

SNB
BNS+

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 2
Juni/juin 1989**

7. Jahrgang/7e année

Inhalt/Table des matières

Übersicht	81
Sommaire	82
Sommario	83
Abstracts	84
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	85
Situation économique et monétaire	108
<hr/>	
François Schaller: Eröffnungsansprache an der General- versammlung vom 28. April 1989	133
François Schaller: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 28 avril 1989	136
<hr/>	
Markus Lusser: Generalversammlungsreferat vom 28. April 1989	139
Markus Lusