem Vorquartal betrug der Zuwachs 0,7% (auf das Jahr hochgerechnet 2,7%). In diesen Angaben ist die im Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank (Nr. 2 1995) beschriebene Bereinigung der Girokomponente der Notenbankgeldmenge berücksichtigt. Die deutliche Veränderung der

saisonbereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber dem Vorquartal lässt sich hauptsächlich auf den Anstieg des Preisniveaus zurückführen, der durch die Einführung der Mehrwertsteuer per 1. Januar 1995 verursacht wurde. Dieser Preisanstieg stimulierte die Nachfrage nach Banknoten. Die Giroguthaben der Banken betrugen 2513 Mio. Franken; sie lagen damit um 4,9% unter dem entsprechenden Stand vor Jahresfrist, aber nur knapp unter jenem des Vorquartals.

Die Nationalbank hatte mit einer steuerbedingten Zunahme der Geldnachfrage gerechnet. Allerdings erreichte die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge den Wert von 30,1 Mrd. Franken, den die Nationalbank für das erste Quartal prognostiziert hatte, nicht ganz. Im zweiten Quartal dürfte die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge indessen auf 30,1 Mrd. Franken steigen und damit den Stand des vierten Quartals 1994 – auf das Jahr hochgerechnet – um 1,9% übertreffen.

Das Jahreswachstum der Geldaggregate M_1 , M_2 und M_3 schwächte sich im ersten Quartal weiter ab. Es betrug für die drei Geldaggregate noch je rund 1,7%. Die Angleichung der Wachstumsraten bedeutet, dass die Umschichtungen zwischen den verschiedenen Komponenten der Geldaggregate zum Stillstand gekommen sind.

Geldmarkt

Die Geldmarktsätze bildeten sich im ersten Quartal zurück. Während der Tagesgeldsatz um 0,1 Prozentpunkt auf 3,4% sank und damit leicht unter dem offiziellen Diskontsatz lag, fielen die übrigen Geldmarktsätze deutlich. Die Dreimonatssätze gingen im Laufe des ersten Quartals um 0,5 bis 0,6 Prozentpunkt zurück. Im März betrug der entsprechende Eurofrankensatz noch 3,6%, der Satz auf Depots bei Grossbanken 3,0% und die Emissionsrendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen 3,4%.

Am 31. März senkte die Nationalbank den offiziellen Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 3%. Der durchschnittliche Tagesgeldsatz glng im April um 0,2 Prozentpunkt gegenüber dem Vormonat zurück. Für dreimonatige Laufzeiten lagen die Eurofrankensätze im April um rund 0,3 Pro-

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
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,1	2 832	-11,3	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1994	27 369	1,4	2 681	-4,5	30 051	0,999	30 070	0,6
1994 2. Q.	27 254	2,1	2 756	5,2	30 009	0,995	30 160	2,4
3. Q.	27 131	2,3	2 599	-2,6	29 730	0,985	30 173	2,2
4. Q.	27 684	1,4	2 611	-4,5	30 296	1,013	29 908	0,6
1995 ⁵ 1. Q.	27 793	1,4	2 513	-5,0	30 306	1,010 ^P	30 016 ^P	0,3 ^P
1994 Okt.	26 970	1,5	2 510	-5,9	29 480	0,984	29 959	1,0
Nov.	27 068	1,1	2 616	-5,6	29 684	0,992	29 923	0,3
Dez.	29 015	1,5	2 708	-2,1	31 723	1,063	29 843	0,5
1995 Jan. ⁵	28 319	2,1	2 498	-1,7	30 817	1,025 ^P	30 065 ^P	1,2 ^P
Febr. ⁵	27 549	1,5	2 435	-9,4	29 984	0,999 ^P	30 014 ^P	0,0 ^P
März ⁵	27 512	0,6	2 606	-3,6	30 118	1,005 ^P	29 968 ^P	-0,3 ^P
April ⁵	27 471	0,9	2 560	-1,3	30 031	0,998 ^P	30 091 ^P	0,6 ^P
Mai ⁵	27 293	0,0	2 525	-4,4	29 818	0,995 ^P	29 968 ^P	-0,7 ^P

¹ Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

² gegenüber Vorjahresperiode; Jahresveränderungen beziehen sich auf das vierte Quartal

³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

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

⁵ Ab Januar 1995 erhalten die Giroguthaben nur noch die Einlagen von Banken im Inland. Bis Ende 1994 schlossen sie noch Einlagen einzelner Institutionen ein, die nicht dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen unterstellt sind. Die Veränderungs-raten ab 1995 wurden auf der Basis bereinigter Werte berechnet, die im Monatsbericht Nr. 2 1995 veröffentlicht wurden.

^P provisorisch

Tabelle 7: Geldaggregate¹ (Definition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
1990	-5,1	-8,0	2,0
1991	1,9	1,7	2,7
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994 ^P	5,6	9,9	4,9
1994 2. Q. ^P	5,8	11,1	5,9
3. Q. ^P	4,6	8,1	4,2
4. Q. ^P	2,9	5,3	3,3
1995 1. Q. ^P	1,8	1,7	1,6
1994 Sept. ^P	4,7	7,7	4,1
Okt. ^P	1,5	5,7	3,3
Nov. ^P	3,6	6,0	3,3
Dez. ^P	3,4	4,3	3,3
1995 Jan. ^P	2,5	2,5	2,5
Febr. ^P	1,1	1,4	1,4
März ^P	1,7	1,3	1,1
April ^P	2,6	1,9	0,8

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

^P provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen + Transaktionskonti

M₂ = M₁ + Spareinlagen

M₃ = M₂ + Termineinlagen

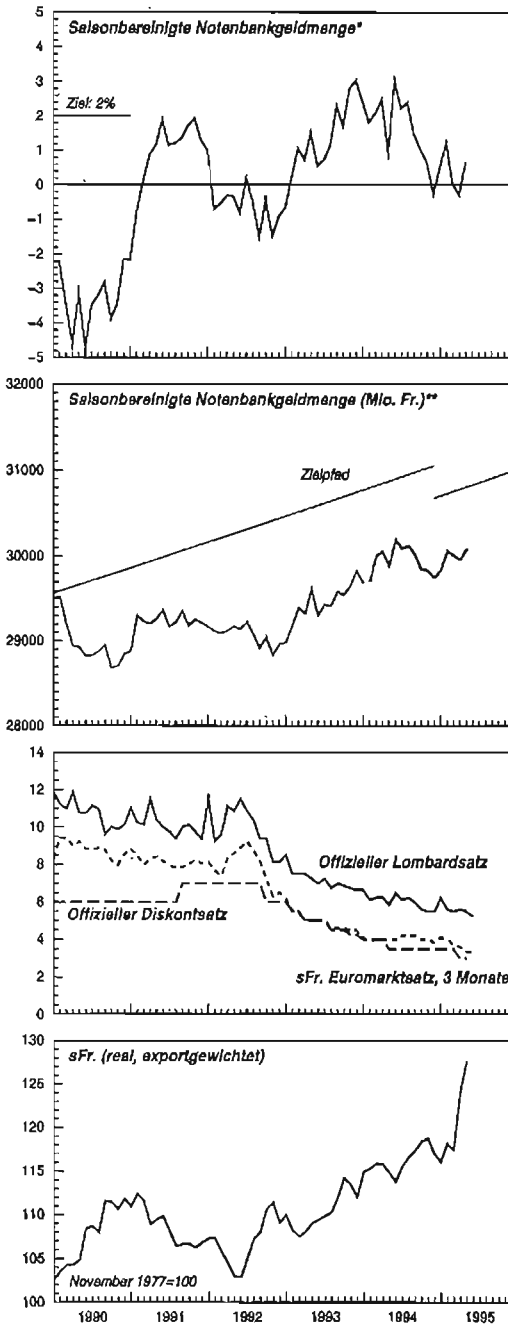
zeitpunkt tiefer als einen Monat zuvor. Die entsprechenden Depotsätze bei Grossbanken sowie die Rendite der eidgenössischen Geldmarktbuchforderungen wurden um 0,1 Prozentpunkt auf 2,9% bzw. 3,3% reduziert.

Die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen D-Mark- und Schweizerfranken-Einlagen am Euro-markt betrug im ersten Quartal durchschnittlich knapp 1,2 Prozentpunkt; gegenüber dem Vorquartal ergab sich keine wesentliche Veränderung. Indessen erhöhte sich die entsprechende Differenz zwischen Eurodollar- und Eurofranken-Anlagen von 1,8 auf 2,4 Prozentpunkte.

Devisenmarkt

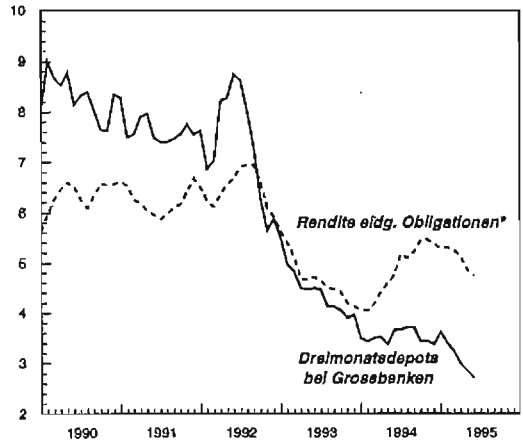
Der erneute massive Kursrückgang des amerikanischen Dollars und die damit verbundenen Turbulenzen auf den internationalen Devisenmärkten führten im ersten Quartal zu einer starken Höherbewertung des Schweizer Frankens gegenüber den meisten Währungen.

Grafik 14: Schweiz



* Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

Am stärksten wertete sich der Franken gegenüber dem Dollar auf. Nachdem sich der Dollarkurs in der ersten Quartalshälfte zwischen 1,25 und 1,30 Franken bewegt hatte, sank er bis Anfang April auf knapp 1,12 Franken. Der Dollarkurs lag damit rund 20% tiefer als zu Jahresbeginn. Im Vergleich zum Yen blieb der Franken zunächst stabil. Ende März gewann der Yen jedoch auch gegenüber dem Franken stark an Wert.

Nachdem der Franken im Januar und Februar gegenüber der D-Mark stabil geblieben war, zog er im März wieder an. Anfang April notierte er mit einem Kurs von rund 82 Franken pro 100 D-Mark um 3% stärker als zu Beginn des Quartals. Ähnlich entwickelte sich der Franken gegenüber den anderen, am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden Währungen. So lag der Kurs des Frankens gegenüber dem französischen Franc Anfang April um 5% höher als zu Beginn des Jahres.

Ziele: 1990: Wachstumsrate des 4. Quartals gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode
Ab 1991: Mittelfristiger Zielpfad von durchschnittlich 1% pro Jahr

** Ab Januar 1994 bereinigte Werte (vgl. Tabelle 6, Fussnote 5)

Noch stärker wertete sich der Franken gegenüber den EWS-Währungen ausserhalb des Wechselkursmechanismus auf. Von Januar bis April stieg der Kurs des Frankens gegenüber der italienischen Lira und dem britischen Pfund um 20% bzw. 11%. Anfang April wurden 1000 Lire zu 65 Rappen und das Pfund zu 1,84 Franken gehandelt.

Die Schweizerische Nationalbank beteiligte sich Anfang März an konzertierten Interventionen der Notenbanken zur Stützung des amerikanischen Dollars mit insgesamt 150 Mio. Dollar.

Nach der leichten Abschwächung im vierten Quartal 1994 stieg der reale, exportgewichtete Wechselkurs des Frankens im ersten Quartal wieder kräftig an. Er lag damit um 3,9% über dem Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode (3. Quartal: 3,3%). Der Franken wertete sich real binnen Jahresfrist gegenüber den meisten wichtigen Währungen auf. Besonders stark stieg er gegenüber dem amerikanischen Dollar (15,1%) und der italienischen Lira (10,9%). Gegenüber dem britischen Pfund, dem japanischen Yen und dem französischen Franc festigte er sich um 7,8%, 4,9% bzw. um 2,5%. Gegenüber der D-Mark schwächte sich der reale Frankenkurs im Vorjahresvergleich leicht ab (-0,9%).

Kapitalmarkt und Zinsstruktur

Die Kapitalmarktzinsen entwickelten sich ähnlich wie die Sätze am Geldmarkt rückläufig. Die durchschnittliche Rendite der eidgenössischen Obligationen betrug Ende April noch 4,8%, gegenüber 5,3% zu Beginn des Jahres. Die Laufzeitstruktur der Zinssätze wurde steiler. Die Renditedifferenz zwischen langfristigen Obligationen und dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft stieg während den ersten vier Monaten des Jahres von 1,2 auf 1,6 Prozentpunkt.

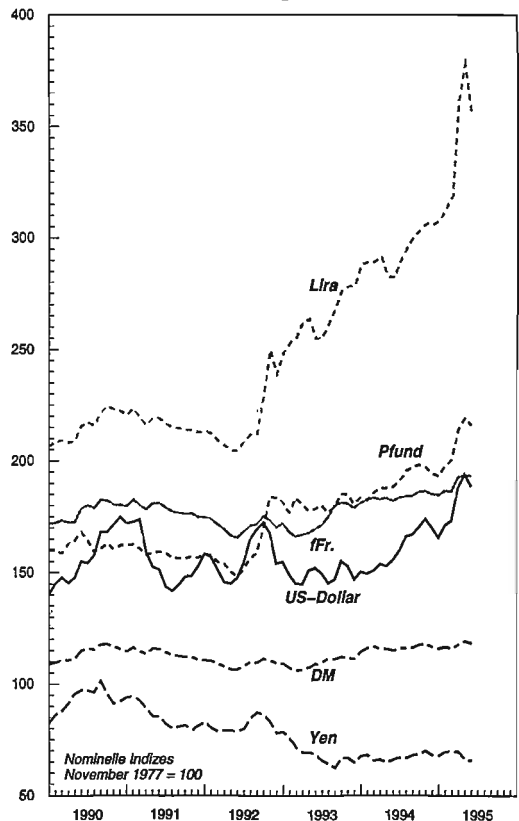
Die Kantonalbanken senkten die Sätze neuer Kassenobligationen von durchschnittlich 5,2% zu Jahresbeginn auf 4,6% Anfang Mai. Die variablen Zinssätze sowohl auf neuen als auch auf alten ersten Hypotheken stiegen jedoch im selben Zeitraum um rund 0,1 Prozentpunkt auf 5,6%. Die durchschnittliche Verzinsung gewöhnlicher Spar-

einlagen der Kantonalbanken blieb unverändert bei 3,3%.

Die Aktienkurse bildeten sich seit Jahresbeginn tendenziell zurück. Der Swiss-Performance-Gesamtindex lag Ende April um 1,6% tiefer als vier Monate zuvor.

Die Emission von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt erreichte im ersten Quartal 15,5 Mrd. Franken. Das Ergebnis lag um 28% tiefer als vor Jahresfrist. Die Neubeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten fiel um 46% auf 7,1 Mrd. Franken. Nach Abzug der Rückzahlungen von 2,7 Mrd. Franken ergab sich eine Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten von 4,4 Mrd. Franken, gegenüber 8,7 Mrd. Franken im ersten Quartal 1994.

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Schweizerfranken-Anleihen ausländischer Schuldner

Im ersten Quartal erreichte die Emission von Franken-Anleihen ausländischer Schuldner 9,2 Mrd. Franken. Trotz einer spürbaren Zunahme gegenüber dem Vorquartal verringerte sich ihr Volumen gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 7%.

Die Emissionstätigkeit konzentrierte sich auf den Sektor der gewöhnlichen Anleihen (Straights). Diese lagen mit 7,2 Mrd. Franken doppelt so hoch wie vor Jahresfrist und erreichten damit den höchsten Wert seit dem dritten Quartal 1993. Die Ausgabe von gewöhnlichen Anleihen wurde durch den Rückgang der langfristigen Zinsen und den starken Franken begünstigt.

Im Unterschied dazu liess die Emission eigenkapitalbezogener Anleihen nach. Mit nur noch 1,9 Mrd. Franken lag diese um 71% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Innerhalb eines Jahres stieg damit der Anteil der gewöhnlichen Anleihen am Emissionstotal von 24% auf 79%. Die öffentlichen Anleihen, die zum grössten Teil nicht eigenkapitalbezogen sind, erreichten einen Anteil von 58% des gesamten Emissionsvolumens, gegenüber 36% ein Jahr zuvor.

Der Anteil Westeuropas am Total der Franken-Anleihen ausländischer Schuldner wuchs stark und erreichte 59%, gegenüber 41% im ersten Quartal

des Vorjahres. Der Anteil nordamerikanischer Schuldner stieg von 4% auf 16%, während jener Japans und der karibischen Zone von 38% auf 18%, bzw. von 9% auf 1% sank. Der Anteil der anderen Ländergruppen insgesamt fiel von 8% auf 3%. Auf die internationalen Entwicklungsbanken, die in der Vorjahresperiode dem schweizerischen Kapitalmarkt ferngeblieben waren, entfielen 2%.

Franken-Anleihen inländischer Schuldner werden seit 1. Februar 1995 der Nationalbank gemeldet. Eine Darstellung der Entwicklung dieser Anleihen erfolgt, sobald genügend Daten vorliegen.

Bankbilanzen und Kredite

Die monatlich meldenden Banken wiesen Ende März 1995 eine Bilanzsumme von 1159,9 Mrd. Franken auf. Gegenüber dem Vorjahr entsprach dies einem Rückgang von 2,9%. Wären die auf US-Dollar lautenden Aktiven zum Kurs von Ende März 1994 bewertet worden, hätte die Bilanzsumme hingegen um 0,5% zugenommen.

Die Netto-Finanzanlagen (liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) bildeten sich binnen Jahresfrist um 2,2% auf 126,9 Mrd. Franken zurück. Mit Ausnahme der Wertschriften, deren Bestand aufgrund der günstigen Entwicklung am Kapitalmarkt um 4,7% stieg, trugen sämtliche Komponenten zum Rückgang bei. Die hauptsächlich

Tabelle 8: Schweizerfranken-Anleihen ausländischer Schuldner¹ (in Mio. Franken)

	Eigenkapitalbezogene			Total
	Straights	Anleihen	Andere ²	
1991	17 096,0	10 631,5	1 210,0	28 937,5
1992	18 191,5	7 492,0	1 318,5	27 002,0
1993	25 859,3	15 339,4	4 243,0	45 441,7
1994	17 183,1	10 455,5	3 997,6	31 636,2
1993 4. Q.	5 693,3	5 657,7	2 057,3	13 408,3
1994 1. Q.	2 343,0	6 075,0	1 505,9	9 923,9
2. Q.	3 835,7	1 676,0	447,0	5 958,7
3. Q.	6 097,0	2 409,5	891,9	9 398,4
4. Q.	4 907,4	295,0	1 152,8	6 355,2
1995 1. Q.	7 236,7	1 795,0	185,1	9 216,8

¹ Von den Banken gemeldete Geschäfte, nach Begebungsdatum

² Eingeschlossen nicht eigenkapitalbezogene Optionsanleihen (z.B. Anleihen mit Währungs- oder Goldoptionen), synthetische Obligationen und Anleihen mit variablem Zinssatz

aus schweizerischem Notenbankgeld bestehenden flüssigen Mittel sanken um 6,8%. Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen greifbaren Mittel) lag während der Unterlegungsperiode vom 20. Februar bis zum 19. März 1995 mit 122% unter dem Wert der entsprechenden Vorjahresperiode (124%). Zwischen dem Ende des ersten Quartals 1994 und des ersten Quartals 1995 nahmen die meldenden Banken mehr Mittel bei anderen Banken in Anspruch, als sie diesen zur Verfügung stellten. Der Saldo im Interbankgeschäft (Bankendebitoren minus Bankenkreditoren) lag Ende März 1995 bei -35,3 Mrd. Franken, gegenüber -34,8 Mrd. Franken vor einem Jahr. Markant fiel der Rückgang der Wechsel und Geldmarktpapiere aus, die Ende März 1995 um 17,7% unter dem Vorjahreswert lagen.

Die Entwicklung der Kredite stand im Zeichen der nach wie vor schwachen Kreditnachfrage im Inland und des Kursrückgangs des Dollars. Das

Kredittotal lag am Ende des ersten Quartals mit 713,5 Mrd. Franken um 0,9% unter dem Vorjahresstand. Dollarkursbereinigt stiegen die Kredite binnen Jahresfrist um 1,4%. Die inländischen Kredite erhöhten sich um 1,9%, wobei sich die beiden wichtigsten Komponenten uneinheitlich entwickelten: Während die Hypothekaranlagen um 3,7% zunahmen, sanken die Debitoren um 0,5%. Die bewilligten bzw. beanspruchten Baukredite sanken um 1,8% bzw. 1,1%. Der deutliche Rückgang des Dollars prägte die Entwicklung der Auslandskredite. Diese lagen Ende März um 10% tiefer als vor einem Jahr. Dollarkursbereinigt fielen sie um 1,7%.

Am Ende des ersten Quartals beliefen sich die Kundengelder der Banken (Kreditoren, Spar- und Depositenhefte sowie Kassenobligationen) auf 677,5 Mrd. Franken. Gegenüber dem Vorjahresstand entsprach dies einem Rückgang von 1,2%. Die Kreditoren auf Sicht sanken um 11,7%, wobei sich die auf Franken lautenden inländischen

Tabelle 9: Bankbilanzen

(Veränderung der Jahres- bzw. Quartalsendwerte gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	1990	1991	1992	1993	1994			1995	Stand (In Mrd. Fr.)
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	
Bilanzsumme	4,5	3,2	3,1	5,8	3,6	3,8	0,8	-2,9	1159,9
Netto-Finanzaktiva	-9,5	-0,1	16,4	13,1	19,0	7,5	3,5	-2,2	126,9
Flüssige Mittel	-3,2	-2,0	-2,6	0,7	6,2	-2,2	-6,2	-6,8	9,8
Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.)¹	-10,4	-15,4	-8,2	-26,7	-20,3	-26,6	-32,7	-35,3	-35,3
Wechsel und Geldmarktpapiere	28,9	-13,1	16,5	2,1	21,6	17,2	12,5	-17,7	33,1
Wertschriften	-5,0	13,8	5,8	43,1	23,5	8,0	0,9	4,7	119,3
Kredite	7,8	5,8	1,8	1,6	-0,4	0,9	0,6	-0,9	713,5
Inländische Kredite	8,7	4,4	1,7	0,9	1,4	2,0	2,4	1,9	561,4
Debitoren	8,8	2,5	0,2	-2,8	-2,3	-1,2	0,6	-0,5	239,5
Bewilligte Baukredite	-0,7	-5,6	-5,8	-12,4	-2,3	-1,3	0,5	-1,8	30,4
Beanspruchte Baukredite	18,6	4,6	-0,8	-13,5	-9,9	-9,0	-4,3	-1,1	17,1
Hypotheken	8,2	5,1	3,5	1,8	2,9	3,2	3,9	3,7	297,4
Ausländische Kredite	4,5	15,1	2,3	3,8	-6,2	-2,9	-5,4	-10,0	152,2
Kundengelder	4,9	4,7	3,5	2,8	3,5	3,8	2,0	-1,2	677,5
Kreditoren auf Sicht	-8,4	-1,9	5,1	19,5	3,9	1,2	-4,9	-11,7	90,1
Kreditoren auf Zeit	13,2	5,8	2,3	-8,4	3,5	6,8	6,8	0,9	279,0
Spar- und Depositenhefte	-4,8	5,5	7,4	21,5	12,5	9,6	4,8	2,5	226,4
Kassenobligationen	8,9	3,8	-2,0	-12,2	-14,3	-14,3	-11,3	-4,9	82,0
Obligatoren und Pfandbriefe	9,7	5,3	1,1	-4,8	-6,9	-6,0	2,7	4,2	86,2
Treuhandgelder	5,5	-0,3	0,6	-11,0	-11,6	-6,1	-4,4	-7,4	253,5

¹ Die Netto-Finanzaktiva setzen sich zusammen aus: flüssigen Mitteln, Saldo im Interbankgeschäft (Bankendebitoren minus Bankenkreditoren), Wechseln und Geldmarktpapieren, Wertschriften.

Sichteinlagen um 3,1% zurückbildeten. Die Kreditoren auf Zeit stiegen um 0,9%. Die Spar- und Depositengelder erhöhten sich um 2,5%. Der seit gut zwei Jahren zu beobachtende Rückgang der Kassenobligationen setzte sich im ersten Quartal nicht fort; trotzdem lagen die Kassenobligationen Ende März 1995 noch um 4,9% unter dem Vorjahresstand. Infolge des im ersten Quartal erfolgten Zinsrückgangs am Kapitalmarkt nahmen die Ban-

ken vermehrt Obligationen und Pfandbriefe auf. Diese erhöhten sich binnen Jahresfrist um 4,2%.

Die fast ausschliesslich im Ausland plazierte Treuhandgelder lagen mit 253,5 Mrd. Franken am Ende des ersten Quartals um 7,4% tiefer als vor einem Jahr. Dabei fielen die aus dem Inland stammenden Gelder (-11,5%) stärker als die ausländischen (-6,1%).

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 16 juin 1995*

A. Aperçu

1. Etranger

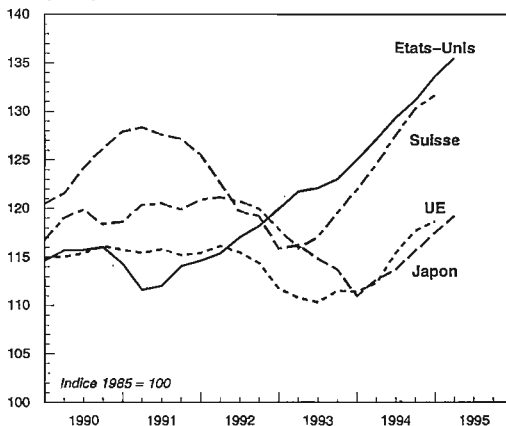
Evolution de la conjoncture

Dans les pays de l'OCDE, la situation économique est restée globalement favorable au premier trimestre de 1995. La croissance s'est ralentie aux Etats-Unis; le produit intérieur brut réel a augmenté encore vigoureusement, mais sans atteindre le rythme observé au quatrième trimestre. La reprise a continué en Allemagne, au Royaume-Uni et en France. Dans ces trois pays, la production de l'industrie manufacturière s'est accrue, le taux d'utilisation des capacités de production a marqué une nouvelle hausse et, du côté des commandes, la situation a été jugée favorable. La demande étrangère et les investissements des entreprises ont été les principaux moteurs de la conjoncture. Comme précédemment, seules de faibles impulsions ont découlé de la consommation privée. Ce manque de vigueur s'explique par la très faible progression du revenu réel et par la situation toujours déprimée du marché du travail. En Italie, les perspectives conjoncturelles sont restées bonnes grâce à la fermeté de la demande étrangère. Au Japon, la reprise de la conjoncture n'a avancé qu'à pas hésitants à cause de la demande intérieure peu soutenue et de la forte revalorisation du yen.

Au premier trimestre, les taux de chômage n'ont pas suivi une tendance homogène dans les grands pays industrialisés: ils ont fléchi aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en France, stagné en Allemagne et au Japon et augmenté une nou-

* Le rapport, achevé à la mi-mai, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de février et d'avril 1995. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières. Les données sur le commerce extérieur de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni et de l'Italie sont disponibles avec retard du fait d'adaptations statistiques et sont moins fiables.

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et OFS

velle fois en Italie. En moyenne de l'Union européenne, le taux de chômage a diminué, passant de 11,1% en décembre à 11% en mars.

Mesuré aux prix à la consommation, le taux annuel de renchérissement des pays de l'OCDE (sans la Turquie) atteignait 3,2% en mars, contre 2,4% en décembre 1994. Le renchérissement s'est accéléré aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Italie, mais a faibli en Allemagne et au Japon. En outre, il est resté stable en France. Les prix à la production ont subi des poussées accrues à cause surtout du renchérissement sensible des matières premières depuis le début de 1994.

Politique économique

Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, où la reprise est à un stade plus avancé que dans les autres pays, les autorités monétaires ont encore durci leur politique au premier trimestre; les banques centrales de ces deux pays ont relevé leurs taux directeurs au début de février. En revanche, du fait surtout de la contraction de la masse monétaire, la Banque fédérale d'Allemagne a réduit, à

fin mars, le taux de l'escompte et celui des prises en pension de titres; la dernière réduction de ce second taux remontait à la fin de juillet 1994. Les banques centrales belge, néerlandaise, danoise et autrichienne, dont les monnaies sont étroitement liées au mark allemand, ont fait de même. La Suisse a elle aussi baissé son taux officiel de l'escompte. La Banque de France a augmenté son taux d'intervention pour soutenir le franc qui avait tendance à faiblir, et la Banque d'Italie a resserré les rênes monétaires pour contrer les pressions inflationnistes croissantes. Quant à la Banque du Japon, elle a considérablement assoupli sa politique en vue de freiner l'envolée du yen et de soutenir la conjoncture. A la mi-avril, elle a ramené le taux de l'escompte à 1%, soit à un niveau qui n'avait jamais été observé auparavant.

Les taux d'intérêt à long terme, qui avaient fortement augmenté en 1994, ont sensiblement diminué au premier trimestre. La détente a commencé aux Etats-Unis, puis s'est étendue aux marchés européens et japonais.

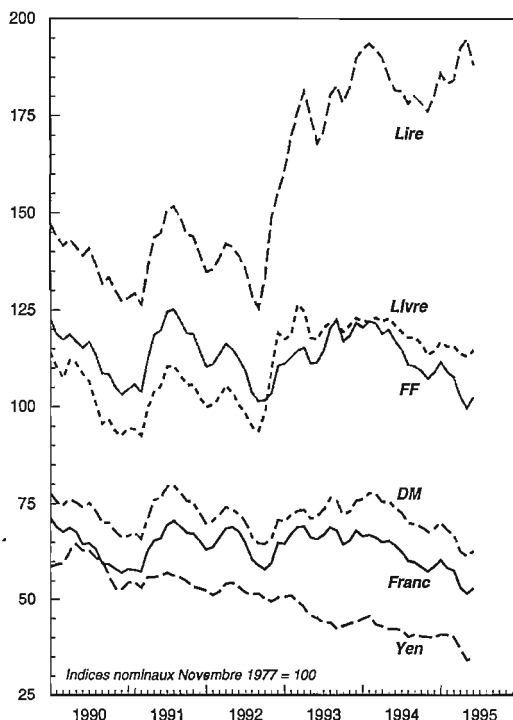
Etant donné les dépassements budgétaires qui se dessinaient, le gouvernement italien a présenté en février un collectif budgétaire portant à la fois sur des hausses d'impôts et des coupes dans les dépenses. En avril, le gouvernement nippon a annoncé un nouveau programme de relance qui, pour l'essentiel, contient des dépenses supplémentaires en matière d'infrastructure.

Marchés des changes

Sur les marchés des changes, la chute du dollar des Etats-Unis face aux monnaies européennes a constitué l'événement marquant du premier trimestre de 1995. Elle a accentué les tensions au sein du Système monétaire européen (SME).

Après avoir subi de fortes pressions en janvier, à la suite de la crise monétaire au Mexique, le dollar a de nouveau baissé massivement au début de mars. Il a chuté à 1,36 mark allemand, à 89 yens et à 1,11 franc suisse, soit à des niveaux jamais observés jusque-là. Pour contrecarrer cette baisse, les banques centrales sont intervenues sur les marchés des changes; la Banque nationale suisse a participé à ces interventions. La monnaie

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



américaine a stagné à un bas niveau en avril, puis s'est redressée à la mi-mai pour s'établir à 1,20 franc suisse.

A l'exception du schilling autrichien, du franc belge et du florin néerlandais, toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen ont faibli face au mark allemand. Le franc français a cédé 4% entre janvier et mars, mais a regagné un peu de terrain en avril. Comme la peseta espagnole était tombée à la limite inférieure de sa marge de fluctuation, elle a été dévaluée de 7%, au début de mars, en même temps que l'escudo portugais (-3,5%). La livre irlandaise a ensuite succédé à la peseta en tant que monnaie la plus faible du mécanisme de change; l'écart par rapport au florin néerlandais – la monnaie la plus forte – a diminué à 9,5%, après avoir atteint temporairement près de 12%. Vis-à-vis du franc suisse, les monnaies du SME ont fortement fléchi jusqu'en mars et se sont toutefois raffermies en

mai. A la mi-mai, le mark allemand valait environ 1% de moins qu'en janvier; dans le même laps de temps, le franc français a baissé d'environ 4%.

Les monnaies du SME qui ne participent pas au mécanisme de change ont elles aussi subi des pressions au premier trimestre. Face au mark allemand et au franc suisse, la lire italienne a perdu quelque 20% entre janvier et mars. Elle a ainsi établi de nouveaux records, 1000 liras ne valant plus que 0,794 mark ou 0,647 franc suisse. Pendant la même période, la livre sterling a cédé 10% face au mark et 11% face au franc suisse. La lire et la livre se sont légèrement redressées en avril.

Après sa hausse considérable vis-à-vis du dollar au premier trimestre, le yen japonais s'est fortement revalorisé, au début d'avril, vis-à-vis également d'autres monnaies, en particulier face au mark allemand et au franc suisse. Par rapport à ces deux monnaies, il a ainsi retrouvé les niveaux observés un an auparavant. Mais, face au dollar, sa hausse en un an a atteint près de 20%.

Intégration européenne

Lors du référendum du 9 avril, la Principauté de Liechtenstein s'est prononcée pour la seconde fois en faveur d'une participation à l'Espace économique européen (EEE). En outre, l'accord douanier avec la Suisse, dans sa nouvelle teneur, a lui aussi été approuvé. Le Liechtenstein fera donc partie de deux espaces économiques, l'EEE et la zone suisse.

Coopération monétaire internationale

Après le Conseil des Etats, le Conseil national a approuvé, en février, la participation de la Suisse à la prorogation de la facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR) du Fonds monétaire international (FMI). La part de la Suisse au compte de prêts de la FASR s'élevé à 3,33%, ou à 151,7 millions de droits de tirage spéciaux (DTS), du total des contributions prévues. La Banque nationale fournit cette contribution aux conditions du marché, et la Confédération en garantit le remboursement dans les délais fixés. En outre, la Confédé-

ration participe pour 41,2 millions de DTS au compte de péréquation des intérêts.

En mars, le Conseil des Etats a approuvé, après le Conseil national, la prorogation pour une durée de dix ans, soit jusqu'à la mi-juillet 2005, de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales. En vertu de cet arrêté fédéral, la Banque nationale a participé ces dernières années à de nombreux crédits relais de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et à des prêts d'aide à la balance des paiements que les Etats membres de l'OCDE ont octroyés à moyen terme. La Banque nationale accorde ces crédits et garanties, qui peuvent atteindre un milliard de francs au maximum, et reçoit une garantie de la Confédération.

La BRI a mis à la disposition du Mexique, en mars, la première tranche de 5 milliards de dollars d'un crédit stand-by. La Banque nationale suisse y participe par une promesse de substitution de 120 millions de dollars. Ce prêt de la BRI, de 10 milliards de dollars au total, fait partie du soutien financier international qui été mis sur pied en faveur du Mexique au début de l'année.

La crise mexicaine a semé aussi l'inquiétude parmi les investisseurs ayant placé des capitaux en Argentine. Des doutes ont surgi au sujet de la capacité du pays à financer le déficit de sa balance courante et à maintenir la relation de change de 1 à 1 entre le peso et le dollar. Ils se sont traduits par une accélération des sorties de capitaux, mais aussi par un recul massif des afflux de fonds étrangers. Ces mouvements de capitaux ont créé des problèmes de liquidités au sein du système bancaire argentin. A la demande du gouvernement, une aide financière internationale a été mise sur pied en faveur de ce pays. La BRI a ainsi accordé un crédit relais d'un milliard de dollars au maximum; la Suisse y a participé en donnant une promesse de substitution pouvant aller jusqu'à 35 millions de dollars. La Banque mondiale et la Banque interaméricaine de développement ont elles aussi promis l'ouverture de lignes de crédit atteignant environ un milliard de dollars. Le FMI a prolongé d'un an le prêt de 3,8 milliards de dollars qu'il avait ouvert à l'Argentine en 1992 au titre du mécanisme élargi de crédit; de plus, il en a augmenté le montant de 2,4 milliards de dol-

lars. Une tranche de 1,6 milliard de dollars a été immédiatement mise à la disposition de l'Argentine.

Le Brésil, qui avait établi une relation de change fixe entre sa monnaie et le dollar, a rompu ce lien, début mars, et introduit une marge de fluctuation. Cette mesure est due notamment au fait que la monnaie brésilienne était surévaluée, ce qui contribuait à détériorer la balance commerciale du pays.

En avril, à l'issue de longues négociations, le FMI a passé avec la Russie un accord de confirmation portant sur douze mois et 4,3 milliards de DTS. Cet accord est subordonné à un programme économique dont l'exécution sera rigoureusement contrôlée. Avant de pouvoir bénéficier de la première tranche, la Russie doit remplir des exigences, principalement dans le domaine fiscal. Le versement des autres tranches est prévu mensuellement, à condition que les objectifs convenus soient atteints.

Le FMI a également conclu des accords de confirmation avec l'Ukraine (997,3 millions de DTS), l'Estonie (13,9 millions de DTS), la Lettonie (27,5 millions de DTS), la Moldavie (58,5 millions de DTS) et la Macédoine (22,3 millions de DTS). Il a par ailleurs mis des crédits à la disposition de l'Ukraine, de la Croatie, de la Macédoine et de l'Azerbaïdjan au titre de la facilité pour la transformation systémique.

A fin mars, les Etats créanciers groupés au sein du Club de Paris et la Croatie ont passé un accord de rééchelonnement portant sur 980 millions de dollars d'arriérés de paiement et de montants arrivant à échéance cette année. L'accord couvre non seulement des engagements directs de la Croatie, mais également la part qui lui revient des dettes de l'ex-Yougoslavie.

2. Suisse

En Suisse, la croissance économique s'est ralentie au premier trimestre de 1995. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 2% en comparaison annuelle, contre 2,5% au trimestre précédent. Ce tassement est dû principalement aux investisse-

ments en constructions et aux exportations qui, tous deux, ont progressé à des rythmes nettement plus faibles. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a toutefois augmenté légèrement. La forte revalorisation du franc en mars a atténué le jugement optimiste qui était porté jusque-là sur la conjoncture. Selon l'enquête effectuée en mars par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entreprises – qu'elles soient tournées vers le marché intérieur ou à vocation exportatrice – ne tablaient plus que sur un faible accroissement de leurs commandes.

En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a diminué légèrement au premier trimestre. Mais son repli par rapport à la période correspondante de l'année précédente s'est réduit à 0,5%. Le taux de chômage s'inscrivait en moyenne à 4,3% au premier trimestre, contre 4,5% le trimestre précédent.

L'introduction de la TVA, au début de janvier, a entraîné un relèvement sensible du niveau des prix au premier trimestre. Le renchérissement a augmenté d'un point, passant à 1,4%. Dans l'ensemble, les majorations de prix ont été moins fortes que ce qui était généralement attendu. Les prix des services publics ont enregistré les hausses les plus vives.

Au premier trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée s'établissait à 30 milliards de francs. Elle dépassait ainsi de 0,7% son niveau du trimestre précédent (2,7% en taux annualisé). Alors que les billets en circulation ont nettement augmenté sous l'effet des hausses de prix découlant du passage à la TVA, les avoirs en comptes de virements n'ont quasiment pas varié. La monnaie centrale était inférieure de 0,1 milliard de francs au montant que la Banque nationale avait pronostiqué. Pour le deuxième trimestre, cette dernière table sur un volume moyen de monnaie centrale désaisonnalisée de 30,1 milliards de francs.

Sur les marchés monétaire et financier, les taux d'intérêt se sont repliés au cours des quatre premiers mois de l'année, puis stabilisés en mai. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs était en moyenne de 3,4% en avril, contre 4,1% en décembre 1994. Le rende-

ment moyen des emprunts fédéraux a fléchi de 5,3% à 4,9%. A fin mars, la Banque nationale a ramené le taux de l'escompte de 3,5% à 3%.

Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, s'est nettement revalorisé au premier trimestre. Il dépassait de 3,9% son niveau des trois mois correspondants de l'année précédente, contre 3,3% au quatrième trimestre de 1994. Le franc s'est raffermi surtout face au dollar, à la lire et à la livre sterling. Il a toutefois légèrement faibli, en termes réels, vis-à-vis du mark allemand.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

La vigoureuse croissance de l'économie américaine s'est ralentie au premier trimestre de 1995. En taux annualisé, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,7%, contre 5,1% le trimestre précédent. Il dépassait ainsi de 4% son niveau des trois premiers mois de 1994. Tant la demande intérieure que les exportations ont contribué à ce fléchissement. Après une très forte hausse au quatrième trimestre, les exportations ne se sont accrues que de 3%, du fait de la chute des ventes au Mexique, qui représentent 10% environ des exportations américaines. Les livraisons aux pays industrialisés ont en revanche continué à progresser vigoureusement. L'expansion de la consommation privée a fléchi, passant de 5,1% au quatrième trimestre de 1994 à 1,8% le trimestre suivant. Ce recul est dû notamment à la diminution des ventes de voitures, ventes qui avaient fait un bond de près de 24% au dernier trimestre de 1994. Alors que la construction de logements enregistrait une baisse de 2,7%, les investissements des entreprises ont marqué une hausse de 21%. La croissance des importations a faibli pour s'inscrire à 9%.

La production de l'industrie manufacturière dépassait au premier trimestre de 5,7% le niveau observé un an auparavant, contre 7% le trimestre précédent. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 84,8% à 85,3%, atteignant ainsi sa valeur la plus élevée du cycle actuel. Le nombre des personnes occupées

s'est accru de 239 000 par mois, en moyenne, soit à un rythme un peu moins rapide. En comparaison annuelle, l'emploi a progressé de 3,2%. Le taux de chômage a diminué de 5,6% à 5,5% d'un trimestre à l'autre.

Les perspectives conjoncturelles sont toujours favorables. Etant donné l'évolution des ventes de voitures, il faut s'attendre à une adaptation de la production industrielle au deuxième trimestre. Selon les indicateurs avancés, la croissance économique en 1995 ne devrait toutefois être que légèrement inférieure à celle de l'année précédente. Les offres d'emploi, en progression selon les annonces insérées dans les médias, donnent à penser que l'emploi s'accroîtra encore. L'augmentation du revenu réel disponible, qui en découlera, devrait continuer à stimuler la consommation. Les exportations vers le Mexique diminueront encore. Mais, du fait de la très nette faiblesse du dollar, les exportations vers les pays industrialisés européens et le Japon augmenteront probablement. En outre, les investissements resteront un important soutien de la conjoncture. Au premier trimestre, les entrées de commandes de biens d'équipement ont une nouvelle fois enregistré une hausse considérable, et la tendance à la baisse que suivent les taux d'intérêt depuis octobre 1994 permet d'entrevoir une stabilisation de la construction de logements.

Les prix à la consommation dépassaient de 2,9%, au premier trimestre, le niveau observé un an auparavant. Le renchérissement s'établissait à 2,7% le trimestre précédent. L'inflation de base (abstraction faite des biens alimentaires et de l'énergie) a augmenté à 2,8%. La hausse sensible des prix des matières premières et des prix à la production des biens intermédiaires ainsi que la légère progression des salaires horaires sont des signes de tensions inflationnistes croissantes.

Au premier trimestre, le déficit de la balance commerciale – y compris les services – a atteint un nouveau record. En données corrigées des variations saisonnières, il s'est inscrit à 30,2 milliards de dollars, contre 27 milliards le trimestre précédent et 24,3 milliards un an auparavant. Le conflit commercial avec la Chine, qui porte sur une violation des droits de la propriété intellectuelle et le non-paiement de redevances, a pu être dé-

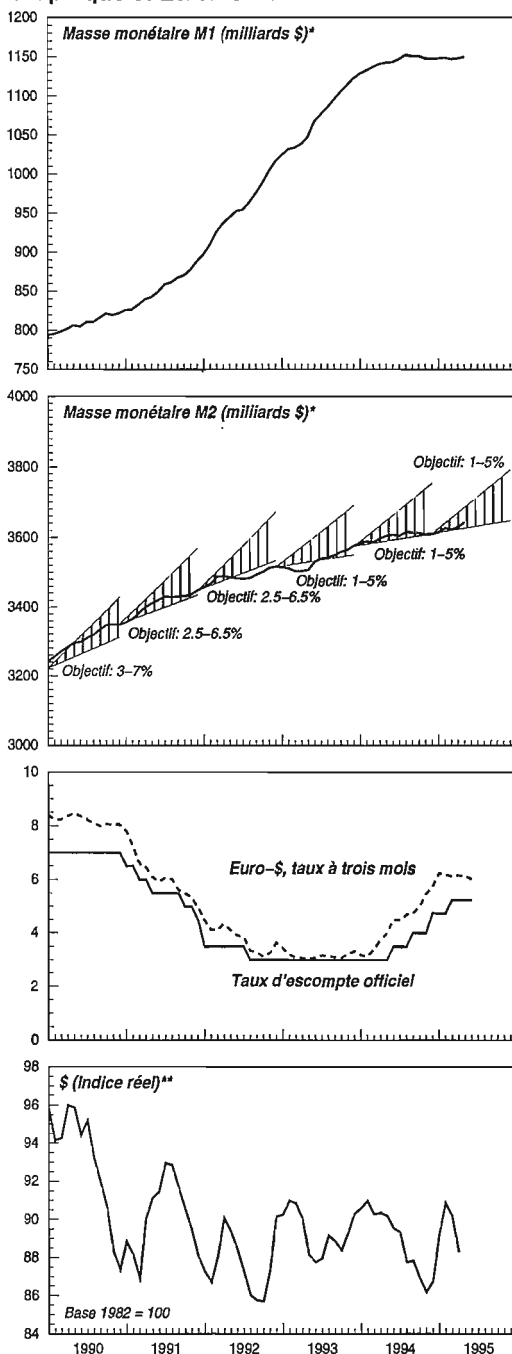
samorcé grâce aux concessions faites par ce pays. Les négociations commerciales avec le Japon en vue de l'ouverture du marché nippon aux voitures et aux pièces de rechange américaines sont toutefois restées infructueuses. Les Etats-Unis ont menacé le Japon de représailles sous forme d'une forte majoration de taxes douanières.

La majorité républicaine issue des dernières élections au Congrès et le gouvernement ont formulé plusieurs propositions en matière de politique budgétaire. Le projet d'amendement constitutionnel que la nouvelle majorité a soumis en vue d'atteindre l'équilibre budgétaire d'ici l'an 2002 a échoué de peu au Sénat. Tant le gouvernement que le Congrès ont proposé des mesures pour alléger d'environ 100 milliards de dollars, sur une période de cinq ans, les impôts sur le revenu. Ces dégrèvements devraient profiter surtout aux revenus moyens.

Au début de février, la Réserve fédérale a une fois encore resserré légèrement les rênes monétaires. Elle a relevé d'un demi-point les taux de l'escompte et des fonds fédéraux. Ces deux taux ont été ainsi portés à respectivement 5,25% et 6%. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-dollars est restée inchangée à 6,3% environ. Etant donné l'affaiblissement de la conjoncture qui se dessinait, les taux à moyen et long terme ont fléchi sensiblement. Le rendement des emprunts émis à dix ans par l'Etat a diminué de 7,8% au quatrième trimestre à 7% en avril.

Les hausses de taux d'intérêt de 1994 se sont répercutées avec un certain décalage sur les agrégats monétaires. La croissance de M_1 a continué à faiblir sous l'effet de transferts de fonds vers les dépôts à terme. Au premier trimestre, M_1 dépassait de 0,9% seulement le niveau observé un an auparavant. Par rapport au quatrième trimestre de 1994, la masse monétaire M_2 a enregistré une progression de 1,9% en taux annualisé; elle est donc restée à l'intérieur de la fourchette de 1 à 5% choisie comme objectif. L'expansion de M_3 a été toutefois nettement plus forte puisqu'elle a atteint 4,3%. Elle s'explique par des transferts de fonds provenant d'obligations et de fonds de placement en obligations. Pour la première fois depuis bien longtemps, cet agrégat est ainsi sorti de sa fourchette de 0 à 4%.

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

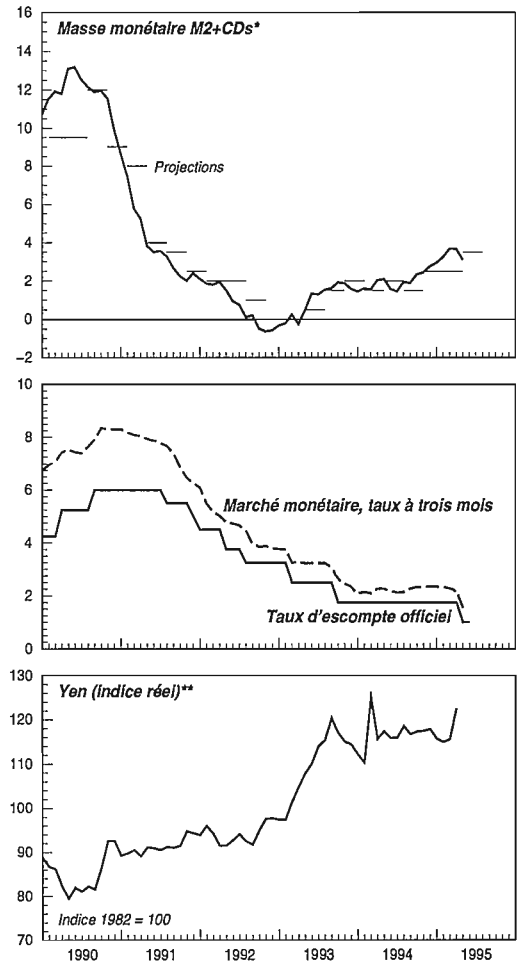
Japon

Au Japon, la conjoncture ne se redresse qu'à pas hésitants. Au quatrième trimestre de 1994, le produit intérieur brut réel dépassait de 1% seulement son niveau de la période correspondante de 1993, moment où la conjoncture était au creux de la vague. Après une légère accélération du deuxième au troisième trimestre, la consommation – privée et publique – ainsi que la construction de logements en particulier ont diminué une nouvelle fois. Les investissements des entreprises, en recul continu depuis 1991, n'ont enregistré qu'une légère progression, comme le trimestre précédent. Les exportations, qui ont augmenté de 2,3%, ont été le principal soutien de la conjoncture. Malgré la faible demande intérieure, les importations se sont accrues de 4,1%.

Le tremblement de terre qui a frappé la région de Kobe a entraîné des répercussions sur de nombreuses données économiques pour le premier trimestre de 1995. En termes réels, les dépenses de consommation ont diminué de 3,5% par rapport aux trois premiers mois de 1994. Le commerce extérieur, les exportations notamment, ont fortement pâti de la destruction des installations portuaires et des infrastructures de la région de Kobe. La production industrielle, en revanche, a continué à augmenter d'un trimestre à l'autre, la chute de la production en janvier ayant pu être compensée au cours des mois suivants. Elle était supérieure de 5,8% à son niveau du premier trimestre de 1994. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est accru de 74,1% au quatrième trimestre à 74,8% le trimestre suivant. Selon l'enquête trimestrielle que la Banque du Japon a effectuée en février, les entreprises ont porté un jugement plus optimiste sur la situation économique. Toutefois, la forte revalorisation du yen durant les quatre premiers mois de l'année compromet la reprise économique encore fragile.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a diminué de 0,8% au quatrième trimestre de 1994 à 0,2% le trimestre suivant. Le taux de base – sans les produits frais – a lui aussi fléchi, passant de 0,5% à 0,2%. La statistique japonaise des prix n'enregistre pas de manière adéquate les ventes promotionnelles et les rabais qui se sont généralisés; la statistique officielle

Graphique 4: Japon



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

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

des prix devrait par conséquent sous-estimer le recul des prix. Quant au taux de chômage, il est resté inchangé à 3% environ.

L'excédent de la balance commerciale s'est réduit sensiblement au premier trimestre. Il ne s'inscrivait plus qu'à 27 milliards de dollars, contre 36,9 milliards le trimestre précédent et 36,4 milliards un an auparavant. En comparaison annuelle, les exportations ont augmenté de 13%, et les importations, de 26%.

À la mi-avril, le gouvernement japonais a annoncé un nouveau plan de relance. Ce dernier prévoit notamment des dépenses élevées d'infrastructure pour la reconstruction de Kobe. De plus, la réalisation des programmes portant sur la dérégulation de l'économie japonaise – ces programmes ont été présentés au premier trimestre – sera accélérée. Cette dérégulation doit accroître l'efficacité de l'économie intérieure et, partant, diminuer les coûts ainsi que renforcer la compétitivité au niveau international. Elle doit également ouvrir plus fortement le marché nippon aux importations en vue de réduire les excédents élevés de la balance courante. Enfin, des fonds publics plus abondants seront mis à disposition pour assainir le système bancaire.

Étant donné la revalorisation massive du yen en mars et en avril, la Banque du Japon a assoupli sa politique. Le 14 avril, elle a ramené le taux de l'escompte de 1,75% à 1%, soit à un niveau jamais enregistré jusque-là. Elle a simultanément laissé le taux de l'argent au jour le jour reculer de 2,2% en février à 1,3% en avril. En outre, les autorités monétaires japonaises sont intervenues sur les marchés des changes, en mars et en avril, pour contrer une nouvelle revalorisation du yen. La rémunération des certificats de dépôts à trois mois a diminué de 1% pour s'inscrire à 1,4%, alors que le rendement des obligations émises à dix ans par l'État a fléchi de 4,7% à 3,4%. Au premier trimestre, la masse monétaire M_2+CD dépassait de 3,5% le niveau observé un an auparavant. La Banque du Japon a fixé entre 3 et 4% sa projection pour la croissance de cet agrégat au deuxième trimestre de 1995. La revalorisation du yen a entraîné un fort repli du cours des actions. Le marché des actions s'est toutefois stabilisé, après la baisse du taux de l'escompte et l'annonce d'un nouveau programme de relance économique à la mi-avril.

Allemagne

Après avoir gagné en vigueur au cours des trois premiers trimestres de 1994, la reprise économique a continué en Allemagne. Dans les anciens Länder, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,3% en comparaison annuelle, contre 2,4% au troisième trimestre. Par rapport au trimestre précédent, les exportations ont marqué une forte

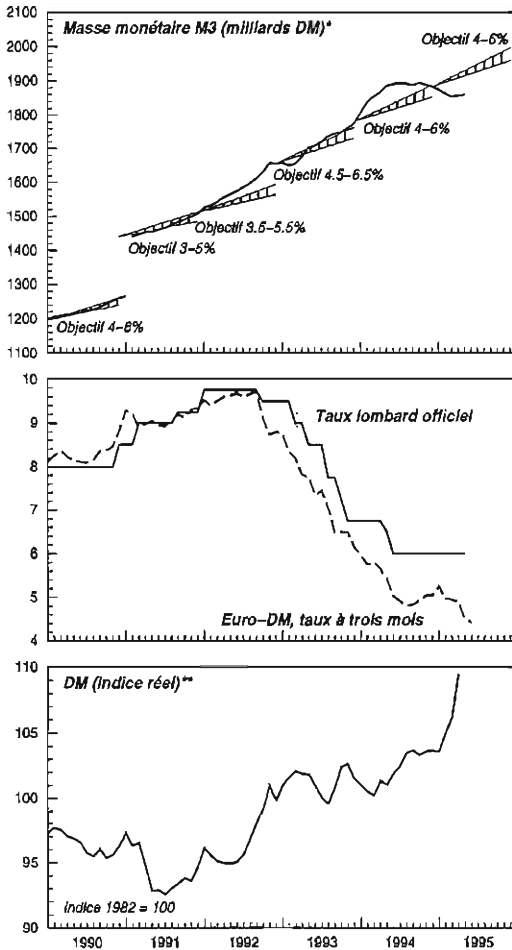
expansion; les investissements en constructions et en biens d'équipement ont eux aussi enregistré une hausse. La consommation publique n'a que légèrement progressé, et la consommation privée a stagné. Dans l'ensemble, le produit intérieur brut réel s'est accru de 2,4% en 1994, alors qu'il avait fléchi de 1,7% l'année précédente.

Au premier trimestre de 1995, la vive croissance s'est poursuivie dans les anciens Länder. Selon des données provisoires, la production de l'industrie manufacturière a de nouveau augmenté considérablement. En outre, le taux d'utilisation des capacités de production s'inscrivait à 85,4%, soit à un niveau supérieur à sa moyenne à long terme. Dans le secteur principal du bâtiment, la production s'est de nouveau accrue vigoureusement. Les entrées de commandes ont sensiblement augmenté dans l'industrie manufacturière, et les commandes provenant de l'étranger ont atteint un rythme particulièrement soutenu. La consommation privée, par contre, n'a généré que peu d'impulsions. Les chiffres d'affaires du commerce de détail sont restés au bas niveau des trimestres précédents, à l'exception des ventes d'automobiles, en progression depuis le milieu de 1994.

Les estimations publiées au printemps par les grands instituts allemands de recherches conjoncturelles ont confirmé l'évolution favorable de la conjoncture. Dans les anciens Länder, le produit intérieur brut réel devrait s'accroître de 2,5% en 1995, soit approximativement au même rythme que l'année précédente. Les exportations et les investissements en biens d'équipement resteront les principaux moteurs de la reprise. Ces instituts craignent toutefois que le récent raffermissement du mark ne freine à l'avenir la croissance des exportations. Durant l'année en cours, la consommation n'augmentera pas de manière substantielle, et les investissements en constructions pourraient perdre un peu de leur vigueur.

Sur le marché ouest-allemand du travail, l'emploi n'a plus enregistré qu'un très léger recul au premier trimestre et devrait avoir touché son point le plus bas du cycle conjoncturel actuel. Depuis le sommet atteint au premier trimestre de 1992, 3,4% des emplois ont été supprimés. Le taux de chômage est resté inchangé à 9,2% au premier trimestre.

Graphique 5: Allemagne



* 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)

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

Le renchérissement a diminué, passant de 2,8% au quatrième trimestre de 1994 à 2,3% au premier trimestre de 1995; sa moyenne annuelle a diminué à 3% en 1994. Mesuré aux prix à la production, il a toutefois continué à augmenter puisqu'il s'inscrivait à 1,8% au premier trimestre de 1995, contre 1,3% le trimestre précédent. Les hausses de salaires, convenues lors des négociations de 1995, ont été fixées entre 3 et 4% en moyenne, contre 1 à 2% en 1994. Etant donné les gains de productivité qui seront enregistrés cette année, les ins-

tituts de recherches conjoncturelles ne tablent cependant que sur une augmentation minimale des coûts unitaires du travail.

La transformation de l'économie est-allemande a progressé en 1994. Le produit intérieur brut réel s'est accru de 8,9%, contre 5,8% l'année précédente. Les investissements ont enregistré une expansion particulièrement vigoureuse dans la construction, mais moins forte du côté des biens d'équipement. Quant à la consommation, elle n'a augmenté que modérément. Le taux de chômage (sans le chômage masqué) a marqué une légère hausse pour atteindre environ 16% en 1994. Le renchérissement annuel moyen a fléchi sensiblement à 3,4%; il s'est ainsi rapproché de celui des anciens Länder. Dans la région orientale du pays, les prix se sont ainsi adaptés, dans une large mesure, à ceux de la partie occidentale. Selon les estimations publiées au printemps par les instituts de recherches conjoncturelles, le produit intérieur brut réel devrait augmenter de 8,5%, en 1995, dans les nouveaux Länder; les investissements devraient une fois encore atteindre une croissance particulièrement forte.

Les exportations ayant progressé davantage que les importations, l'excédent de la balance commerciale de l'ensemble de l'Allemagne a atteint 21,5 milliards de marks au quatrième trimestre de 1994, soit 5,4 milliards de plus que la période précédente. Le déficit de la balance des transactions courantes a toutefois peu diminué, passant à 12,2 milliards de marks.

Au premier trimestre, la masse monétaire M₃ était inférieure de 4,1%, en taux annualisé, à son niveau du quatrième trimestre de 1994. Elle évoluait donc sensiblement au-dessous de son corridor de croissance, fixé entre 4 et 6%. Le numéraire en circulation ainsi que les dépôts à vue ont reculé fortement. Ce repli s'explique notamment par des transferts de fonds vers des placements qui n'entrent pas dans la composition de M₃ et sont assortis d'avantages fiscaux, tels les fonds de placement monétaires, allemands et étrangers.

Compte tenu de la diminution de la masse monétaire, la Banque fédérale d'Allemagne a ramené, à fin mars, de 4,5% à 4% son taux de l'escompte, et de 4,85% à 4,5% le taux qu'elle applique aux pri-

ses en pension de titres. Mais elle a maintenu son taux lombard à 6%. La dernière réduction du taux de l'escompte et du taux lombard remontait à la mi-mai 1994, et celle du taux des prises en pension, à fin juillet 1994. Le rendement des obligations à long terme, qui avait augmenté de deux points entre janvier 1994 et le début de 1995 pour atteindre 7,5%, a fléchi à 7,1% jusqu'en mars.

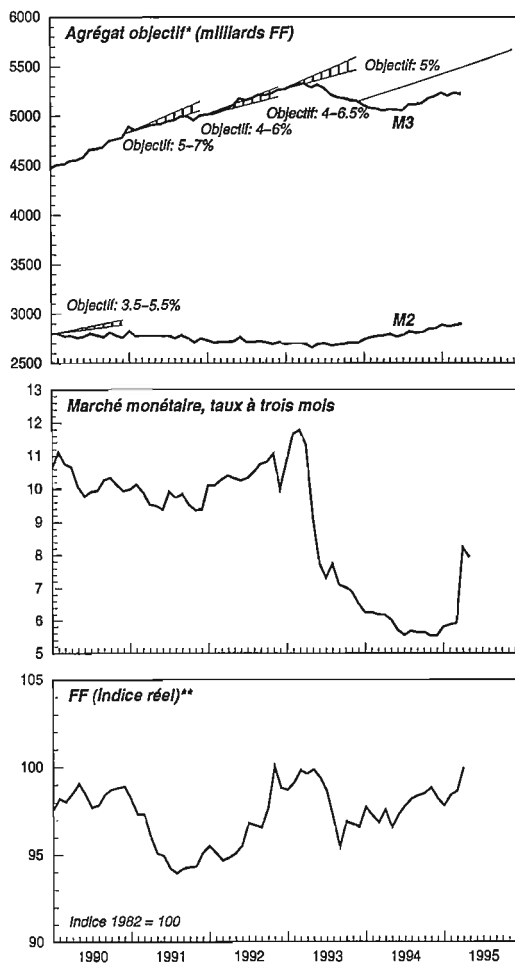
France

L'économie française est restée en expansion au quatrième trimestre. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,7%, contre 3,2% au troisième trimestre. Les exportations et les investissements – en biens d'équipement surtout – se sont nettement accrus d'un trimestre à l'autre. En outre, la reconstitution des stocks s'est accélérée. La consommation, par contre, est restée faible; la consommation privée a diminué quelque peu, alors que la consommation publique a légèrement progressé. Quant aux importations, elles ont été stimulées par la demande intérieure soutenue.

La reprise de la conjoncture a continué au premier trimestre de 1995. Selon de premières données, la production de l'industrie manufacturière a progressé de 0,6% d'un trimestre à l'autre (quatrième trimestre: 1,5%). Le taux d'utilisation des capacités de production a atteint sa moyenne à long terme. Selon les enquêtes les plus récentes, les carnets de commandes ont été jugés satisfaisants dans l'ensemble. La production devrait encore augmenter au cours des prochains mois, sauf dans l'industrie automobile. La demande des consommateurs est atone; les dernières enquêtes indiquent un affaiblissement du chiffre d'affaires dans le commerce de détail, et l'indice du climat de consommation a de nouveau diminué légèrement.

D'un trimestre à l'autre, l'emploi a progressé de 0,4%, contre 0,3% au quatrième trimestre. La plupart des nouveaux emplois ont été créés dans le secteur des services. Dans l'industrie toutefois, l'emploi ne s'est que faiblement amélioré; étant donné les efforts de rationalisation, il faut s'attendre à d'autres licenciements, en particulier dans

Graphique 6: France



* Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant; à partir de 1994, objectif à moyen terme (source: Banque de France)

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

les grandes entreprises. Après avoir longtemps augmenté, le taux de chômage a fléchi de 12,6% en novembre 1994 à 12,2% en mars 1995. Quant au taux annuel de renchérissement, il est resté inchangé à 1,7% au premier trimestre.

Du troisième au quatrième trimestre de 1994, les importations se sont accrues de 3,5%, et les exportations, de 5,3%. L'excédent de la balance commerciale a augmenté de 20,6 milliards à 27,1

milliards de francs français, et celui de la balance courante, de 8,1 milliards à 14,2 milliards.

Au début de mars, la Banque de France a resserré les rênes monétaires pour prévenir un nouvel affaiblissement du franc. Elle a suspendu ses opérations de cinq à dix jours et n'a plus consenti que des pensions à vingt-quatre heures, au taux de 8% (depuis le début d'avril: 7,75%). Le taux interbancaire à trois mois a continué à monter, passant de 6,2% en décembre à 8,1% en mars. Le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat s'est maintenu à 8% environ.

Au premier trimestre, la masse monétaire M_3 s'est accrue de 3% par rapport au trimestre précédent. Toutefois, elle évoluait toujours au-dessous de son objectif à moyen terme, fixé à 5%. L'endettement intérieur total, que la Banque de France utilise aussi comme indicateur monétaire, a augmenté presque autant qu'au quatrième trimestre de 1994.

Royaume-Uni

La forte croissance de l'économie britannique a continué au quatrième trimestre. Le produit intérieur brut réel dépassait de nouveau d'environ 4% le niveau enregistré un an auparavant. L'expansion des exportations et des investissements en biens d'équipement est restée vigoureuse, alors que celle de la consommation – privée et publique – s'est ralentie. Après avoir diminué au troisième trimestre, les investissements en constructions ont progressé sensiblement, grâce principalement à la construction privée. La demande intérieure, un peu plus soutenue dans l'ensemble, a stimulé les importations.

Au premier trimestre de 1995, le produit intérieur brut réel s'est accru une nouvelle fois de près de 4% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. La production de l'industrie manufacturière s'est maintenue à son niveau élevé du trimestre précédent; elle était toutefois bien supérieure au chiffre observé un an auparavant. Les dernières enquêtes de la «Confederation of British Industry» ainsi que les indices composites avancés annoncent de légères tendances au ralentissement; la demande étrangère notam-

ment est restée forte. La consommation a par contre stagné: les chiffres d'affaires du commerce de détail n'ont que faiblement progressé, et le nombre des nouvelles immatriculations de voitures n'a plus guère augmenté. Le crédit à la consommation, en expansion au cours de 1994, a fléchi également. Les instituts indépendants de prévisions tablaient, dans les estimations publiées en mars, sur une croissance du produit intérieur brut réel de 3,3% en 1995 et de 2,9% en 1996, après 3,8% en 1994.

Le taux de chômage a diminué de 8,6% en décembre 1994 à 8,4% en mars. Un an auparavant, il s'élevait encore à près de 10%. Mesuré aux prix à la consommation, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 3,4% au premier trimestre, contre 2,6% le trimestre précédent. L'inflation de base, qui est calculée sans les taux hypothécaires, a passé de 2,3% à 2,8%. La hausse des prix à la production s'est elle aussi nettement accélérée.

Du troisième au quatrième trimestre, le déficit de la balance commerciale a augmenté de 1,8 milliard à 2,9 milliards de livres, et l'excédent de la balance courante a fléchi de 1,4 milliard à 0,6 milliard.

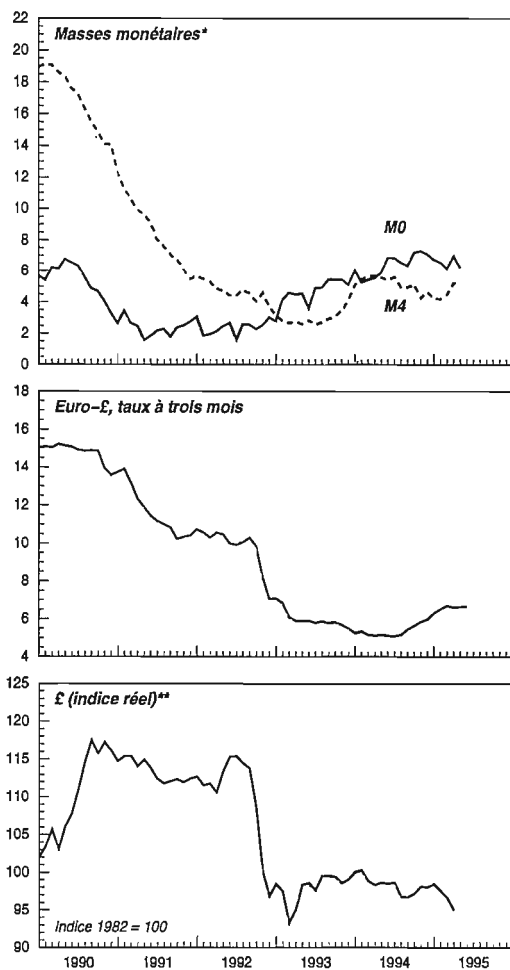
Les autorités monétaires britanniques ont durci leur politique à trois reprises, entre la mi-septembre 1994 et le début de février 1995. Les banques ont par conséquent relevé de 5,25% à 6,75% le taux de base, taux qu'elles appliquent à leurs débiteurs de premier ordre. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a été porté de 5,8% en septembre à 6,7% en février. En revanche, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a diminué de 8,7% à 8,5%.

Dans le rapport qu'elle a publié en mai sur l'inflation, la Banque d'Angleterre a revu à la hausse sa prévision sur l'évolution du renchérissement. L'inflation de base devrait augmenter à près de 4% jusqu'au début de 1996, puis faiblir de nouveau. Ainsi, le renchérissement ne dépasserait pas la fourchette de 1 à 4% que le gouvernement a fixée comme objectif.

Au premier trimestre de 1995, la masse monétaire M_0 s'est accrue de 6,5% en comparaison an-

nuelle. Sa croissance a été moins vigoureuse qu'au trimestre précédent, mais elle est restée supérieure à la fourchette de 0 à 4% qui est visée à moyen terme. L'agrégat M₄, qui répond à une définition plus large et englobe les dépôts dans les banques et les caisses d'épargne-logement, a enregistré une accélération de sa progression; il a toutefois continué à évoluer à la limite inférieure de son corridor de croissance à moyen terme, fixé entre 3 et 9%.

Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

Italie

Après avoir augmenté sensiblement au troisième trimestre de 1994, le produit intérieur brut réel de l'Italie n'a pas varié le trimestre suivant. Mais il dépassait encore de 2,7% le niveau de la période correspondante de l'année précédente (troisième trimestre: 3,8%). Les investissements en biens d'équipement et, dans une moindre mesure, la consommation privée ont soutenu la conjoncture. Les investissements en constructions, qui n'avaient pas profité jusque-là de la reprise de la conjoncture, ont continué à fléchir. En outre, la consommation publique et les exportations ont stagné; celles-ci s'étaient fortement accrues au troisième trimestre. Quant aux importations, elles ont progressé vigoureusement du fait de la hausse des achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis.

Le redressement économique s'est poursuivi au premier trimestre de 1995. La production industrielle n'a augmenté que légèrement d'un trimestre à l'autre, mais a fait un bond de 8,9% en comparaison annuelle. La production de biens d'équipement notamment a enregistré une expansion sensible. Selon la dernière enquête effectuée auprès des entreprises, la demande étrangère est restée dynamique. Le niveau des stocks est considéré comme normal. D'après cette enquête, la production devrait encore s'améliorer dans les mois qui viennent. De plus en plus d'entreprises ont l'intention de majorer leurs prix dans un proche avenir. L'indice du climat de consommation est resté stable, tandis qu'il avait légèrement reculé au trimestre précédent.

Sur le marché du travail, la situation s'est détériorée malgré la reprise de la conjoncture. L'emploi a fléchi d'un trimestre à l'autre; il s'inscrivait 1,6% au-dessous du niveau observé un an auparavant (quatrième trimestre: 2,4%). Le taux de chômage atteignait 12%, contre 11,6% le trimestre précédent. En outre, les écarts régionaux se sont creusés puisque le taux de chômage s'établissait à 7,5% dans le nord du pays et qu'il est presque trois fois plus élevé dans le Mezzogiorno; d'autre part, plus de la moitié des jeunes étaient sans emploi dans le sud de l'Italie.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a passé de 3,9% en janvier à 5,5% en mai. Cette évolution est imputable en partie au relèvement, en mars, des taux de la taxe sur la valeur ajoutée. Au début de l'année, les salaires nominaux se sont accrus un peu plus vigoureusement; en termes réels, ils ont continué à diminuer. La hausse des prix à la production et de gros s'est accélérée également.

Au quatrième trimestre, la croissance des importations a été plus forte que celle des exportations. L'excédent de la balance commerciale a diminué par rapport au trimestre précédent et en comparaison annuelle. En outre, le solde actif de la balance courante a fléchi lui aussi.

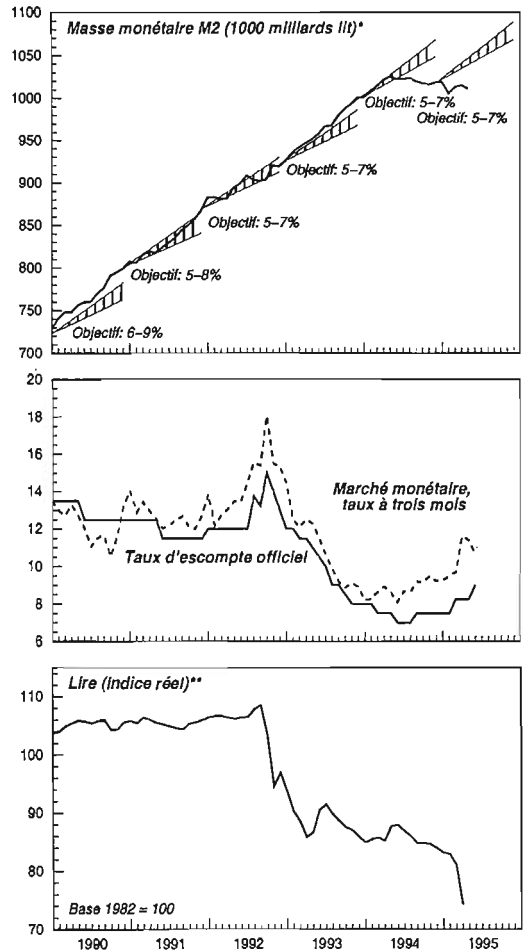
Etant donné le danger croissant d'inflation et l'effondrement de la lire, la Banque d'Italie a relevé ses taux directeurs à fin février; il s'agit de la première hausse depuis août 1994. Elle a augmenté le taux de l'escompte de 7,5% à 8,25%, et le taux lombard de 8,5% à 9,75%. A fin mai, elle a porté ces deux taux à respectivement 9% et 10,5%. Le taux des prises en pension a passé de 8,4% au quatrième trimestre à 9,1% le trimestre suivant. Quant au rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat, il s'est accru de 10,3% en décembre à 11,3% en mars; un an auparavant, il était encore de 8%.

Au premier trimestre, la masse monétaire M₂ a diminué de 0,3%. Pour 1995, la Banque d'Italie a fixé l'objectif de croissance de cet agrégat entre 5 et 7%.

A fin mai, la Banque d'Italie a fixé pour la première fois un objectif en termes de renchérissement. Elle entend faire en sorte que le renchérissement, en moyenne, ne dépasse pas 4,5% en 1995 et 4% en 1996. Les répercussions d'un relèvement des impôts indirects ne sont pas prises en considération dans le calcul du renchérissement.

Le fardeau toujours plus lourd des intérêts à payer a contraint le gouvernement à soumettre au parlement, en février, un collectif budgétaire. Ce dernier prévoit des augmentations de recettes – notamment par le relèvement des taux de la taxe sur la valeur ajoutée et une réduction des déductions fiscales – ainsi que des coupes claires dans les

Graphique 8: Italie



* Données cvs; objectifs: de décembre à décembre suivant; depuis 1992, du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque d'Italie)

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

dépenses. L'excédent primaire du budget – c'est-à-dire le solde sans les intérêts à payer – devrait augmenter à 58 billions de lire en 1995 (3,3% du produit intérieur brut) contre 37 billions (2%) dans le budget initial. Avec les intérêts à payer, le déficit budgétaire prévu pour 1995 atteint 134 billions de lire (7,6%). Grâce aux mesures fiscales supplémentaires, le gouvernement espère maintenir stable la part de la dette publique en pourcentage du produit intérieur brut.

Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1991	1992	1993	1994 ^{a)}	1995 ^{a)}					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Etats-Unis	-0,7	2,6	3,0	4,0	3,1	3,7	4,1	4,4	4,1	4,0
Japon	4,1	1,4	-0,2	0,6	-0,3	-0,3	0,5	1,0	1,0	
Allemagne ^{b)}	5,1	1,4	-1,7	2,4	-0,5	1,7	2,3	2,4	3,3	
France	0,8	1,3	-1,5	2,7	-1,0	1,3	2,5	3,2	3,7	2,8
Royaume-Uni	-2,0	-0,5	2,2	3,8	3,0	3,2	4,2	3,9	3,8	
Italie	1,3	0,7	-1,2	2,2	-0,2	0,6	1,6	3,8	2,7	
Suisse	0,0	-0,3	-0,9	2,1	0,0	1,3	2,3	2,4	2,5	2,0

^{a)} Chiffres provisoires

^{b)} Anciens Länder

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

	1991	1992	1993	1994	1995					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	4,2	3,0	3,0	2,6	2,7	2,9	2,8	2,9	2,9	3,1
Japon	3,3	1,7	1,3	0,7	0,8	0,2	0,6	0,2	-0,4	-0,2
Allemagne ^{a)}	3,5	4,0	4,1	3,0	2,8	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3
France	3,1	2,4	2,1	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,6
Royaume-Uni	5,9	3,7	1,6	2,5	2,6	3,4	3,3	3,4	3,5	3,3
Italie	6,5	5,3	4,2	3,9	3,9	4,4	3,9	4,3	4,9	5,2
Suisse	5,9	4,0	3,3	0,9	0,5	1,4	1,0	1,5	1,6	1,6

^{a)} Anciens Länder

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

	1991	1992	1993	1994 ^{a)}	1995 ^{a)}					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis ^{b)}	6,8	7,4	6,8	6,1	5,6	5,5	5,7	5,4	5,5	5,8
Japon	2,1	2,2	2,5	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	3,2
Allemagne ^{c)}	6,3	6,7	8,3	9,2	9,1	9,2	9,2	9,1	9,2	9,2
France	9,5	10,4	11,7	12,6	12,5	12,3	12,3	12,3	12,2	12,2
Royaume-Uni ^{d)}	8,1	9,9	10,3	9,3	8,8	8,5	8,5	8,5	8,4	8,3
Italie ^{e)}	8,6	8,9	10,3	11,3	11,6	12,0	12,0	-	-	
Suisse ^{f)}	1,1	2,6	4,5	4,7	4,5	4,3	4,4	4,3	4,3	4,3

^{a)} Chiffres provisoires

^{b)} Depuis janvier 1994, nouvelle méthode d'enquête

^{c)} Anciens Länder, en % des salariés

^{d)} Sans

les jeunes sortant de l'école ^{e)} Depuis le 4^e trim. de 1992, nouvelle méthode d'enquête ^{f)} Chômeurs enregistrés, en pourcentage de la population active selon le recensement de 1990; les chiffres officiels, non corrigés des variations saisonnières, figurent au tableau 5

1.4 Balance des transactions courantes

(solde en milliards de dollars, données cvs)

	1991	1992	1993 ^{d)}	1994 ^{a) d)}	1995 ^{a) d)}					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Etats-Unis	-8,3	-67,9	-103,9	-155,7	-30,6	-32,3	-37,8	-40,8	-44,8	
Japon	72,3	117,8	132,1	129,4	32,0	34,5	33,8	29,7	31,4	
Allemagne ^{b)}	-19,4	-20,9	-16,8	-21,6	-5,4	-3,5	-1,7	-8,5	-7,9	
France	-6,7	3,9	9,2	9,3	3,6	4,0	1,1	1,5	2,7	
Royaume-Uni ^{c)}	-14,5	-17,0	-17,8	-0,1	-3,5	-2,1	-1,1	2,1	1,0	
Italie ^{e)}	-23,9	-27,9	11,0	15,7	6,7	2,1	3,8	5,0	4,8	-1,2
Suisse ^{e)}	10,6	15,1	18,3	18,1	4,6	6,1	3,4	3,5	5,0	5,9

^{a)} Chiffres provisoires

^{b)} Y compris les transactions entre les nouveaux Länder et l'étranger

^{c)} Variations saisonnières non déduites

^{d)} Depuis 1993, les données pour les pays de l'UE sont disponibles avec un important retard, à cause d'adaptations dans les statistiques, et sont moins fiables

C. Situation économique et monétaire de la Suisse

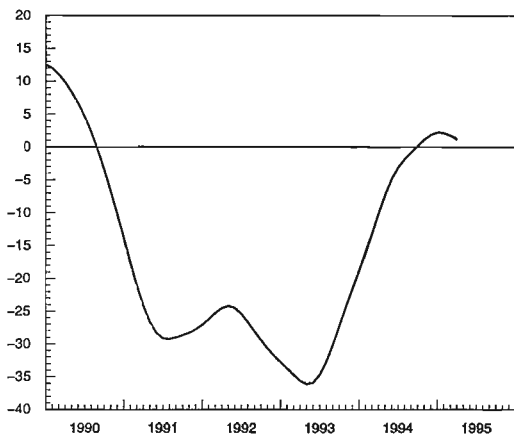
1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Au premier trimestre de 1995, la reprise de la conjoncture a faibli en Suisse. En données corrigées des variations saisonnières, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2% par rapport au trimestre correspondant de 1994, contre 2,5% au quatrième trimestre. Après avoir progressé vigoureusement au second semestre de 1994, les exportations de marchandises ont diminué légèrement en données corrigées des variations saisonnières. La consommation privée et la construction n'ont elles aussi guère stimulé la conjoncture. En revanche, les investissements en biens d'équipement ont continué à croître sensiblement. La forte hausse des importations en a été le reflet.

L'indice de la marche des affaires dans l'industrie – il est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – n'a enregistré qu'un faible ac-

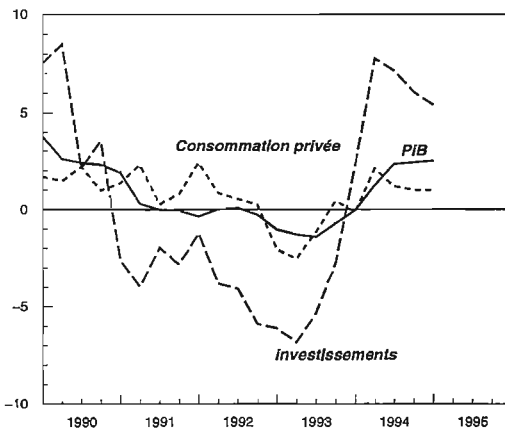
Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie*



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

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

Graphique 10: Produit intérieur brut réel*



* Variation en % par rapport à l'année précédente
Source: OFQC

croissement au premier trimestre de 1995. Alors que l'activité des entreprises axées sur les exportations s'est de nouveau améliorée, un recul a été observé dans les entreprises à vocation domestique. Cette évolution s'explique en partie par la situation difficile des fournisseurs indigènes. Ces derniers subissent depuis un certain temps les effets de la vive concurrence étrangère, en raison de la vigueur du franc. Les perspectives de l'industrie d'exportation ont elles aussi été affectées par le raffermissement du franc au premier trimestre. Selon l'enquête de mars du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les exportateurs ne s'attendent qu'à une très légère hausse des entrées de commandes pour les trois prochains mois. Les perspectives à long terme de l'industrie d'exportation se sont aussi assombries.

Le taux d'utilisation des capacités techniques a augmenté d'un demi-point pour atteindre 85% dans l'industrie. Il a enregistré la plus forte croissance dans le secteur des exportations, en particulier dans l'industrie des machines et appareils. La part des heures supplémentaires dans l'industrie – exprimée en pour-cent de l'ensemble des heures de travail – a progressé légèrement d'un trimestre à l'autre pour s'inscrire à 2,1%. Le nombre des personnes occupées est toujours considéré comme approprié, et les bénéfices sont estimés par contre en net repli.

Le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture – le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ l'établit également – s'est maintenu en mars à son niveau de la période précédente. Cette situation a découlé surtout de la stagnation persistante des indicateurs de la construction et du recul de l'indice des actions et de la masse monétaire M₁, en termes réels.

Consommation

Au premier trimestre de 1995, la consommation des ménages n'a progressé que très faiblement en termes réels. Elle ne dépassait plus que de 0,2% le niveau enregistré une année auparavant (quatrième trimestre: 1%).

Le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est encore replié en données corrigées des variations saisonnières; il est établi par jour ouvrable et en termes réels. Il s'est inscrit 2,3% (quatrième trimestre: 0,5%) au-dessous du niveau du premier trimestre de 1994. Les ventes dans l'habillement et le textile ont diminué dans une mesure particulièrement forte. Cette évolution devrait s'expliquer, en partie toutefois, par des achats accrus à l'étranger dans des régions limitrophes de la Suisse. Les ventes de voitures neuves ont également fléchi légèrement par rapport au premier trimestre de 1994, après avoir stagné au quatrième

trimestre. Les importations de biens de consommation ont augmenté à un rythme inférieur à celui du trimestre précédent. Dans le domaine du tourisme, le nombre des nuitées de la clientèle suisse a régressé de près de 6% par rapport au premier trimestre de 1994; la marche des affaires avait été satisfaisante au quatrième trimestre. Cette baisse est due en partie à la vigueur du franc suisse, qui rend attrayantes des vacances à l'étranger. En outre, le nombre des nuitées de militaires a fléchi notablement, les jours de service ayant diminué au premier trimestre à cause de la mise en application du programme de réforme «Armée 95».

L'indice du climat de consommation, calculé en mars par l'Office des questions conjoncturelles, a progressé légèrement, après avoir fléchi en janvier. Ce printemps, les consommateurs ont apprécié l'évolution de leur situation financière d'une manière moins pessimiste qu'au début de l'année. En revanche, ils ont de nouveau estimé que l'emploi était moins sûr qu'auparavant.

Investissements

La croissance des investissements a été une nouvelle fois vigoureuse au premier trimestre de 1995 et en données corrigées des variations saisonnières. En comparaison annuelle, ceux-ci se sont accrus de 8,4% en termes réels (quatrième tri-

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

	1991	1992	1993	1994	1995					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	-2,9	-10,3	-4,1	13,4	6,6	10,2	13,0	18,4	11,9	29,7
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes ¹	7,6	19,7	-4,1	11,3	-12,0	16,9	9,1	3,5	15,5	-30,4
Logements construits dans 96 villes ¹	1,3	-3,6	-4,1	24,5	-8,1	37,7	-2,4	27,5	35,3	-4,1
Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux										
Total	-4,0	-12,0	-4,0	-4,0	-3,4	1,0	1,0	-0,2	-5,8	2,2
Secteur privé	-10,0	-18,0	1,0	7,5	5,2	5,0	7,0	1,0	-5,5	0,2
Secteur public	4,0	-6,0	-9,0	-4,0	-11,2	-4,0	-4,0	-1,6	-6,2	4,6
Renchérissement dans la construction ²	6,7	4,9	3,8	1,8	3,5	1,6	1,4	1,3	2,7	

¹ Depuis le 1^{er} trimestre de 1993, dans 110 villes

² Indice pondéré des coûts de production de la SSE

Sources: OFS, Direction générale des douanes fédérales et Société suisse des entrepreneurs (SSE)

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

	1991	1992	1993	1994	1993					1995
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Exportations, volume	-1,4	4,3	0,6	4,9	5,0	5,8	1,4	5,2	7,5	4,6
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	-1,2	2,8	-1,7	9,4	2,6	9,8	8,4	8,5	10,5	3,5
biens d'équipement	-4,0	0,0	-2,2	5,7	4,5	6,5	2,3	5,4	9,3	8,2
biens de consommation	1,4	10,6	5,6	0,6	7,0	1,7	-5,0	2,3	3,5	2,4
Valeurs moyennes à l'exportation	2,8	0,7	0,0	-0,7	-0,3	0,2	-0,7	-1,0	-1,6	-3,2
Importations, volume	-1,4	-4,3	-1,2	9,4	5,1	9,4	9,6	9,6	9,4	11,1
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	-5,2	-1,4	-1,3	10,9	2,9	10,5	8,1	11,3	14,1	7,7
biens d'équipement	-2,9	-10,3	-4,1	13,6	6,9	10,2	13,0	18,4	11,9	29,7
biens de consommation	2,7	-2,9	1,5	6,4	5,4	9,5	8,3	3,8	5,1	4,0
Valeurs moyennes à l'importation	0,1	2,2	-2,2	-4,8	-2,2	-6,5	-5,4	-4,8	-2,6	-1,8

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

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

mestre: 5,4%). Leurs deux composantes – biens d'équipement et constructions – ont évolué toutefois très inégalement.

La hausse des taux d'intérêt à long terme, qui avait été observée l'année dernière, a pesé fortement sur la construction. Les investissements en constructions n'ont progressé que faiblement au premier trimestre. Ils se sont donc maintenus au niveau enregistré un an auparavant, après avoir augmenté de près de 9% à cette époque-là. Dans l'industrie «pierre et terre», tant les entrées de commandes que les commandes attendues ont nettement fléchi par rapport au quatrième trimestre. La situation s'est également détériorée dans le secteur principal de la construction. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, les entrées de commandes ont régressé de 4,5% dans la construction privée et en l'espace d'une année. Le recul a touché plus fortement la construction de logements que la construction d'immeubles destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services. Dans la construction publique, les entrées de commandes ont progressé notablement du fait de la prise en compte de deux projets régionaux. Au total, les carnets de commandes se sont accrus légèrement par rapport au premier trimestre de 1994.

Les investissements en biens d'équipement ont continué à croître fortement. En l'espace d'une année, ils ont progressé de 20,8% en termes réels

(quatrième trimestre: 8,5%). Les importations de biens d'équipement se sont accrues davantage en volume. La revalorisation du franc suisse s'y est partiellement reflétée, revalorisation qui a entraîné un net recul des prix des biens d'équipement importés. Selon l'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines, les entrées de commandes suisses ont de nouveau augmenté moins fortement qu'au quatrième trimestre de 1994. Les nouvelles commandes provenant de l'étranger ont elles aussi perdu en dynamisme. De son côté, la réserve de travail a marqué un léger accroissement à 5 mois.

Commerce extérieur et balance courante

Du quatrième trimestre de 1994 au premier de 1995, les exportations de marchandises ont régressé quelque peu en volume et en données corrigées des variations saisonnières. En comparaison annuelle, l'expansion a faibli à 4,6%. Les exportations de biens d'équipement ont augmenté à peu près au même rythme qu'à la période précédente, alors que celles de biens de consommation et notamment celles de produits semi-finis ont enregistré un net ralentissement de leur croissance.

Comme au trimestre précédent, les exportations de la métallurgie, de l'industrie chimique, de celle des machines et de la construction électrique ont

progressé dans une mesure supérieure à la moyenne. Les livraisons à l'étranger de l'industrie du papier et des industries graphique et alimentaire ont quant à elles perdu nettement en dynamisme. En outre, les fournitures à l'étranger d'instruments de précision et de produits textiles se sont maintenues au niveau de l'année précédente, tandis que celles de l'industrie horlogère ont reculé de 4,5%, après s'être redressées au second semestre de 1994.

Les plus importantes stimulations de la demande sont venues de l'Union européenne. Les exportations vers l'Allemagne et vers la France ont connu les plus forts rythmes de croissance en valeur, un tiers de l'ensemble des exportations suisses revenant à ces deux pays. Les livraisons à l'Italie, qui avaient progressé notablement au quatrième trimestre, n'ont augmenté que faiblement par

rapport au premier trimestre de 1994. Les fournitures à l'Autriche, au Royaume-Uni et à l'entité Belgique/Luxembourg ont été sensiblement inférieures à celles de l'année dernière à la même époque. Si les exportations vers le Japon ont stagné, celles vers les Etats-Unis et vers les pays situés hors de la zone de l'OCDE se sont repliées. Les pays de l'Europe centrale ont constitué une exception. Par rapport au premier trimestre de 1994, ils ont en effet accru de 20% leurs importations de marchandises suisses.

Au premier trimestre, les importations ont de nouveau augmenté fortement en volume et en données corrigées des variations saisonnières. Par rapport à la période correspondante de 1994, elles ont progressé de 11,1%. Les importations de biens d'équipement ont marqué une hausse de près de 30%. Toutes les principales catégories

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

	1992	1993 ^{a)}	1994 ^{a)}	1993 ^{a)}			1994 ^{b)}			1995 ^{b)}
				4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	
Recettes										
Exportations de marchandises	95,3	96,7	99,4	25,5	24,9	24,4	23,4	26,7	24,7	
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	92,1	93,3	95,9	24,6	24,0	23,5	22,5	25,8	23,8	
<i>Autres exportations de marchandises²</i>	3,2	3,4	3,5	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	
Exportations de services	26,9	28,3	28,3	5,8	7,9	6,7	8,4	5,4	7,2	
Revenus du travail et des capitaux	39,8	38,7	35,6	9,6	8,7	8,9	9,2	8,7	10,0	
Transferts sans contrepartie	3,6	3,7	3,4	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	
Total des recettes	165,5	167,4	166,7	41,7	42,3	40,9	41,8	41,6	42,7	
Dépenses										
Importations de marchandises	96,3	93,8	96,6	24,4	23,5	24,2	23,3	25,5	24,8	
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	92,3	89,8	92,6	23,4	22,4	23,3	22,4	24,5	23,7	
<i>Autres importations de marchandises²</i>	3,9	4,0	4,0	1,0	1,1	1,0	0,9	1,1	1,1	
Importations de services	13,9	14,0	14,0	2,7	2,0	3,7	5,6	2,7	2,0	
Revenus du travail et des capitaux	26,4	24,6	23,2	5,9	6,0	6,0	6,2	5,0	6,7	
Transferts sans contrepartie	7,8	7,9	0,8	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	
Total des dépenses	144,3	140,4	141,9	35,0	33,4	36,0	37,3	35,1	35,5	
Soldes										
Marchandises	-1,0	2,9	2,7	1,1	1,4	0,1	0,0	1,2	-0,1	
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	-0,2	3,5	3,2	1,2	1,6	0,2	0,1	1,3	0,1	
<i>Autres importations de marchandises²</i>	-0,8	-0,6	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	
Services	12,9	14,3	14,3	3,1	5,9	3,0	2,7	2,8	5,2	
Revenus du travail et des capitaux	13,4	14,1	12,3	3,7	2,7	2,9	3,0	3,7	3,3	
Transferts sans contrepartie	-4,2	-4,2	-4,6	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
Balance des transactions courantes	21,2	27,0	24,8	6,7	8,9	4,8	4,6	6,5	7,3	

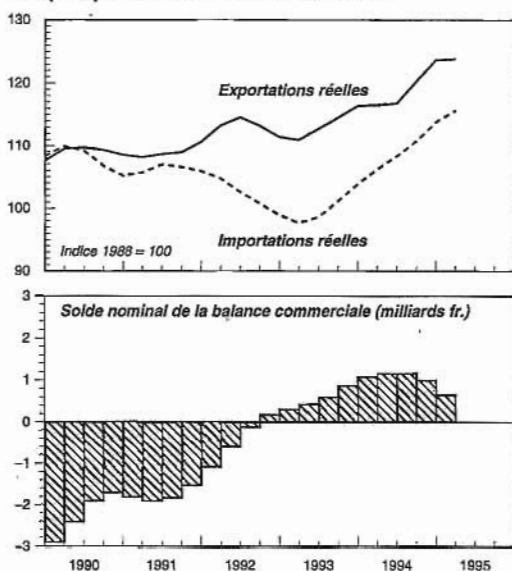
¹ En milliards de francs; des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis

² Y compris l'énergie électrique

^{a)} Chiffres provisoires

^{b)} Selon de premières estimations

Graphique 11: Commerce extérieur*



* Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

de marchandises ont été touchées par ce mouvement. En particulier, les machines pour la production ont enregistré une hausse de plus de 50% de leurs importations par rapport au premier trimestre de 1994. Les importations de matières premières et de produits semi-finis ainsi que celles de biens de consommation se sont en revanche accrues moins fortement qu'au trimestre précédent.

Les prix à l'exportation ont fléchi de 3,2%, soit plus fortement qu'au trimestre précédent. La vigueur du franc en est partiellement le reflet; elle a conduit à des abattements de prix. De leur côté, les prix à l'importation se sont repliés de 1,8%. Quant aux prix des produits énergétiques, ils ont régressé de 5,3%.

Au premier trimestre, les importations ont continué à s'accroître nettement en valeur, entraînant ainsi une balance commerciale presque équilibrée. L'excédent de cette dernière s'est inscrit à 0,1 milliard de francs. Une année auparavant, il avait été de 1,6 milliard de francs. A cause du recul des recettes tirées du tourisme et de la baisse des commissions bancaires, le solde actif de la

balance des services a diminué de 0,7 milliard pour s'établir à 5,2 milliards de francs. En revanche, l'excédent des revenus de facteurs a passé de 2,7 milliards à 3,3 milliards, en raison de l'évolution des taux d'intérêt. Le solde de la balance des transactions courantes a fléchi de 1,6 milliard pour s'établir à 7,3 milliards de francs à fin mars.

Emploi et marché du travail

En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a régressé légèrement du quatrième trimestre de 1994 au premier de 1995; il avait progressé aux deux trimestres précédents. En comparaison annuelle, le recul de l'emploi a passé de 1% au quatrième trimestre à 0,5% au premier trimestre.

Alors que le nombre des personnes occupées s'est encore replié dans l'industrie, il est resté presque stable dans les services. Au sein de l'industrie, l'emploi a faibli un peu dans la plupart des branches. Le textile et l'habillement ainsi que le cuir et les chaussures ont constitué une exception. Ils ont enregistré en effet un fort repli de l'emploi. Ce dernier s'est inscrit, au total, 1,4% au-dessous du niveau observé un an auparavant. Il n'a pas varié dans les banques, les assurances et les entreprises de conseils, alors qu'il a fléchi une nouvelle fois dans le commerce ainsi que dans la restauration et l'hébergement. Dans la construction, l'emploi a baissé en données corrigées des variations saisonnières, après avoir augmenté nettement au quatrième trimestre. Aussi s'est-il établi 0,5% au-dessous du niveau observé au premier trimestre de 1994.

L'indice Manpower des offres d'emploi a continué à progresser au premier trimestre, mais à un rythme plus lent qu'aux trimestres précédents. Cette évolution montre que la demande de forces de travail s'est encore accrue légèrement.

Le repli continu du chômage, qui est observé depuis fin 1993, s'est poursuivi au premier trimestre. En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des chômeurs a passé de 162 500 au quatrième trimestre à 156 800 au premier trimestre. Le taux de chômage a reculé ainsi de 4,5% à 4,3%. En l'espace d'une année, il a ré-

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

	1992	1993	1994	1993					1995				
				4 ^e trlm.	1 ^{er} trlm.	2 ^e trlm.	3 ^e trlm.	4 ^e trlm.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-2,6	-2,8	-1,8	-1,7	-1,6	-3,1	-1,6	-1,0	-0,5				
Indice des personnes occupées à plein temps ¹		-3,4	-2,2	-2,2	-2,0	-3,4	-2,1	-1,3	-1,0				
Taux de chômage ^{2,3}	2,6	4,5	4,7	5,0	5,1	4,8	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,4	4,3
Chômeurs ³	92 308	163 135	171 038	179 403	185 895	172 914	163 629	161 712	164 647	167 815	165 351	160 774	156 684
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	34 020	42 046	22 600	37 456	42 101	26 678	10 302	11 320	12 656	11 853	13 775	12 339	11 747
Places vacantes annoncées ³	8 166	5 743	5 224	4 248	5 201	5 540	5 498	4 658	5 105	4 505	5 103	5 706	6 781

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

² Chômeurs enregistrés, en % de la population active selon le recensement de 1990 (3 621 716 personnes actives)

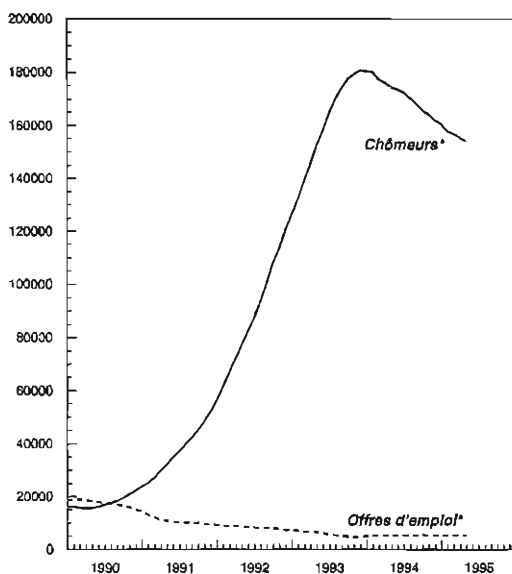
³ En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Sources: OFIAMT, OFS

gressé de 0,6 point. Il a diminué dans une mesure supérieure à la moyenne en Romandie ainsi que dans les cantons du Tessin et de Bâle-Ville. La part des chômeurs recensés et sans emploi depuis plus d'une année a faibli un peu à 29,6%. En avril, le nombre des chômeurs a fléchi à 154 100, d'où un taux de chômage de 4,3%.

Le nombre des chômeurs partiels a marqué un recul à 6900 en données corrigées des variations saisonnières; il avait été de 12 600 au quatrième trimestre et de 33 400 au premier trimestre de 1994. Le chômage partiel s'est concentré dans l'industrie des machines et véhicules, dans la construction électrique ainsi que dans le secteur de la construction.

Graphique 12: Marché du travail



* Données cvs et sans les valeurs extrêmes
Source: OFIAMT

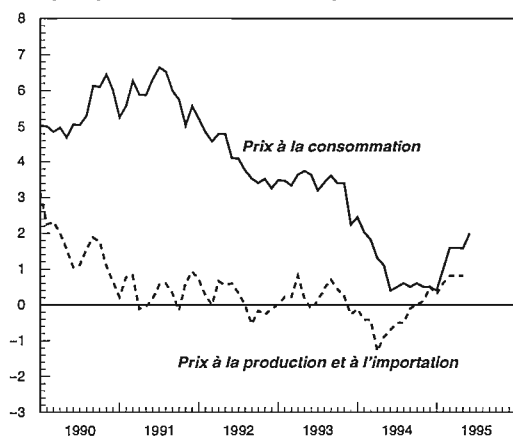
Prix

L'indice des prix à la consommation était, au premier trimestre de 1995, de 1,4% en moyenne supérieur au niveau enregistré une année auparavant; la hausse avait été de 0,5% au quatrième trimestre de 1994. L'accélération du renchérissement a reflété en premier lieu le passage à la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) au 1^{er} janvier 1995.

Le relèvement des prix dû à cette taxe, soit 1%, a été moins élevé que ce qui était généralement prévu. Dans de nombreux domaines, l'impôt n'a pu être entièrement répercuté du fait de la faible demande des consommateurs. Au cours des prochains mois, d'autres adaptations engendrées par la TVA seront vraisemblablement opérées, des adaptations qui ne pourront toutefois guère être distinguées des hausses ordinaires de prix.

Les prix des services se sont accrus de 2% au premier trimestre, soit plus fortement que ceux

Graphique 13: Evolution des prix*.



* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFS

des marchandises (0,5%). De leur côté, les prestations publiques ont renchéri de 4,5%, notamment dans les domaines de l'énergie, des transports, des télécommunications, des concessions radio et télévision ainsi que des taxes hospitalières. Les prix des services privés n'ont augmenté que de 1,4%. L'évolution des prix des repas et boissons dans les restaurants et des prestations des coiffeurs ont contribué dans une forte mesure à cette hausse. Les loyers des appartements, qui ne sont pas soumis à la TVA, ont diminué de 0,4% en comparaison annuelle.

Les prix des biens et services d'origine suisse dépassaient, au premier trimestre, de 1,9% ceux de la période correspondante de 1994, alors que les prix des biens et services importés ont faibli de 0,2%.

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
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,1	2 832	-11,3	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1994	27 369	1,4	2 681	-4,5	30 051	0,999	30 070	0,6
1994 2 ^e trim.	27 254	2,1	2 756	5,2	30 009	0,995	30 160	2,4
3 ^e trim.	27 131	2,3	2 599	-2,6	29 730	0,985	30 173	2,2
4 ^e trim.	27 684	1,4	2 611	-4,5	30 296	1,013	29 908	0,6
1995 ⁵ 1 ^{er} trim.	27 793	1,4	2 513	-5,0	30 306	1,010 ^P	30 016 ^P	0,3 ^P
1994 oct.	26 970	1,5	2 510	-5,9	29 480	0,984	29 959	1,0
nov.	27 068	1,1	2 616	-5,6	29 684	0,992	29 923	0,3
déc.	29 015	1,5	2 708	-2,1	31 723	1,063	29 843	0,5
1995 janv. ⁵	28 319	2,1	2 498	-1,7	30 817	1,025 ^P	30 065 ^P	1,2 ^P
févr. ⁵	27 549	1,5	2 435	-9,4	29 984	0,999 ^P	30 014 ^P	0,0 ^P
mars ⁵	27 512	0,6	2 606	-3,6	30 118	1,005 ^P	29 968 ^P	-0,3 ^P
avril ⁵	27 471	0,9	2 560	-1,3	30 031	0,998 ^P	30 091 ^P	0,6 ^P
mai ⁵	27 293	0,0	2 525	-4,4	29 818	0,995 ^P	29 968 ^P	-0,7 ^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

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

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

⁵ Depuis janvier 1995, les avoires en comptes de virements sont constitués exclusivement des dépôts des banques en Suisse. Auparavant, ils incluaient quelques dépôts d'établissements qui ne sont pas soumis à la loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne. Depuis 1995, les taux de variation sont calculés à partir de données ajustées qui ont été publiées dans le Bulletin mensuel n° 2, 1995.

^P Chiffres provisoires

Après être resté stable à 1,6% en avril, le renchérissement a passé à 2% en mai. Cette accélération est due avant tout à un effet de base dans les loyers du logement, loyers qui avaient reculé nettement en mai 1994.

Au premier trimestre, l'indice des prix à la production et à l'importation (l'indice des prix de l'offre totale) a augmenté de 0,7% en comparaison annuelle; il avait diminué quelque peu en 1994. Si les prix à la production se sont élevés de 0,3%, les prix à l'importation ont haussé de 2% en raison du fort renchérissement des matières premières et des produits semi-finis.

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

La monnaie centrale désaisonnalisée s'inscrivait, au premier trimestre de 1995, à 30 016 millions de francs en moyenne. Elle dépassait ainsi de 0,3% le niveau de la période correspondante de 1994 et

de 0,7% celui du quatrième trimestre de 1994 (2,7%: en taux annualisé). Ces données prennent déjà en considération la correction qui a été opérée dans les comptes de virements entrant dans la composition de la monnaie centrale (voir Bulletin mensuel n° 2 1995 de la Banque nationale suisse). La nette hausse, d'un trimestre à l'autre, de la monnaie centrale désaisonnalisée s'explique principalement par le relèvement du niveau des prix, dû au passage à la TVA le 1^{er} janvier 1995. Ce mouvement a stimulé en effet la demande de billets. Les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale s'inscrivaient à 2513 millions de francs, soit 4,9% au-dessous du niveau du premier trimestre de 1994, mais à peine moins que celui du quatrième trimestre de 1994.

La Banque nationale avait tablé sur un accroissement de la demande de monnaie du fait du passage à la TVA. Or la monnaie centrale désaisonnalisée n'a pas tout à fait atteint le montant de 30,1 milliards de francs que la Banque nationale avait prévu pour le premier trimestre de 1995. Au deuxième trimestre, cet agrégat devrait toutefois s'élever à 30,1 milliards de francs et dépasser ainsi de 1,9% – en taux annualisé – le niveau du quatrième trimestre de 1994.

Tableau 7: Agrégats monétaires¹
(Définition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
1990	-5,1	-8,0	2,0
1991	1,9	1,7	2,7
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994 ^P	5,6	9,9	4,9
1994 2 ^e trim. ^P	5,8	11,1	5,9
3 ^e trim. ^P	4,6	8,1	4,2
4 ^e trim. ^P	2,9	5,3	3,3
1995 1 ^{er} trim. ^P	1,8	1,7	1,6
1994 sept. ^P	4,7	7,7	4,1
oct. ^P	1,5	5,7	3,3
nov. ^P	3,6	6,0	3,3
déc. ^P	3,4	4,3	3,3
1995 janv. ^P	2,5	2,5	2,5
févr. ^P	1,1	1,4	1,4
mars ^P	1,7	1,3	1,1
avril ^P	2,6	1,9	0,8

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente, calculée sur la base des données de fin de mois

^P Chiffres provisoires

M₁ = Numéraire en circulation + dépôts à vue + comptes de transactions

M₂ = M₁ + dépôts d'épargne

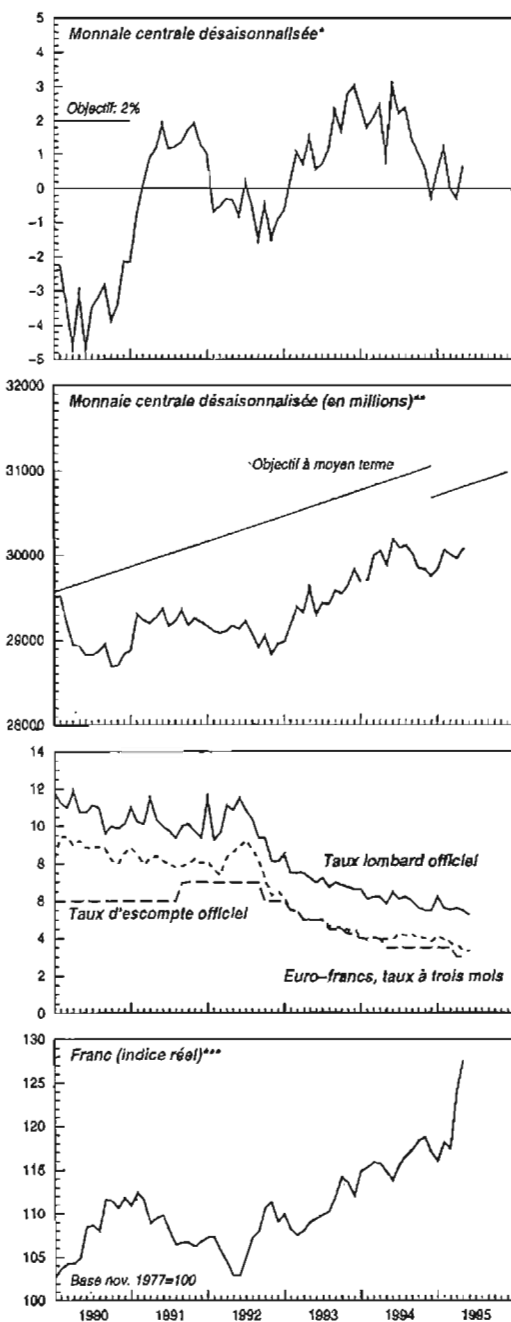
M₃ = M₂ + dépôts à terme

La croissance annuelle des masses monétaires M₁, M₂ et M₃ a continué à faiblir au premier trimestre de 1995. Elle a été de 1,7% environ pour chacun des trois agrégats. Le nivellement des taux de croissance signifie un arrêt des transferts entre les diverses composantes des masses monétaires.

Marché monétaire

Les rémunérations se sont repliées, au premier trimestre de 1995, sur le marché monétaire. Si le taux de l'argent au jour le jour a passé de 3,5% à 3,4% et, partant, s'est inscrit légèrement au-dessous du taux de l'escompte, les autres taux d'intérêt à court terme ont reculé nettement. Les taux des placements à trois mois ont fléchi de 0,5 à 0,6 point pendant le premier trimestre. En mars, le taux des placements correspondants sur le marché des euro-francs se chiffrait à 3,6%, celui des

Graphique 14: Suisse



dépôts à trois mois dans les grandes banques, à 3%, et le rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération, à 3,4%.

Le 31 mars, la Banque nationale a ramené de 3,5% à 3% le taux officiel de l'escompte. Le taux moyen de l'argent au jour le jour a diminué de 0,2 point de mars à avril. Au cours de la même période, le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a accusé une baisse d'environ 0,3 point. Dans les grandes banques, les taux des dépôts à trois mois ont été portés de 3% à 2,9%. Quant au rendement des créances comptables à trois mois sur la Confédération, il a lui aussi faibli de 0,1 point pour s'établir à 3,3%.

L'écart entre les taux allemands et suisses appliqués aux dépôts à trois mois sur l'euro-marché a atteint près de 1,2 point en moyenne au premier trimestre; il n'a quasiment pas varié d'un trimestre à l'autre. En revanche, la différence avec le taux correspondant servi sur le marché des euro-dollars a passé de 1,8 à 2,4 points.

Marché des changes

Le nouveau repli massif du dollar des Etats-Unis et les turbulences qui en ont résulté sur les marchés des changes internationaux ont entraîné, au premier trimestre de 1995, une vigoureuse revalorisation du franc suisse face à la plupart des monnaies.

Vis-à-vis du dollar, le franc a enregistré la plus forte hausse. Après avoir fluctué entre fr. 1,25 et fr. 1,30 pendant la première moitié du trimestre, le cours du dollar est tombé à près de fr. 1,12 au début d'avril. Il était ainsi d'environ 20% inférieur à son niveau du début de l'année. Par rapport au

* Variation en % par rapport à l'année précédente

Objectifs:

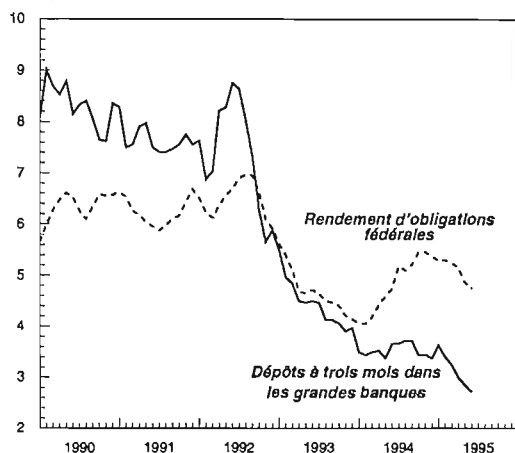
Pour 1990: variation du 4^e trimestre 1989 au 4^e trimestre 1990

Depuis 1991: sentier de croissance à moyen terme de 1% par an en moyenne

** Données ajustées depuis janvier 1994, voir tableau 6, remarque 5

*** Cours pondéré par les exportations

Graphique 15: Evolution des taux d'intérêt



* 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.

yen japonais, le franc est resté stable dans un premier temps. A fin mars, la monnaie japonaise a toutefois gagné beaucoup de terrain face au franc.

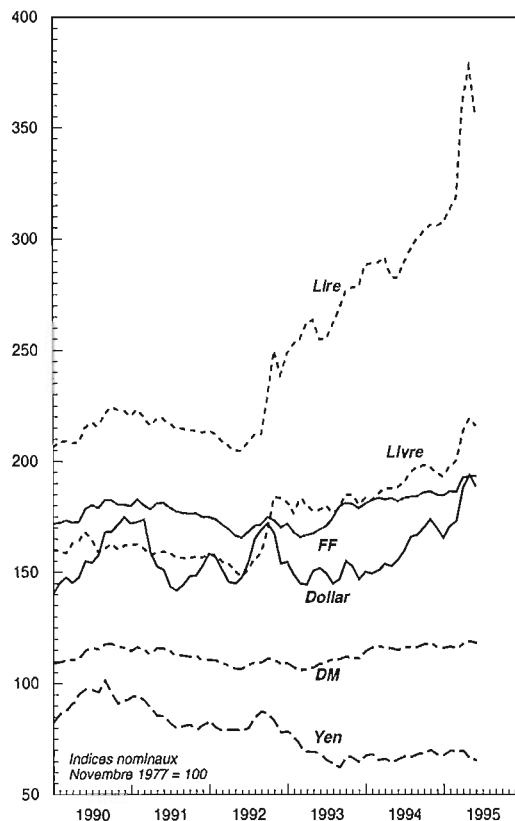
Le franc s'est apprécié vis-à-vis du mark en mars, après une phase de stabilité en janvier et en février. Il s'est revalorisé de 3% entre les premiers jours de 1995 et le début d'avril, le cours du mark s'inscrivant à fr. 82.- environ. Le franc a fluctué de façon similaire face aux autres monnaies qui participent au mécanisme de change du SME. Vis-à-vis du franc français, il s'est raffermi de 5% durant le même laps de temps.

Le franc a marqué une hausse encore plus vive par rapport aux monnaies du SME qui ne participent pas au mécanisme de change. De janvier à avril, il s'est apprécié de 20% face à la lire italienne et de 11% vis-à-vis de la livre sterling. Début avril, 1000 liras valaient 65 centimes et une livre sterling 1,84 franc.

Au début de mars, la Banque nationale a participé à des interventions concertées, que des instituts d'émission ont effectuées en vue de soutenir le dollar. A cette fin, elle a acheté 150 millions de dollars.

Après un léger repli au quatrième trimestre, le cours réel du franc, pondéré par les exportations, s'est redressé nettement au premier trimestre. Il dépassait ainsi de 3,9% le niveau de la période correspondante de 1994 (quatrième trimestre: 3,3%). En l'espace d'une année, le franc s'est revalorisé en termes réels face à la plupart des monnaies importantes. La hausse a été de 15,1% vis-à-vis du dollar des Etats-Unis et de 10,9% par rapport à la lire italienne. Face à la livre sterling, au yen japonais et au franc français, le franc s'est apprécié respectivement de 7,8%, 4,9% et 2,5%. Vis-à-vis du mark allemand, il a enregistré un léger recul en comparaison annuelle (-0,9%).

Graphique 16: Variations du franc*



* En termes de quelques monnaies étrangères

Marché des capitaux et structure des taux d'intérêt

Comme les taux d'intérêt sur le marché monétaire, les rendements se sont repliés sur le marché des capitaux. Le rendement moyen des obligations fédérales s'établissait à 4,8% à fin avril, contre 5,3% au début de l'année. La structure des taux d'intérêt s'est accentuée. L'écart de rendement entre les obligations à long terme et les créances comptables à trois mois sur la Confédération a passé de 1,2 point à 1,6 point au cours des quatre premiers mois de 1995.

Les banques cantonales ont ramené de 5,2% au début de l'année à 4,6% à fin mai la rémunération moyenne de leurs nouvelles obligations de caisse. Les taux variables assortissant les nouvelles mais aussi les anciennes hypothèques en premier rang ont augmenté toutefois de 0,1 point durant le même laps de temps pour s'élever à 5,6%. La rémunération moyenne offerte par les banques cantonales sur les dépôts d'épargne ordinaires est restée inchangée à 3,3%.

Depuis le début de l'année, les cours des actions ont marqué une tendance au repli. Le Swiss Performance Index s'inscrivait, à fin avril, 1,6% au-dessous du niveau observé quatre mois auparavant.

Les émissions d'obligations et d'actions sur le marché suisse des capitaux ont totalisé 15,5 milliards de francs au premier trimestre de 1995. Ce

montant a été de 28% inférieur à celui de la période correspondante de 1994. Le prélèvement d'argent frais que des débiteurs suisses ont opéré sur le marché des capitaux a diminué de 46% pour s'inscrire à 7,1 milliards de francs. Après déduction d'un montant de 2,7 milliards au titre des remboursements, il s'est établi à 4,4 milliards de francs, contre 8,7 milliards au premier trimestre de 1994.

Emprunts en francs suisses de débiteurs étrangers

Les emprunts en francs suisses que des débiteurs étrangers ont émis au premier trimestre de 1995 ont porté sur 9,2 milliards de francs. Leur volume a fléchi de 7% par rapport à la période correspondante de 1994 et ce malgré un sensible accroissement d'un trimestre à l'autre.

Les émissions se sont concentrées sur les emprunts ordinaires («straights»). Ces derniers ont totalisé 7,2 milliards de francs, ce qui correspond au double du niveau enregistré un an auparavant mais aussi au montant le plus élevé depuis le troisième trimestre de 1993. Les émissions d'emprunts ordinaires ont été favorisées par le recul des taux à long terme et la vigueur du franc.

En revanche, les émissions d'emprunts liées à des actions ont marqué une baisse. Elles ont porté sur 1,9 milliard de francs, soit un montant de 71% inférieur à celui du premier trimestre de 1994.

Tableau 8: Emprunts en francs suisses de débiteurs étrangers¹ (en millions de francs)

	Emprunts classiques	Emprunts liés à des actions	Autres ²	Total
1991	17 096,0	10 631,5	1 210,0	28 937,5
1992	18 191,5	7 492,0	1 318,5	27 002,0
1993	25 859,3	15 339,4	4 243,0	45 441,7
1994	17 183,1	10 455,5	3 997,6	31 636,2
1993 4 ^e trim.	5 693,3	5 657,7	2 057,3	13 408,3
1994 1 ^{er} trim.	2 343,0	6 075,0	1 505,9	9 923,9
2 ^e trim.	3 835,7	1 676,0	447,0	5 958,7
3 ^e trim.	6 097,0	2 409,5	891,9	9 398,4
4 ^e trim.	4 907,4	295,0	1 152,8	6 355,2
1995 1 ^{er} trim.	7 236,7	1 795,0	185,1	9 216,8

¹ Opérations annoncées par les banques, selon la date d'émission

² Y compris les emprunts à option sans lien avec des actions (emprunts à option de change et emprunts à option sur or notamment), les obligations synthétiques et les emprunts à taux variable

En l'espace d'une année, la part des emprunts ordinaires au total des émissions a passé de 24% à 79%. Quant à la part des emprunts publics – ces emprunts sont en grande partie sans lien avec des actions –, elle a atteint 58% du total des émissions, contre 36% un an auparavant.

La part des pays d'Europe occidentale au total des émissions étrangères en francs suisses s'est renforcée fortement pour atteindre 59%, contre 41% au premier trimestre de 1994. La part des débiteurs nord-américains a passé de 4% à 16%, alors que les parts du Japon et des pays de la zone des Caraïbes ont reculé de 38% à 18% et de 9% à 1%. En outre, la part des autres groupes de pays a fléchi de 8% à 3%. Finalement, 2% revenaient aux banques internationales de développement, qui, au premier trimestre de 1994, s'étaient tenues à l'écart du marché suisse des capitaux.

Les emprunts en francs suisses de débiteurs étrangers doivent être annoncés à la Banque nationale depuis le 1^{er} février 1995. Une statistique sera publiée à leur sujet dès que suffisamment de données seront disponibles.

Bilans bancaires et crédits

La somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données s'inscrivait, à fin mars 1995, à 1159,9 milliards de francs. Elle a diminué de 2,9% en comparaison annuelle. Si les actifs libellés en dollars avaient été évalués au cours de fin mars 1994, la somme du bilan aurait progressé de 0,5%.

Les placements financiers nets (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) ont reculé

Tableau 9: Bilans bancaires

(Variation par rapport à l'année précédente, en %, des états en fin d'année et de trimestre)

	1990	1991	1992	1993	1994			1995	Etat (mrds fr.)
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.		
Somme des bilans	4,5	3,2	3,1	5,8	3,6	3,8	0,8	-2,9	1159,9
Placements financiers nets¹	-9,5	-0,1	16,4	13,1	19,0	7,5	3,5	-2,2	126,9
Liquidités	-3,2	-2,0	-2,6	0,7	6,2	-2,2	-6,2	-6,8	9,8
<i>Solde des opérations</i>									
<i>interbancaires (état en mrds fr.)</i>	-10,4	-15,4	-8,2	-26,7	-20,3	-26,6	-32,7	-35,3	-35,3
Effets de change et papiers monétaires	28,9	-13,1	16,5	2,1	21,6	17,2	12,5	-17,7	33,1
Titres	-5,0	13,8	5,8	43,1	23,5	8,0	0,9	4,7	119,3
Crédits	7,8	5,8	1,8	1,6	-0,4	0,9	0,6	-0,9	713,5
Crédits à des résidents	8,7	4,4	1,7	0,9	1,4	2,0	2,4	1,9	561,4
c/c débiteurs et av. et prêts à terme fixe	8,8	2,5	0,2	-2,8	-2,3	-1,2	0,6	-0,5	239,5
Crédits de construction									
Limites	-0,7	-5,6	-5,8	-12,4	-2,3	-1,3	0,5	-1,8	30,4
Montants utilisés	18,6	4,6	-0,8	-13,5	-9,9	-9,0	-4,3	-1,1	17,1
Hypothèques	8,2	5,1	3,5	1,8	2,9	3,2	3,9	3,7	297,4
Crédits à des non-résidents	4,5	15,1	2,3	3,8	-6,2	-2,9	-5,4	-10,0	152,2
Fonds de la clientèle	4,9	4,7	3,5	2,8	3,5	3,8	2,0	-1,2	677,5
Créanciers à vue	-8,4	-1,9	5,1	19,5	3,9	1,2	-4,9	-11,7	90,1
Créanciers à terme	13,2	5,8	2,3	-8,4	3,5	6,8	6,8	0,9	279,0
Fonds d'épargne	-4,8	5,5	7,4	21,5	12,5	9,6	4,8	2,5	226,4
Obligations de caisse	8,9	3,8	-2,0	-12,2	-14,3	-14,3	-11,3	-4,9	82,0
Emprunts obligataires et lettres de gage	9,7	5,3	1,1	-4,8	-6,9	-6,0	2,7	4,2	86,2
Opérations fiduciaires	5,5	-0,3	0,6	-11,0	-11,6	-6,1	-4,4	-7,4	253,5

¹ Disponibilités, solde des opérations interbancaires (avoirs en banque ./ engagements en banque), effets de change et papiers monétaires, titres

de 2,2% en l'espace d'une année pour s'établir à 126,9 milliards de francs. A l'exception des titres, dont le volume a augmenté de 4,7% du fait de l'évolution favorable du marché des capitaux, toutes les composantes ont contribué à cette diminution. Les disponibilités, qui sont détenues essentiellement sous forme de monnaie centrale suisse, ont fléchi de 6,8%. Le degré de liquidité I (disponibilités en pour-cent des fonds exigés) s'est chiffré à 122% durant la période d'application allant du 20 février au 19 mars 1995, contre 124% pour la même période de 1994. Par rapport à fin mars 1994, les banques ont emprunté davantage de fonds à des établissements sis à l'étranger qu'elles n'en ont placé auprès de ceux-ci. Le solde négatif des opérations interbancaires (avoirs en banque moins engagements en banque) s'inscrivait en effet à 35,3 milliards de francs à fin mars 1995; un an auparavant, il avait été de 34,8 milliards de francs. De leur côté, les effets de change et papiers monétaires ont diminué de 17,7% en l'espace d'une année.

L'évolution des crédits a subi les effets des besoins toujours faibles de fonds de la clientèle suisse et du repli du dollar. Les crédits ont totalisé 713,5 milliards de francs à fin mars, diminuant de 0,9% en l'espace d'une année. En données corrigées des fluctuations du dollar, ils se sont accrus de 1,4% dans le même temps. Les crédits à la clientèle suisse ont marqué une hausse de 1,9%. Leurs deux plus importantes composantes ont évolué inégalement. Les prêts hypothécaires ont progressé de 3,7%, alors que le poste groupant les comptes courants débiteurs ainsi que les

avances et prêts à terme fixe a reculé de 0,5%. En outre, les crédits de construction ouverts et effectivement utilisés ont régressé de 1,8% et de 1,1%. La nette baisse du dollar a influé sur les crédits à la clientèle étrangère. Ceux-ci s'établissaient, à fin mars, 10% au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. En données corrigées des fluctuations du dollar, ils ont fléchi de 1,7%.

A fin mars, les fonds de la clientèle (créanciers, dépôts d'épargne, carnets et livrets de dépôts, obligations de caisse) atteignaient 677,5 milliards de francs. Ils ont diminué de 1,2% par rapport à la fin du premier trimestre de 1994. Les créanciers à vue ont fléchi de 11,7%; parmi ceux-ci, les fonds se sont repliés de 3,1%. Les créanciers à terme ont augmenté de 0,9%, et les fonds d'épargne, de 2,5%. Le recul, observé depuis plus de deux ans, des obligations de caisse n'a pas continué au premier trimestre; à fin mars, les obligations de caisse s'établissaient toutefois encore 4,9% au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. Les montants des emprunts obligataires et des emprunts auprès des centrales d'émission de lettres de gage ont augmenté de 4,2% en l'espace d'une année. Cette évolution s'explique par le recul des rendements sur le marché des capitaux au premier trimestre.

Les fonds fiduciaires, qui sont placés presque exclusivement à l'étranger, ont porté sur 253,5 milliards de francs à fin mars; ils ont diminué de 7,4% en l'espace d'une année. Ceux d'origine suisse ont fléchi de 11,5%, et ceux d'origine étrangère, de 6,1%.

Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Jakob Schönenberger, Präsident des Bankrats der Schweizerischen Nationalbank*

Einleitung

Nach fast drei Jahren der Stagnation wuchs die schweizerische Wirtschaft im Jahre 1994 wieder ansehnlich, und zwar bei annähernd stabilem Preisniveau und wachsenden Anzeichen, dass sich auch die Arbeitsmarktlage zu bessern beginnt. Bemerkenswert war die kräftige Investitionstätigkeit.

Trotz dieser Dynamik dürfen wir nicht darüber hinwegsehen, dass viele Bereiche der schweizerischen Wirtschaft verkrustet sind. Sie sind dem Wettbewerb seit langem mit Kartellen, Preisabsprachen oder Normen ausgewichen. Typischerweise taten dies vor allem jene Bereiche, die wenig oder gar nicht der internationalen Konkurrenz ausgesetzt sind. Nicht selten konnten sie das dank eines potenten Kunden, nämlich der öffentlichen Hand. Mit dem hohen Kartellisierungsgrad der schweizerischen Wirtschaft geht mit anderen Worten ein eng auf die lokalen Verhältnisse ausgerichtetes öffentliches Beschaffungswesen einher.

Der Mangel an Wettbewerb behindert die Entwicklung unserer Wirtschaft in vieler Hinsicht. Viele inländische Preise sind überhöht, wodurch die Kaufkraft vermindert und die Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital fehlgeleitet werden. Dies beeinträchtigt das Wachstumspotential wettbewerbsfähiger Unternehmen, und es hält wenig effiziente Firmen am Leben. Zu den Nachteilen des Mangels an Wettbewerb gehört aber ebenfalls eine zusätzliche Aufblähung der Staatsquote, da auch die öffentliche Hand zu hohe Preise bezahlt. Für die Nationalbank von besonderer Bedeutung ist die Erschwerung der Inflationsbekämpfung: Regulierte Preise sind weniger flexibel als Preise unter vollem Wettbewerb, so dass es länger dauert, bis sich der Einfluss der Geldpolitik durchzusetzen vermag.

Eine tiefgreifende Reform der schweizerischen Wettbewerbspolitik würde beträchtliche Energien freisetzen. Im Hinblick auf die Revision des GATT und das Verhältnis der Schweiz zur EU ist eine Reform unerlässlich, wenn die Schweiz ihre Stellung in der Spitzengruppe der entwickelten Länder halten will. Ich erachte es deshalb als überaus erfreulich, dass im vergangenen Jahr zwei wichtige Reformvorschläge ein gutes Stück vorankamen, nämlich einerseits die Totalrevision des Kartellgesetzes und andererseits das Projekt eines Bundesgesetzes über den Binnenmarkt. Beide sind Bestandteile des Revitalisierungsprogramms, das der Bundesrat nach dem Nein der Schweiz zum EWR in die Wege leitete. Die beiden Vorschläge ergänzen sich: Während die Totalrevision des Kartellgesetzes die Bekämpfung privatrechtlicher Hemmnisse anvisiert, steht beim Binnenmarktgesetz der Abbau öffentlich-rechtlicher Hemmnisse im Vordergrund.

Kartellgesetz

Das heutige Kartellgesetz führte zwar zu einer wesentlichen Verstärkung des Wettbewerbs, insbesondere im Bank- und Versicherungswesen; es ist aber zu wenig griffig, um die preisverzerrende Wirkung von Kartellabsprachen, marktbeherrschenden Stellungen und wettbewerbsbehindernden Unternehmenszusammenschlüssen wirksam bekämpfen zu können. Das Hauptanliegen der Gesetzesrevision ist es denn auch, die schweizerische Wirtschaft rasch und umfassend von wettbewerbsbehindernden Kartellen zu befreien.

Dabei soll kein generelles Kartellverbot erlassen werden. Kern des neuen Kartellgesetzes ist vielmehr die praktische Umsetzung des Konzepts des wirksamen Wettbewerbs. Der Wettbewerb soll ja die Unternehmen immer wieder anspornen, die Ressourcen optimal einzusetzen sowie Produkte und Produktionsverfahren neuen Bedürfnissen anzupassen. Wenn diese zentrale Funktion in einem bestimmten Markt nicht gestört wird, ist

* Gehalten in Bern am 21. April 1995

wirksamer Wettbewerb gegeben. Die Wettbewerbsbehörden haben primär dafür zu sorgen, dass die Märkte offen bleiben, damit der Wettbewerb spielen kann. Das neue Kartellgesetz sieht dazu drei wichtige Neuerungen vor:

- Preis-, Quoten- und Gebietskartelle sollen grundsätzlich als unzulässig erklärt werden.
- Der Missbrauch von Marktmacht soll anhand eines ausführlichen Beispielkatalogs konkreter Missbräuche identifiziert werden. Dies würde den Wettbewerbsbehörden ein rasches und effizientes Arbeiten erlauben.
- Damit die Regeln im Kartellbereich nicht durch Unternehmenszusammenschlüsse unterlaufen werden, soll eine präventive Fusionskontrolle – vor allem für abgeschottete Märkte – eingeführt werden.

Das Revisionsziel, bundesrechtlich schärfer gegen Wettbewerbsbehinderungen vorzugehen, verdient volle Unterstützung. Dieses Ziel könnte aber durch die Kompetenz des Bundesrates, bei überwiegenden öffentlichen Interessen grundsätzlich unzulässige Wettbewerbsbeschränkungen für zulässig zu erklären, leicht unterlaufen werden. Die Gefahr, dass dann auch Gruppeninteressen zur Rechtfertigung von marktwidrigen Verhaltensweisen herangezogen werden, ist gross. Die bundesrätliche Kompetenz müsste deshalb möglichst restriktiv gefasst werden.

Binnenmarktgesetz

Die zweite Säule des Revitalisierungsprogramms, das Binnenmarktgesetz, setzt – wie erwähnt – bei den diskriminierenden Praktiken der öffentlichen Hand an.

In der Schweiz blühen lokale protektionistische Massnahmen. Sie treten in Form von Restriktionen beim Markteintritt und im Submissionsverfahren auf, aber auch in Form der Festlegung von Normen, z. B. von lokalen Bauvorschriften. Dies hat mit der starken Dezentralisierung des politisch-wirtschaftlichen Entscheidungsprozesses zu tun; es ist bis zu einem gewissen Grade deren unerwünschte Kehrseite. Da fast zwei Drittel der

Gesamtausgaben der öffentlichen Hand lokal ausgegeben werden, sind die Kosten diskriminierender Praktiken sehr bedeutend. Die Liberalisierung staatlich verordneter Wettbewerbsbeschränkungen stellt somit eine unerlässliche Ergänzung zur Totalrevision des Kartellrechtes dar.

Ziel des Binnenmarktgesetzes ist es, allen Personen und Firmen mit Niederlassung oder Sitz in der Schweiz auf dem gesamten Gebiet der Eidgenossenschaft freien Zugang zum Markt zu gewährleisten. Der Gesetzesentwurf zielt darauf ab,

- den Warenverkehr vollends zu liberalisieren, indem vor allem im Baurecht die regionale Spezifizierung von Vorschriften über technische Anlagen beseitigt wird;
- volle Freizügigkeit auf dem Arbeitsmarkt und im Dienstleistungsverkehr zu schaffen; besonders wichtig sind die gegenseitige Anerkennung der Fähigkeitszeugnisse und die Aufhebung diskriminierender Konzessionen, z. B. im Sanitär- und im Taxigewerbe;
- die Diskriminierung bei öffentlichen Beschaffungen und bei der Anstellung von Personal im öffentlichen Dienst zu unterbinden.

Diese Ziele sollen bewusst nicht durch eine Zentralisierung und bundesrechtliche Harmonisierung der Regulierungen der betreffenden Bereiche verwirklicht werden. Sie sollen vielmehr durch die automatische gegenseitige Anerkennung der Vorschriften des Herkunftsortes erreicht werden. Auf Fähigkeitsausweise bezogen besagt dies, dass alle Diplome, die in einem Kanton rechtmässig erworben wurden, in der ganzen Schweiz anerkannt würden. Das gleiche Prinzip soll auch für Regulierungen im Güter- und Dienstleistungsbereich gelten. Aus politischer und ökonomischer Sicht ist dieses Vorgehen positiv zu würdigen. Das Prinzip der gegenseitigen Anerkennung entspricht unserer politischen Struktur besser als eine zentralistische Lösung.

Zusammenfassung

Die hohe Dichte von Kartellen, Preisabsprachen und regionalen Wettbewerbsbeschränkungen in

der Schweiz führt zu Wohlstandseinbussen und gefährdet die internationale Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Wirtschaft. Das neue Kartellgesetz und das Binnenmarktgesetz wären geeignet, das Wirtschaftswachstum zu stimulieren und die Attraktivität unseres Landes als Produktionsstandort zu erhöhen. Dies ist heute, wo andere Länder ihre wirtschaftlichen Rahmenbedingungen stark verbessern und Europa näher

zusammenrückt, überaus wichtig. Schliesslich würde die Geldpolitik der Nationalbank erleichtert, indem die lange Frist zwischen einer Änderung der Politik und deren Auswirkung auf die Wirtschaft verkürzt würde. Die Reformvorschläge für die Totalrevision des Kartellgesetzes und den Erlass eines Binnenmarktgesetzes sind deshalb rasch und ohne Verwässerungen zu verwirklichen.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse

Allocution d'ouverture de Jakob Schönenberger, président du Conseil de la Banque nationale suisse*

Introduction

Après avoir stagné pendant près de trois ans, l'économie suisse a enregistré une croissance remarquable en 1994, avec une quasi-stabilité du niveau des prix et des signes de plus en plus évidents d'amélioration sur le marché du travail. La forte progression des investissements est aussi un fait réjouissant.

Ce dynamisme ne doit toutefois pas nous faire perdre de vue les rigidités qui caractérisent de nombreux domaines de notre économie. Depuis longtemps, des cartels, des ententes de prix ou des normes ont servi à soustraire certains domaines du jeu de la concurrence. Ce comportement, et cela est typique, a été adopté en particulier là où la concurrence internationale est faible, voire absente. Bien souvent, il a été rendu possible par un important client, les collectivités publiques. Le système d'attribution des marchés publics, qui est étroitement axé sur les conditions locales, n'est pas étranger au degré élevé de cartellisation de l'économie suisse.

Le manque de concurrence freine l'évolution de notre économie à maints égards. De nombreux prix de produits et services suisses sont trop élevés, ce qui réduit le pouvoir d'achat et entraîne une mauvaise allocation des facteurs de production. De plus, le potentiel de croissance des entreprises concurrentielles est entravé, et des entreprises peu efficaces peuvent subsister. Au nombre des inconvénients figure également un gonflement de la part de l'Etat au PIB, dans la mesure où les collectivités publiques paient elles aussi des prix trop élevés. Pour la Banque nationale, un aspect revêt une importance particulière: quand la concurrence est entravée, la lutte contre l'inflation s'en ressent. Les prix administrés étant moins souples que ceux qui sont soumis à la libre concurrence, la politique monétaire met plus de temps pour produire ses effets.

Une réforme en profondeur de la politique suisse de la concurrence libérerait des énergies considérables. Etant donné la révision du Gatt et les relations entre la Suisse et l'UE, une réforme s'avère indispensable si notre pays désire garder sa position dans le peloton de tête des pays industrialisés. C'est pourquoi j'estime très réjouissant que deux importantes propositions de réforme aient pu progresser l'an dernier. Il s'agit de la révision totale de la loi sur les cartels et du projet de loi fédérale sur le marché intérieur. Ces deux propositions font partie du programme de régénération que le Conseil fédéral a mis en route à la suite du rejet, en votation populaire, de la participation à l'EEE. Elles sont complémentaires en ce sens que la révision totale de la loi sur les cartels vise à combattre les entraves relevant du droit privé, alors que le projet de loi sur le marché intérieur entend surtout abolir les obstacles de droit public.

La loi sur les cartels

La loi actuelle sur les cartels a certes permis de renforcer sensiblement le jeu de la concurrence, notamment au sein des banques et des assurances. Mais elle est trop tolérante pour combattre efficacement les distorsions de prix découlant d'ententes cartellaires, de positions dominantes sur le marché et de concentrations d'entreprises en vue d'entraver la concurrence. La révision de la loi vise à libérer rapidement l'économie suisse de tous les cartels restreignant la concurrence.

Il ne s'agit pas d'édicter une interdiction générale des cartels. Fondamentalement, la nouvelle loi sur les cartels veut traduire dans les faits la notion de concurrence efficace. La concurrence doit constamment inciter les entreprises à allouer leurs ressources de manière optimale et à adapter les produits et procédés de fabrication aux nouveaux besoins. Si cette fonction centrale n'est pas perturbée sur un marché donné, alors une concurrence efficace y règne. Les autorités de surveillance auront pour tâche de veiller en pre-

* Berne, le 21 avril 1995

mier lieu à ce que les marchés restent ouverts pour que les règles de la concurrence puissent jouer. A cette fin, la nouvelle loi prévoit d'introduire trois éléments importants:

- Rendre en principe illicites les cartels portant sur les prix, les quantités de biens ou de services et la répartition géographique des marchés.
- Lutter contre les abus issus d'une situation de puissance; pour permettre aux autorités de surveillance d'agir de manière diligente et efficace, la loi contient une liste détaillée d'exemples concrets d'abus.
- Contrôler à titre préventif les concentrations, avant tout dans le cas de marchés cloisonnés, afin que les dispositions du droit cartellaire ne soient pas contournées par des fusions d'entreprises.

L'objectif de la révision est de s'attaquer, au niveau du droit fédéral, plus efficacement aux entraves à la concurrence. Cet objectif mérite tout notre soutien. Il risque toutefois d'être facilement contourné du fait d'une compétence que la nouvelle loi attribue au Conseil fédéral. Celui-ci pourra en effet déclarer licites, dans des cas où l'intérêt public est prépondérant, des entraves qui ne le sont pas en principe. Le danger sera en outre grand de voir des groupes d'intérêts se servir de cette disposition pour justifier des comportements contraires aux lois du marché. La compétence du Conseil fédéral en la matière devrait par conséquent être formulée de façon aussi restrictive que possible.

La loi sur le marché intérieur

Deuxième pilier du programme de régénération, la loi sur le marché intérieur vise – je l'ai déjà mentionné – les pratiques discriminatoires des collectivités publiques.

Les mesures protectionnistes fleurissent en Suisse au niveau local. Elles revêtent la forme de restrictions à la liberté d'accès au marché et aux soumissions, mais aussi de normes telles les réglementations locales en matière de construc-

tion. Ces pratiques sont liées à la forte décentralisation du processus de décision politique et économique. Elles en sont, jusqu'à un certain point, le revers de la médaille. Etant donné que près des deux tiers des dépenses totales des collectivités publiques sont effectuées sur le plan local, les coûts de ces pratiques discriminatoires sont considérables. Aussi la libéralisation des obstacles de droit public à la concurrence représente-t-elle un complément indispensable à la révision totale de la loi sur les cartels.

L'objectif de la loi sur le marché intérieur est d'assurer que toute personne ayant son établissement ou son siège en Suisse ait un libre accès au marché sur tout le territoire de la Confédération. Le projet de loi vise à

- libéraliser entièrement la circulation des marchandises; ainsi, les prescriptions régionales sur les installations techniques disparaîtraient du droit relatif à la construction;
- créer un marché de l'emploi et une circulation des services libres de toute entrave; à ce propos, il est particulièrement important que les certificats de capacité soient reconnus réciproquement et que le système discriminatoire des concessions soit aboli, dans les services sanitaires et dans le commerce de taxi par exemple;
- supprimer les discriminations dans le domaine des marchés publics et celui de l'engagement de personnel dans les services publics.

Il n'est pas question d'atteindre ces objectifs par une centralisation et une harmonisation, au niveau du droit fédéral, des prescriptions relatives aux différents secteurs. Leur réalisation reposera sur une reconnaissance réciproque des prescriptions d'origine. Pour les certificats de capacité, cela signifie que tous les diplômes acquis légalement dans un canton seront reconnus dans tous les autres. Le même principe s'appliquera également aux biens et aux services. Du point de vue économique comme sous l'angle politique, la stratégie choisie est judicieuse. Le principe de reconnaissance réciproque correspond mieux à notre structure politique qu'une solution centralisatrice.

Conclusion

La forte densité des cartels, ententes de prix et entraves régionales à la concurrence que nous connaissons porte atteinte au bien-être, mais aussi à la capacité concurrentielle de l'économie suisse. Les nouvelles lois sur les cartels et sur le marché intérieur sont donc de nature à stimuler la croissance de l'économie et à renforcer l'attrait de notre pays comme place industrielle. Cela paraît

aujourd'hui d'autant plus important que d'autres pays améliorent nettement les conditions-cadres de leur économie et que l'intégration européenne progresse. Enfin, la conduite de la politique monétaire serait facilitée dans la mesure où le délai entre une modification de cette politique et ses effets sur l'économie serait moins long. Aussi faut-il souhaiter que la révision totale de la loi sur les cartels et le projet de loi sur le marché intérieur soient adoptés rapidement et sans édulcoration.

Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

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

1. Das Jahr 1994 im Rückblick

1.1 Die Konjunkturlage

Die wirtschaftliche Lage verbesserte sich – nach drei schwachen Jahren – 1994 deutlich. Europa wurde von einem kräftigen Konjunkturaufschwung erfasst. Er zerstreute die pessimistische Stimmung der letzten Zeit. Die schweizerische Wirtschaft, die die konjunkturelle Talsohle bereits Mitte 1993 erreicht hatte, wuchs im letzten Jahr gemäss vorläufigen Zahlen um 2,1%. Sie erholte sich damit stärker, als die meisten Prognoseinstitute erwartet hatten. Das Wachstum flachte sich – nach einer sehr dynamischen Entwicklung im ersten Semester – in der zweiten Jahreshälfte allerdings ab. Die wirtschaftliche Erholung kam – gesamthaft gesehen – aber gut voran. Sie steht dem Aufschwung, den wir nach der Rezession von 1982/83 erlebten, nicht nach. Das reale Bruttoinlandsprodukt erreichte damals seinen längerfristigen Wachstumspfad von etwa 2% erst nach rund drei Jahren. Wir brauchen uns – gut anderthalb Jahre nach dem konjunkturellen Tiefpunkt – deshalb nicht zu sorgen, wenn die schweizerische Wirtschaft die Produktions- und Wachstumseinbussen der Rezession noch nicht völlig aufzuholen vermochte.

Die Ausrüstungsinvestitionen und die Exporte entwickelten sich besonders günstig. Die kräftige Investitionstätigkeit widerspiegelt die Dynamik unserer Wirtschaft. Der günstige Verlauf der Ausfuhren zeigt, dass die internationale Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Exportindustrie intakt ist. Der private Konsum – die grösste Nachfragekomponente – nahm ebenfalls zu. Die Konsumentenstimmung hellte sich dank des wachsenden Vertrauens in die Sicherheit der Arbeitsplätze auf.

Drei Problembereiche – der Immobilienmarkt, die öffentlichen Finanzen und der Arbeitsmarkt –

bereiten uns trotz des klaren konjunkturellen Aufschwungs nach wie vor Sorge:

- Der Immobilienmarkt – ein erster Problembereich – leidet unter einem hohen Überangebot. Der gewerbliche Bau ist von dieser Altlast des Booms der achtziger Jahre besonders betroffen. Der private Wohnungsbau, der durch die Kreditaufstockung im Rahmen der Wohnbau- und Eigentumsförderung gestützt wurde, droht angesichts des beträchtlichen Bestandes an Leerwohnungen ebenfalls an Dynamik wieder zu verlieren. Der Verdrängungswettbewerb in der Bauwirtschaft wird anhalten. Er erklärt die gedrückte Stimmung, die in diesem Sektor herrscht.
- Die öffentliche Hand – ein zweiter Problembereich – steht unter massivem Spardruck. Der staatliche Konsum blieb im vergangenen Jahr flach. Die Ausgaben des Gemeinwesens für Investitionen dürften erneut gesunken sein. Ich fordere nicht etwa eine Erhöhung der öffentlichen Aufwendungen. Eine strikte Ausgabendisziplin ist vielmehr unerlässlich. Wir vermögen die dringende Sanierung der öffentlichen Finanzen sonst nicht voranzubringen. Das heisst aber, dass wir vom Staat vorläufig kaum Nachfrageimpulse erwarten dürfen.
- Der Arbeitsmarkt – der dritte Problembereich – vermittelt ein uneinheitliches Bild. Die Quote der Arbeitslosen sank im letzten Jahr zwar kontinuierlich. Sie lag im vergangenen März mit 4,4% um mehr als einen halben Prozentpunkt unter dem Stand des Vorjahrs. Die Beschäftigung stieg seit Mitte 1994 leicht an. Die Nachfrage nach Arbeitskräften nahm aber nicht in allen Sektoren gleich stark zu. Qualifizierte Arbeitskräfte – dies ist eine allgemeine Tendenz – sind gesucht. Arbeitslose mit wenig Qualifikationen dürfen vom Erwerbsleben jedoch nicht ausgeschlossen bleiben. Wir müssen die Umschulungs- und Weiterbildungsmöglichkeiten ausbauen. Die Nutzung dieses Angebots sollte

* Gehalten in Bern am 21. April 1995

durch eine entsprechende Ausgestaltung der Arbeitslosenversicherung gefördert werden.

Lassen Sie mich nach diesen Bemerkungen über die Lage der Wirtschaft zu den monetären Rahmenbedingungen und zur Geldpolitik, die wir im vergangenen Jahr führten, übergehen!

1.2 Monetäre Rahmenbedingungen und Geldpolitik

Die Jahresteuierung fiel am Ende des letzten Jahres auf 0,4%. Wir erreichten damit Preisstabilität. Die Teuerung betrug im Jahresdurchschnitt 0,9%. Dies ist der tiefste Wert seit 1986. Die Teuerung lag damals um einen zehntel Prozentpunkt tiefer. Es gilt aber, einen wichtigen Unterschied zu beachten: Der deutliche Rückgang der Teuerung war im Jahre 1986 – zu einem grossen Teil – auf den Zerfall des Erdölpreises zurückzuführen. Die Steigerung der inländischen Preise blieb dagegen mit rund 2,5% hartnäckig hoch. Wir waren im letzten Jahr in einer weit besseren Lage. Die Preise ausländischer Güter und Dienstleistungen sanken zwar – mit einem Rückgang um 0,5% – ebenfalls leicht. Die inländische Teuerung bildete sich jedoch sehr stark – auf nur noch 1,3% – zurück.

Wir rechneten nicht mit einem so günstigen Teuerungsverlauf. Dies erklärt auch, weshalb wir das ursprünglich anvisierte Wachstum der Geldmenge nicht erreichten. Wir beabsichtigten, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge 1994 um mehr als 1% auszuweiten. Damit hätten wir uns unserem mittelfristigen Zielpfad weiter angenähert. Die Notenbankgeldmenge lag im vierten Quartal 1994 tatsächlich um lediglich 0,6% über ihrem Vorjahreswert. Ich führe dies auf zwei Gründe zurück: Die Banken fragten im zweiten Halbjahr einerseits weniger Liquidität – weniger Giroguthaben – nach, da die Zusammensetzung der Bankenpassiven, die mit Liquidität unterlegt werden müssen, sich geändert hatte. Der Notenumlauf, der zu Beginn des Jahres stark gestiegen war, bildete sich andererseits vor allem im zweiten Halbjahr deutlich zurück. Diese Entwicklung widerspiegelte den raschen Rückgang der Teuerung. Wir konnten die teuerungsbedingte Abschwächung des Wachstums der Geldnachfrage allerdings nicht hinnehmen. Wir wären Gefahr ge-

laufen, einen zu restriktiven Kurs zu verfolgen. Deshalb versorgten wir die Banken in den letzten Monaten des Jahres grosszügiger mit Liquidität. Wir weiteten die Giroguthaben etwas aus. Der Satz für Tagesgeld bildete sich in der Folge zurück. Die Unterschreitung des angestrebten Wachstums der Geldmenge liess sich bis zum Jahresende trotzdem nicht mehr korrigieren. Die Notenbankgeldmenge reagiert auf Zinsänderungen nur verzögert.

Unser Augenmerk richtete sich – wie in den Vorjahren – nicht allein auf die Notenbankgeldmenge. Wir beobachteten auch die breiteren Geldaggregate. Sie wuchsen in den ersten Monaten des Jahres – ähnlich wie die Notenbankgeldmenge – sehr kräftig. Wir widersetzten uns deshalb nicht dem Druck auf eine weitere Senkung der kurzfristigen Zinssätze, die bis Anfang 1994 auf etwa 4% gefallen waren. Die langfristigen Zinssätze begannen ab Februar 1994 indessen stark zu steigen. Die Rendite der eidgenössischen Obligationen erhöhte sich bis zum August um anderthalb Prozentpunkte auf 5,5%. Die Ursachen dieser Entwicklung sind nicht völlig geklärt. Der starke Anstieg der amerikanischen Zinssätze spielte vermutlich eine wichtige Rolle. Es ist aber auch denkbar, dass die europäischen Finanzmärkte auf den plötzlichen Umschwung, den die Konjunktur auf unserem Kontinent erfuhr, reagierten. Der Anstieg der langfristigen Zinsen trug dazu bei, dass das Wachstum der breiteren Geldaggregate sich – parallel zu jenem der Notenbankgeldmenge – abschwächte.

Die Entwicklung des Wechselkurses sorgte im vergangenen Jahr ebenfalls für Überraschungen. Der reale, exportgewichtete Wechselkurs des Schweizer Frankens stieg deutlich an. Die Kursverluste des Dollars, der Lira und des britischen Pfundes fielen besonders hoch aus. Der Schweizer Franken war von den Verschiebungen der Wechselkurse indessen nicht allein betroffen. Die D-Mark gewann ebenfalls stark an Wert. Der Frankenkurs der D-Mark stabilisierte sich 1994 damit auf dem Stand, den er zu Beginn des Jahres erreicht hatte.

Die Europäische Union (EU) machte im vergangenen Jahr erneut einen bedeutenden Integrations-schritt. Sie erweiterte sich um drei Mitglieder. Die

Schweiz ist damit – sehen wir von den Kleinststaaten ab – das einzige westeuropäische Land, das weder der EU noch dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) angehört. Unsere bilateralen Verhandlungen mit der EU verfolgen das Ziel, auf autonomem Weg an der europäischen Integration zu partizipieren. Wir müssen sie entschlossen weiterführen. Es gilt gleichzeitig die Probleme, die unserer Wirtschaft aus dem schweizerischen Alleingang erwachsen könnten, zu begrenzen. Wir müssen deshalb die Marktkräfte im Inland stärken und die internationale Wettbewerbsfähigkeit unserer Wirtschaft fördern. Der Bundesrat stellte mit seinem Revitalisierungsprogramm die Weichen der Wirtschaftspolitik richtig. Es ist aber noch wichtiger, die angestrebten Reformen – die Verschärfung des Kartellgesetzes, die Schaffung des schweizerischen Binnenmarktes und die Liberalisierung des Arbeitsmarktes – auch tatsächlich umfassend zu verwirklichen. Ich sehe im Revitalisierungsprogramm zudem lediglich einen ersten Schritt; weitere haben zu folgen. Der staatliche Regulierungseifer nahm in verschiedenen Bereichen ein Ausmass an, das die Unternehmen zunehmend belastet. Auch eine Marktwirtschaft kommt nicht ohne staatliche Regeln aus. Der Staat vermag seine Aufgaben aber auf wirksamere Weise als durch punktuelle Regulierungen und Eingriffe zu erfüllen. Er sollte die Tätigkeit der privaten Unternehmen in eine klare Rechtsordnung einbetten, die willkürlichen Entscheiden von Politikern und Beamten wenig Spielraum belässt. Der Staat müsste sich dort, wo er in das Wirtschaftsgeschehen eingreift, zudem vermehrt auf marktwirtschaftlich orientierte Lenkungsmethoden – statt auf administrative Massnahmen – stützen.

2. Preise, Konjunktur und Geldpolitik im Jahre 1995

2.1 Mehrwertsteuer – eine erste Zwischenbilanz

Die Mehrwertsteuer trat – nach heftigen Kontroversen – Anfang dieses Jahres in Kraft. Die meisten Güter und Dienstleistungen verteuerten sich in den ersten drei Monaten spürbar. Diese steuerbedingte Preissteigerung war unvermeidlich. Sie liess sich durch geldpolitische Massnahmen nicht verhindern. Wir liessen umgekehrt an unserem

Willen, übermässige Preissteigerungen zu verhindern, aber nie Zweifel aufkommen. Welches Fazit können wir nach den drei ersten Monaten ziehen? Die vorläufige Bilanz stimmt optimistisch. Die Jahresteuierung betrug im März 1,6%. Sie lag damit tiefer, als wir erwartet hatten. Wir sehen uns indessen in einer andern Voraussage bestätigt. Die Preissteigerungen fielen in jenen Bereichen, in denen wenig Konkurrenz herrscht, merklich höher als in den stark kompetitiven Branchen aus. Ich sehe mich dadurch in der Forderung, die Wettbewerbskräfte in unserer Binnenwirtschaft zu beleben, bestätigt. Eine weitere Bewährungsprobe steht uns im Herbst, wenn die Löhne für 1996 ausgehandelt werden, bevor. Unsere Haltung bleibt klar: Die Einführung der Mehrwertsteuer darf keine Lohn-Preis-Spirale auslösen.

2.2 Die Entwicklung der Konjunktur im laufenden Jahr

Die Konjunkturaussichten für das laufende Jahr sind günstig. Die meisten Prognoseinstitute erwarten, dass das reale Bruttoinlandprodukt um 2,2 bis 2,5% wachsen wird. Die Produktionslücke, die Ende 1994 noch etwa 3% betragen hatte, wird sich verkleinern. Der Aufschwung kommt – verglichen mit früheren Erfahrungen – gut voran. Wir müssen uns jedoch noch etwas gedulden, bis die Wirtschaft die rezessionsbedingten Produktions- und Wachstumseinbussen aufgeholt hat.

Die Aufträge aus dem Ausland stiegen in den letzten Monaten weiter an. Die Exporte werden damit eine wichtige Konjunkturstütze bleiben. Unsere Exportwirtschaft profitiert von der kräftigen Investitionstätigkeit in Europa. Die Ausrüstungsinvestitionen werden aber auch in der Schweiz nochmals deutlich zunehmen. Die Kapazitäten sind mittlerweile in vielen Branchen gut ausgelastet. Ihr Ausbau muss ins Auge gefasst werden. Der anhaltende Druck zur Modernisierung und zur Rationalisierung der Produktion wirkt in die gleiche Richtung. Der private Konsum dürfte dagegen nur mässig wachsen. Der Übergang zur Mehrwertsteuer, die in diesem Jahr zu einer Minderung des verfügbaren Einkommens führen wird, wirkt dämpfend. Eine Abflachung zeichnet sich auch im Bausektor ab. Der staatliche Konsum dürfte weiterhin stagnieren.

Alle Prognoseinstitute erwarten für dieses Jahr einen Zuwachs der Beschäftigung. Diese Entwicklung würde der bisherigen Erfahrung entsprechen. Die Beschäftigung fasste regelmässig erst mit einer erheblichen Verzögerung auf den Verlauf der Produktion richtig Tritt. Das Volumen der Stelleninsetrate wuchs in den letzten Monaten stark. Dies weckte die Hoffnung, dass die Beschäftigung sich günstiger, als die meisten erwarten, entwickeln könnte. Dieses Szenario erscheint nach dem massiven Beschäftigungsabbau der letzten Jahre nicht als unplausibel.

Die Prognosen wurden freilich vor dem jüngsten Kurssturz des amerikanischen Dollars aufgestellt. Der dramatische Fall des Dollars riss die schwächeren europäischen Währungen – das britische Pfund, die Lira und die Peseta – mit sich. Die Schwäche des Dollars und wichtiger europäischer Währungen stellt viele Unternehmen vor ernste Belastungen. Die ungünstige gegenwärtige Konstellation der Wechselkurse könnte, sollte sie noch einige Zeit bestehen bleiben, sogar zu einer Abflachung des Exportwachstums führen. Dies würde auch den Konjunkturaufschwung dämpfen. Ich bin jedoch überzeugt, dass der Dollar sich wieder erholen wird. Der jähe Kurssturz der amerikanischen Währung lässt sich nämlich nicht mit Veränderungen der wirtschaftlichen «Fundamentals» erklären.

2.3 Geldpolitik

Die jüngsten Turbulenzen am Devisenmarkt liessen – einmal mehr – Forderungen nach einer Lockerung der Geldpolitik laut werden. Ich habe Verständnis für diese Forderungen. Ich muss gleichzeitig aber an unsere mehrfach bestätigten Erfahrungen erinnern. Unsere Möglichkeiten, die Entwicklung der Wechselkurse zu beeinflussen, sind gering. Eine Lockerung der Geldpolitik ist zudem stets mit der Gefahr, längerfristig die Preisstabilität aufs Spiel zu setzen, verbunden. Wir vermöchten der Exportwirtschaft mit einer Lockerung unseres Kurses vielleicht vorübergehend Linderung zu verschaffen. Sie wäre aber, da die Teuerung nach einiger Zeit wieder ansteige, trügerisch. Wir dürfen uns daher nicht primär an den augenblicklichen Problemen orientieren. Es gilt vielmehr die lange Frist im Auge zu behalten. Wir orientieren

uns hauptsächlich an der Entwicklung der Geldmenge. Sie liefert uns wichtige Hinweise auf die längerfristigen Wirkungen der Geldpolitik.

Wir legten Ende 1994 einen neuen mittelfristigen Wachstumspfad für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge fest. Deren tatsächliches Niveau liegt zur Zeit noch unter diesem Pfad. Die Notenbankgeldmenge sollte sich ihm – wie schon im Vorjahr – aber weiter annähern. Wir beabsichtigen, sie 1995 um mehr als die 1%, die wir im Durchschnitt der Jahre anstreben, auszuweiten. Das Wachstum der Notenbankgeldmenge entsprach im ersten Quartal 1995 nicht ganz unserer Prognose. Dies ergab noch etwas Spielraum für eine leichte Senkung der kurzfristigen Zinssätze. Sie – wie auch die langfristigen Zinsen – gaben nach. Wir liessen diese Entwicklung zu und senkten vor drei Wochen auch den Diskontsatz auf 3%.

3. Die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten

Die Finanzkrise Mexikos und die hohen Verluste, die einzelne Institute aus ihren Geschäften mit Finanzderivaten erlitten, hatten die Märkte schon vor dem Kurssturz des Dollars aufgeschreckt.

3.1 Die Krise Mexikos und die internationale Finanzhilfe

Die Finanzkrise Mexikos richtete nicht nur in diesem grossen lateinamerikanischen Land erheblichen Schaden an. Sie erschütterte – weltweit – das Vertrauen in die «emerging markets».

Die massive Verschlechterung der Ertragsbilanz, eine Geldpolitik, die seit Mitte 1994 recht locker geworden war, und die politische Unsicherheit bildeten die Auslöser der Finanzkrise in Mexiko. Der Peso geriet Ende 1994 unter starken Druck. Die mexikanischen Behörden mussten den Wechselkurs ihrer Währung schliesslich freigeben. Mexiko hatte zuvor versucht, das schwindende Vertrauen der Anleger – vor allem amerikanischer Anlagefonds – zu stärken, indem es sein Ertragsbilanzdefizit durch kurzfristige, an den Dollar gebundene Wertpapiere finanzierte. Die hohe kurzfristige Verschuldung spitzte die Krise zu. Die An-

leger zeigten wenig Bereitschaft, die Wertpapiere bei Fälligkeit durch neue Kredite an Mexiko zu ersetzen.

Der Internationale Währungsfonds (IWF), die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und die wichtigsten Industrieländer entschärften die Krise mit Hilfe einer internationalen Finanzaktion. Der IWF einigte sich mit Mexiko auf ein Wirtschaftsprogramm. Er gewährte dem Land gleichzeitig einen Bereitschaftskredit von 17,8 Mrd. Dollar. Eine erste Tranche von 7,8 Mrd. Dollar wurde Mexiko sofort zur Verfügung gestellt. Die Vereinigten Staaten steuerten 20 Mrd. Dollar bei. Kanada eröffnete eine Kreditlinie von 1,5 Mrd. kanadischer Dollar. Die BIZ unterstützte diese Aktion mit einer Kreditzusage von maximal 10 Mrd. Dollar. Wir beteiligten uns an einer ersten Tranche des BIZ-Kredits mit einer Garantie von 120 Mio. Dollar.

Der Kredit des IWF an Mexiko wirft einige kritische Fragen auf. Seine Höhe schafft einen beunruhigenden Präzedenzfall. Der IWF stellte einem einzelnen Land noch nie einen so hohen Anteil seiner Finanzmittel zur Verfügung. Das Beispiel wird – fürchte ich – Schule machen. Weitere Länder werden versuchen, vom IWF ähnlich grosszügige Kredite zu erhalten. Der IWF schwächte mit seiner Bereitschaft, die erste Tranche sofort auszuzahlen, zudem die Konditionalität, die seine Sicherheit darstellt. Wir wissen noch nicht, ob Mexiko die Auflagen, die mit der finanziellen Unterstützung verbunden sind, tatsächlich erfüllen wird. Fragwürdig ist auch das überstürzte Vorgehen, das der IWF bei der Kreditgewährung wählte. Die jüngste Krise Mexikos gefährdete – im Unterschied zu den Zahlungsschwierigkeiten von 1982 – die Stabilität der internationalen Finanzmärkte nämlich in keiner Weise.

Die Schweiz enthielt sich – zusammen mit anderen europäischen Ländern – bei der Abstimmung über den IWF-Kredit an Mexiko aus diesen Überlegungen der Stimme.

3.2 Probleme mit Finanzderivaten

Verluste aus dem Geschäft mit Finanzderivaten sorgten für weitere Schlagzeilen. Der Zusammen-

bruch der britischen Barings Bank ist ein besonders spektakuläres Beispiel. Diese Vorfälle belebten die Diskussion über die Risiken der Derivatmärkte. Ist diesen Märkten zu trauen, oder sollten die Geschäfte, die an ihnen getätigt werden, durch behördliche Massnahmen eingedämmt werden?

Die Zwischenfälle, über die die Presse in jüngster Zeit berichtete, widerspiegelten nicht primär Derivatprobleme. Sie waren auf mangelhafte interne Organisations- und Führungsstrukturen zurückzuführen. Die Banken, die Probleme mit Derivaten vermeiden wollen, müssen drei Arten von Vorsichtsmassnahmen treffen:

- Die Mitarbeiter der Banken, die mit Derivaten handeln, dürfen – erstens – über keine zu grossen Freiheiten verfügen. Sie laufen sonst Gefahr, zu hohe Risiken einzugehen.
- Handel und Verarbeitung müssen – zweitens – streng getrennt werden. Eine klare Trennung dieser Aufgaben ist die notwendige Voraussetzung, damit fragwürdige Geschäfte von Händlern beim Controlling entdeckt werden.
- Die Geschäftsleitung muss – drittens – Verluste rechtzeitig begrenzen. Sie darf bei der negativen Entwicklung einer Position nicht weiter auf die gleiche Karte setzen und ein Anwachsen der Verluste in Kauf nehmen.

Die Behörden sollten einer Bank, die sich mit risikanten Geschäften selber in die Insolvenz trieb, nicht unter die Arme greifen. Die Bank of England hielt sich im Fall der Barings Bank an diesen Grundsatz. Sie erwies dem Finanzsektor einen unschätzbaren Dienst: Aufsichtsbehörden, die eine insolvente Bank untergehen lassen, stärken die Marktdisziplin. Sie leisten – längerfristig – den wirksamsten Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems.

Wir benötigen im Derivatgeschäft – die jüngsten Zwischenfälle bestätigen es – keine zusätzlichen Vorschriften. Die Banken müssen die bestehenden gesetzlichen und internen Regeln aber – von der Konzernspitze bis hinaus in die äussersten Zweigstellen – konsequent umsetzen. Die ef-

fiziente Abwehr der Risiken, die das Finanzsystem bedrohen können, beginnt innerhalb eines jeden einzelnen Bankhauses. Die jüngsten Ereignisse unterstreichen ferner die Bedeutung eines ausreichenden Polsters an Eigenmitteln. Eigenmittel helfen nicht nur, Verluste zu verkraften. Sie schrecken – einem Selbstbehalt ähnlich – auch davor ab, überhöhte Risiken einzugehen. Ausreichende Eigenmittel verhindern schliesslich, dass eine Krise von einer Bank auf andere überspringt. Die Schweiz passte die Eigenmittelvorschriften den Vorschlägen, die der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht zur Unterlegung der Kreditrisiken erarbeitete, bereits an. Der Basler Ausschuss hat kürzlich weitere Empfehlungen zur Unterlegung der Marktrisiken zur Diskussion gestellt. Wir sollten die Gelegenheit nutzen, um auch die schweizerischen Bestimmungen über die Eigenmittel auf ihre Angemessenheit hin zu überprüfen. Die schweizerischen Banken gelten als besonders gut kapitalisierte Institute. Sie sollten sich diesen Rang erhalten.

4. Schluss

Ausreichend hohe Eigenmittel sowie wirksame Vorsichts- und Kontrollmassnahmen der Banken sind wichtige Voraussetzungen stabiler Finanzmärkte. Die ganze Wirtschaft profitiert von dieser Stabilität. Stabile und effiziente Finanzmärkte helfen mit, die Zinsen niedrig zu halten. Sie stärken die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft. Wir leisten als Notenbank durch die konsequente Verteidigung der Preisstabilität einen nicht weniger wichtigen Beitrag zum Wohlergehen der schweizerischen Wirtschaft. Verschiedene Kreise postulieren heute zwar eine wechselkursbezogene Lockerung der Geldpolitik. Eine solche Umorientierung vermöchte einzelnen Sektoren – vielleicht – vorübergehend Linderung zu verschaffen. Wir liefen längerfristig aber Gefahr, die Teuerung erneut anzuzünden. Unserer Wirtschaft würden damit Probleme, die weit schwerer als die Schwierigkeiten aus den aktuellen Turbulenzen an den Devisenmärkten wiegen müssten, aufgebürdet.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse*

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

1. Un aperçu de l'année 1994

1.1 L'évolution de la conjoncture

Après trois années moroses, la situation économique s'est nettement améliorée en 1994. En Europe, la vigoureuse reprise conjoncturelle a balayé le pessimisme qui régnait depuis quelque temps. L'économie suisse, qui avait franchi le creux de la vague au milieu de 1993 déjà, a enregistré l'an dernier une croissance réelle de 2,1%, selon des données encore provisoires. Sa progression a ainsi dépassé ce qu'attendaient la plupart des instituts spécialisés dans les prévisions économiques. La croissance, très dynamique au premier semestre, a toutefois faibli quelque peu dans la seconde moitié de l'année. Mais, globalement, le redressement ne s'est pas démenti. Il n'est pas inférieur à la reprise qui avait suivi la récession des années 1982/83. A l'époque, il avait fallu environ trois ans avant de voir le produit intérieur brut réel rejoindre son sentier de croissance à moyen terme de quelque 2%. Aujourd'hui, nous n'avons donc aucune raison d'être inquiets parce que l'économie suisse, un peu plus d'un an et demi après avoir franchi le creux de la vague, n'a pas encore entièrement comblé le retard pris, pendant la récession, en termes de production et de croissance.

Les investissements en biens d'équipement et les exportations ont évolué d'une manière particulièrement favorable. La vigueur des investissements traduit le dynamisme de notre économie. Quant à la progression des ventes à l'étranger, elle montre que l'industrie suisse d'exportation a conservé sa capacité concurrentielle. La consommation privée – principale composante de la demande – a elle aussi augmenté. Le climat de consommation s'est amélioré grâce à la confiance accrue dans la sécurité de l'emploi.

Bien que la reprise conjoncturelle soit manifeste, le marché immobilier, les finances publiques et le marché du travail restent trois sources d'inquiétude:

- Le marché immobilier souffre d'une offre largement excédentaire. La construction de bâtiments destinés à l'industrie et à l'artisanat est particulièrement touchée par ce fardeau qui remonte au boom des années quatre-vingt. La construction de logements pour le secteur privé, pourtant stimulée par le relèvement des crédits en vue d'encourager la construction d'appartements et l'accession à la propriété, risque à son tour de perdre une nouvelle fois de son dynamisme, à cause du nombre élevé des logements vacants. La concurrence effrénée continuera dans l'industrie de la construction. Elle explique le climat déprimé qui règne dans cette branche.
- Les collectivités publiques sont confrontées à la nécessité de faire des économies. En 1994, la consommation publique n'a pas décollé. Les dépenses d'investissement ont probablement diminué une fois encore. Je ne plaide pas pour un accroissement des dépenses publiques. Une discipline stricte en matière de dépenses est en effet indispensable si nous voulons avancer dans cette tâche urgente qu'est l'assainissement des finances publiques. Nous ne pouvons donc guère attendre de l'Etat qu'il stimule prochainement la demande.
- Le marché du travail offre une image contrastée. Le taux de chômage s'est replié continuellement au cours de 1994. En mars dernier, il s'inscrivait à 4,4%, soit un peu plus d'un demi-point au-dessous du niveau observé un an auparavant. En outre, l'emploi a légèrement progressé à partir du milieu de 1994. Mais la demande de main-d'œuvre n'a pas augmenté autant dans toutes les branches. La main-d'œuvre qualifiée est en général recherchée. Les

* Berne, le 21 avril 1995

chômeurs peu qualifiés ne doivent cependant pas être exclus du marché du travail. Il faut que nous développons les possibilités de reconversion ou de formation. Par un aménagement de l'assurance-chômage, nous pourrions faire en sorte que de telles possibilités soient davantage utilisées.

Après ces réflexions sur la situation économique, permettez-moi de commenter le cadre monétaire et la politique monétaire que nous avons conduite l'an dernier.

1.2 L'environnement monétaire et la politique monétaire

Le taux annuel de renchérissement a fléchi, passant à 0,4% en décembre dernier. Nous avons donc retrouvé la stabilité du niveau des prix. En moyenne annuelle, le renchérissement s'est établi à 0,9%, soit à son taux le plus bas depuis 1986. A l'époque, il était un dixième de point inférieur. Mais la situation était fort différente sur un point. Le net repli que le renchérissement avait marqué en 1986 était en grande partie imputable à la baisse des prix pétroliers. La hausse des prix des biens et services suisses était par contre restée tenace, puisqu'elle atteignait encore 2,5% environ. L'an dernier, nous avons obtenu un résultat bien meilleur sur ce point: les prix des biens et services importés ont certes diminué de 0,5%, mais ceux des biens et services suisses n'ont augmenté que de 1,3%. Le renchérissement d'origine intérieure a donc fortement faibli en 1994.

Nous ne nous attendions pas à une évolution aussi favorable du renchérissement. Cela explique également pourquoi nous n'avons pas atteint notre objectif initial en termes de monnaie centrale. Pour 1994, nous envisagions d'accroître la monnaie centrale désaisonnalisée de plus de 1% et, partant, de rapprocher davantage l'agrégat de son sentier de croissance à moyen terme. Au quatrième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée ne dépassait que de 0,6% son niveau de la période correspondante de 1993. J'attribue cet écart à deux facteurs. La demande de liquidités – d'avoirs en comptes de virements – a faibli

au second semestre parce que les banques, à la suite d'une modification dans la composition du passif de leur bilan, ont eu besoin de moins de disponibilités pour couvrir leurs engagements. Les billets en circulation – deuxième facteur – ont diminué nettement, au second semestre avant tout, après avoir fortement augmenté au début de l'année. Leur diminution est liée au repli rapide du renchérissement. Nous ne pouvions rester simplement les bras croisés face à l'affaiblissement que la progression de la demande de monnaie a subi dans le sillage du net ralentissement de la hausse des prix. Autrement, nous aurions risqué de mener une politique trop restrictive. C'est pourquoi, dans les derniers mois de l'année, nous avons approvisionné plus généreusement les banques en liquidités et accru quelque peu les avoirs en comptes de virements. Le taux de l'argent au jour le jour a alors diminué. Il n'a cependant pas été possible de résorber, jusqu'à la fin de l'année, l'écart par rapport à la croissance que nous voulions donner à l'agrégat monétaire. La monnaie centrale réagit avec un certain décalage aux variations des taux d'intérêt.

Comme les années précédentes, nous ne nous sommes pas concentrés exclusivement sur la monnaie centrale. L'évolution des autres agrégats monétaires a également retenu notre attention. Ceux-ci, à l'instar de la monnaie centrale, ont enregistré une vigoureuse croissance au cours des premiers mois de l'année. Nous ne nous sommes par conséquent pas opposés aux pressions à la baisse qui s'exerçaient sur les taux d'intérêt à court terme, lesquels avaient fléchi à environ 4% au début de 1994. Néanmoins, les taux d'intérêt à long terme ont commencé à monter fortement en février 1994. Jusqu'en août, le rendement des obligations fédérales s'est accru d'un point et demi pour atteindre 5,5%. Les causes de cette hausse ne sont pas entièrement établies. Sans doute, la forte augmentation des taux d'intérêt aux Etats-Unis a-t-elle joué un rôle important. Les marchés financiers européens ont peut-être aussi réagi au revirement subit de la conjoncture sur notre continent. La hausse des taux à long terme a contribué au ralentissement que la croissance des agrégats monétaires M_1 , M_2 et M_3 a marqué parallèlement à celui de la monnaie centrale.

L'an dernier, l'évolution des cours de change nous a elle aussi réservé des surprises. Le cours du franc suisse, pondéré par les exportations, a sensiblement augmenté en termes réels. Le dollar, la lire et la livre sterling ont subi des baisses particulièrement lourdes. Le franc suisse n'a toutefois pas été la seule monnaie à souffrir de ces mouvements des cours de change. Le mark allemand s'est lui aussi fortement revalorisé. La relation de change entre le franc suisse et le mark allemand s'est ainsi stabilisée, en 1994, à son niveau du début de l'année.

L'intégration européenne a franchi une nouvelle étape importante en 1994. L'Union européenne (UE) a accueilli trois nouveaux membres. Absorption faite des petits Etats, la Suisse est aujourd'hui le seul pays d'Europe occidentale qui ne participe ni à l'UE ni à l'Espace économique européen (EEE). Nous devons poursuivre avec détermination les négociations bilatérales avec l'UE en vue de prendre part, d'une manière originale, à l'intégration européenne. Simultanément, nous devons circonscrire les problèmes auxquels notre économie pourrait se heurter du fait de notre isolement. Il faut par conséquent que nous stimulions les forces du marché au sein de notre économie et que nous renforçons notre capacité concurrentielle face à l'étranger. En proposant son programme de régénération, le Conseil fédéral a axé la politique économique dans la bonne direction. Mais encore faut-il que les réformes envisagées – renforcement de la loi sur les cartels, mise en place d'un marché intérieur et libéralisation du marché du travail – soient vraiment réalisées. Le programme de régénération n'est pour moi qu'une première étape. D'autres doivent suivre. Dans certains domaines, l'Etat a mis un tel zèle à réglementer que les entreprises sont de plus en plus entravées. Une économie de marché a elle aussi besoin de règles étatiques pour fonctionner. Mais l'Etat peut remplir ses tâches plus efficacement qu'en recourant à des réglementations et interventions ponctuelles. Il devrait, pour les entreprises du secteur privé, fixer un ordre juridique clair qui ne laisse guère de marge pour des décisions arbitraires de politiciens et de fonctionnaires. Là où il intervient dans la vie économique, il devrait en outre choisir des méthodes incitatives, conformes aux principes d'une économie de marché, plutôt que des mesures administratives.

2. Prix, conjoncture et politique monétaire en 1995

2.1 Un premier bilan après le passage à la TVA

Après de vives controverses, la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) est entrée en vigueur au début de cette année. La plupart des prix des biens et services ont sensiblement augmenté au cours des trois premiers mois. Cette hausse des prix, due au nouvel impôt, était inévitable. Il n'était pas possible de l'empêcher par des mesures de politique monétaire. Mais nous n'avons laissé planer aucun doute sur notre volonté de contrecarrer des majorations excessives de prix. Le bilan intermédiaire qu'on peut tirer après les trois premiers mois est empreint d'optimisme. En mars, le taux annuel de renchérissement s'établissait à 1,6%. Nous nous attendions à un taux plus élevé. Les faits confirment toutefois une autre prévision: les augmentations de prix ont été notablement plus fortes dans les branches où la concurrence est faible que dans les autres. Cela montre combien j'ai raison de plaider pour un renforcement du jeu de la concurrence sur le marché intérieur. L'automne prochain, lors des négociations salariales pour 1996, nous serons confrontés à une nouvelle épreuve. Notre position en la matière reste claire: le passage à la TVA ne doit pas déclencher une spirale des prix et des salaires.

2.2 Les perspectives conjoncturelles

Pour l'année en cours, les perspectives conjoncturelles sont favorables. La plupart des instituts de prévisions s'attendent à une croissance de 2,2 à 2,5% du produit intérieur brut réel. La production comblera en partie le retard de quelque 3% qu'elle avait encore à fin 1994. Comparée à ce qui a été observé dans les cycles précédents, la reprise avance bon train. Nous devons cependant faire encore preuve d'un peu de patience et nous verrons alors que l'économie aura rattrapé le retard pris en termes de production et de croissance pendant la récession.

Les commandes provenant de l'étranger ont continué à progresser ces derniers mois. Les exportations resteront donc un important soutien de la conjoncture. Notre industrie d'exportation béné-

ficie de la vigueur des investissements en Europe. Mais, en Suisse également, les investissements en biens d'équipement augmenteront encore nettement. Dans de nombreuses branches, les capacités de production sont déjà si fortement mises à contribution qu'une extension doit être envisagée. L'incitation permanente à moderniser et à rationaliser l'appareil de production stimulera elle aussi les investissements. Par contre, la consommation privée n'augmentera que modérément. Le passage à la TVA réduira cette année le revenu disponible des ménages, d'où un frein à la consommation. Un ralentissement se dessine également du côté de la construction. Quant à la consommation publique, elle devrait continuer à stagner.

Tous les instituts de prévisions économiques s'attendent à une progression de l'emploi en 1995. Une telle évolution correspondrait au schéma observé dans le passé. Généralement, l'emploi n'a vraiment réagi à la reprise de la production qu'après un important décalage. Ces derniers mois, les offres d'emploi se sont fortement accrues, d'où l'espoir d'une progression plus favorable que ce qui est attendu par la plupart. Un tel scénario ne paraît pas improbable, après le recul massif que l'emploi a enregistré ces dernières années.

Les prévisions ont été toutefois faites avant la récente chute de la monnaie américaine sur les marchés des changes. La baisse dramatique du dollar a entraîné dans son sillage d'autres monnaies faibles européennes, telles que la livre sterling, la lire et la peseta. La faiblesse du dollar et d'autres monnaies européennes importantes confronte nombre d'entreprises à de sérieux problèmes. La grille actuelle des cours de change pourrait même, si elle devait persister encore un certain temps, engendrer un ralentissement de la croissance des exportations et, partant, freiner la reprise conjoncturelle. Mais je suis convaincu que le dollar se redressera. La soudaine chute de la monnaie américaine ne peut en effet s'expliquer par des changements dans les données économiques fondamentales.

2.3 La politique monétaire

Les récentes turbulences sur les marchés des changes ont une fois encore déclenché une vague

de demandes pour que nous assouplissions la politique monétaire. Je comprends fort bien que de telles demandes nous soient adressées. Je dois cependant rappeler les expériences que nous avons faites à maintes reprises. Nos possibilités d'influer sur l'évolution des cours de change sont restreintes. En outre, un assouplissement de la politique monétaire implique toujours le risque de mettre en danger, à moyen terme, la stabilité du niveau des prix. En relâchant les rênes monétaires, nous pourrions peut-être atténuer temporairement les problèmes de l'industrie d'exportation. Mais cette atténuation serait trompeuse, parce que le renchérissement, après un certain temps, repartirait à la hausse. Aussi notre politique ne doit-elle pas être menée en fonction d'abord des problèmes du moment. Il faut que nous ne perdions pas de vue le long terme. Nous axons notre stratégie en fonction principalement de l'évolution de la masse monétaire. Celle-ci nous donne d'importantes indications sur les effets à moyen terme de la politique monétaire.

A fin 1994, nous avons fixé un nouveau sentier de croissance à moyen terme pour la monnaie centrale désaisonnalisée. Actuellement, cet agrégat est encore au-dessous de son sentier de croissance. Mais, comme l'année précédente, il devrait s'en rapprocher. Nous envisageons d'augmenter la monnaie centrale, en 1995, à un rythme supérieur au taux de 1% que nous visons en moyenne pluriannuelle. Au premier trimestre de 1995, la progression de la monnaie centrale n'a pas correspondu entièrement à nos prévisions, d'où une petite marge pour une légère baisse des taux d'intérêt à court terme. Ceux-ci, tout comme les taux à long terme, ont diminué. Nous ne nous sommes pas opposés à cette évolution et avons réduit, voici trois semaines, le taux de l'escompte à 3%.

3. Les turbulences sur les marchés financiers internationaux

Avant la chute du dollar, la crise financière mexicaine et les lourdes pertes subies par plusieurs établissements dans des opérations sur produits dérivés avaient déjà semé l'inquiétude sur les marchés.

3.1 La crise mexicaine et l'aide financière internationale

La crise financière qui a éclaté au Mexique a provoqué des dommages considérables dans ce grand pays d'Amérique latine, mais aussi ébranlé, sur le plan mondial, la confiance dans les économies émergentes.

La détérioration massive de la balance courante, l'assouplissement très net de la politique monétaire à partir du milieu de 1994 et l'incertitude politique ont été à l'origine de la crise mexicaine. A la fin de 1994, le peso a subi de fortes pressions à la baisse. Les autorités mexicaines ont dû finalement se résoudre à laisser flotter leur monnaie. Auparavant, le Mexique avait tenté de renforcer la confiance chancelante des investisseurs, principalement des fonds de placement américains, en finançant le déficit de sa balance courante au moyen de papiers à court terme, liés au dollar. L'endettement à court terme, très élevé, a accentué la crise. A l'échéance des papiers, les investisseurs se sont montrés peu disposés à accorder de nouveaux crédits au Mexique.

Pour désamorcer la crise, le Fonds monétaire international (FMI), la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et les principaux pays industrialisés ont mis sur pied une aide financière. Le FMI a négocié un programme économique avec le Mexique et octroyé à ce pays un crédit de confirmation atteignant 17,8 milliards de dollars; une première tranche, soit 7,8 milliards de dollars, a été mise immédiatement à disposition. Les Etats-Unis ont fourni une contribution de 20 milliards de dollars. Le Canada a ouvert une ligne de crédit de 1,5 milliard de dollars canadiens. La BRI a apporté un soutien par une promesse de crédit d'un montant maximal de 10 milliards de dollars. Nous avons participé, par une garantie s'élevant à 120 millions de dollars, à une première tranche du crédit de la BRI.

Le crédit accordé par le FMI au Mexique soulève plusieurs interrogations. Le montant de cette aide crée un précédent inquiétant. Jamais le FMI n'avait mis une part aussi forte de ses ressources financières à la disposition d'un seul pays. Cet exemple, je le crains, risque de faire école. D'autres pays tenteront d'obtenir des crédits aussi gé-

néreux du FMI. En acceptant de verser immédiatement la première tranche, le FMI a de surcroît affaibli la conditionnalité, qui est sa garantie. Nous ne savons pas encore si le Mexique remplira effectivement les conditions auxquelles est lié le soutien financier. Enfin, la précipitation avec laquelle le FMI a octroyé son crédit est discutable. Au contraire des difficultés de paiement qui avaient surgi en 1982, la récente crise mexicaine n'a en effet nullement menacé la stabilité des marchés financiers internationaux.

Pour ces raisons, la Suisse s'est abstenue, comme d'autres pays européens, lors du vote du crédit du FMI au Mexique.

3.2 Les problèmes liés aux produits dérivés

Des pertes découlant d'opérations sur produits dérivés ont elles aussi fait la une de l'actualité. L'effondrement de la banque britannique Barings est un exemple particulièrement spectaculaire. Ces événements ont ravivé la discussion sur les risques liés aux marchés de produits dérivés. Peut-on encore avoir confiance dans ces marchés ou faut-il que les autorités prennent des mesures pour maîtriser de telles opérations?

Les événements relatés ces derniers temps par les médias ne sont pas inhérents en premier lieu aux produits dérivés. Ils sont dus à des lacunes dans les structures internes de direction et d'organisation. Les banques qui veulent éviter les problèmes liés aux produits dérivés doivent prendre des mesures préventives de trois ordres:

- Premièrement, les collaborateurs des banques opérant dans le domaine des produits dérivés ne devraient pas disposer d'une trop grande liberté. Ils pourraient sinon prendre des risques excessifs.
- Deuxièmement, le négoce et le post-marché doivent être strictement séparés. Une division claire de ces tâches est la condition indispensable à la découverte de transactions suspectes lors des procédures de contrôle.
- Troisièmement, la direction doit limiter à temps les pertes. Si une position évolue défavorable-

ment, elle doit savoir se retirer du jeu pour éviter un gonflement des pertes.

Les autorités ne devraient pas venir en aide à une banque qui, par ses propres opérations risquées, est acculée à l'insolvabilité. La Banque d'Angleterre s'en est tenue à ce principe dans le cas de la banque Barings. Elle a ainsi rendu un service inestimable au secteur financier. Les autorités de surveillance qui laissent sombrer une banque insolvable renforcent la discipline du marché. A moyen terme, elles apportent la plus efficace des contributions à la stabilité du système financier.

Nous n'avons pas besoin – et les récents événements le confirment – de réglementer davantage les opérations sur produits dérivés. Mais les banques – de la tête du groupe à la plus éloignée des succursales – doivent veiller à appliquer rigoureusement les réglementations légales et internes. La protection efficace contre les risques qui peuvent menacer le système financier commence à l'intérieur de chacun des établissements. Les récents événements soulignent en outre l'importance d'une dotation suffisante en fonds propres. Les fonds propres n'aident pas seulement à faire face à des pertes. Ils dissuadent aussi, à la manière d'une franchise, de prendre des risques trop élevés. Enfin, des fonds propres en quantité suffisante permettent d'éviter qu'une crise ne contamine d'autres établissements. La Suisse a déjà adapté ses exigences en matière de fonds propres pour tenir compte des propositions que le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a faites en vue de la couverture des risques de crédit. Ré-

cemment, le Comité de Bâle a soumis à discussion d'autres recommandations pour la couverture des risques de marché. Nous devrions saisir cette occasion et examiner si les dispositions suisses sur les fonds propres sont adéquates sous cet angle également. Les banques suisses sont considérées comme des établissements particulièrement bien dotés en fonds propres. Il serait bon qu'elles maintiennent leur position en la matière.

4. Conclusion

Dans les banques, des fonds propres suffisants ainsi que des mesures efficaces de prudence et de contrôle sont d'importantes conditions à remplir pour assurer la stabilité des marchés financiers. L'ensemble de l'économie profite de cette stabilité. Des marchés financiers stables et efficaces contribuent à maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau. Ils renforcent en outre la compétitivité de l'économie. En luttant résolument pour la stabilité du niveau des prix, nous apportons une contribution tout aussi importante à la prospérité de l'économie suisse. Divers milieux préconisent aujourd'hui un assouplissement de la politique monétaire, eu égard à l'évolution des cours de change. Un tel changement de cap apporterait peut-être un soulagement temporaire à quelques secteurs. Mais nous risquerions, à moyen terme, d'attiser de nouveau le renchérissement. Notre économie se trouverait alors confrontée à des problèmes qui pèseraient bien plus lourd que les difficultés découlant des turbulences actuelles sur les marchés des changes.

Geld- und währungspolitische Chronik

Chronique monétaire

Senkung des Diskontsatzes

Mit Wirkung ab 31. März 1995 senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 3%.

Beteiligung der Schweiz an der verlängerten Erweiterten Strukturanpassungsfazilität des Internationalen Währungsfonds (ESAF II)

Im Februar stimmte der Nationalrat als Zweitrat der schweizerischen Beteiligung an der verlängerten Erweiterten Strukturanpassungsfazilität des Internationalen Währungsfonds (ESAF II) zu. Der Ständerat hatte die Beteiligung der Schweiz am 6. Dezember 1994 gutgeheissen (vgl. Geld- und währungspolitische Chronik, Quartalsheft 4/1994).

Verlängerung des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen

Im März hiess der Ständerat als Zweitrat die Verlängerung des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen um weitere zehn Jahre, d.h. bis Mitte Juli 2005, zu. Der Nationalrat hatte der Verlängerung am 15. Dezember 1994 zugestimmt (vgl. Geld- und währungspolitische Chronik, Quartalsheft 4/1994).

Überbrückungskredit für Argentinien

Im April gewährte die Bank für Internationalen Zahlungsverkehr (BIZ) Argentinien einen Überbrückungskredit von insgesamt 1 Mrd. Dollar. Gestützt auf den Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen beteiligte sich die Schweizerische Nationalbank daran mit einer Substitutionszusage in Höhe von maximal 35 Mio. Dollar. Das Engagement der Nationalbank ist mit einer Garantie des Bundes versehen.

Réduction du taux de l'escompte

La Banque nationale a ramené son taux de l'escompte de 3,5% à 3% avec effet au 31 mars 1995.

Participation de la Suisse à la prorogation de la facilité d'ajustement structurel renforcée du Fonds monétaire international (FASR II)

Après le Conseil des Etats, le Conseil national a approuvé, en février, la participation de la Suisse à la prorogation de la facilité d'ajustement structurel renforcée du Fonds monétaire international (FASR II). Le 6 décembre 1994, le Conseil des Etats s'était déjà prononcé en faveur de cette participation (voir Chronique monétaire, bulletin trimestriel 4/1994).

Prorogation de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales

En mars, le Conseil des Etats a approuvé, après le Conseil national, la prorogation pour une durée de dix ans, soit jusqu'à la mi-juillet 2005, de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales. Cette prorogation avait déjà été acceptée par le Conseil national, le 15 décembre 1994 (voir Chronique monétaire, bulletin trimestriel 4/1994).

Crédit relais en faveur de l'Argentine

En avril, la Banque des Règlements Internationaux a accordé à l'Argentine un crédit relais d'un milliard de dollars au maximum. En vertu de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales, la Banque nationale y a participé par une promesse de substitution pouvant atteindre jusqu'à 35 millions de dollars. Pour sa participation, la Banque nationale a reçu une garantie de la Confédération.

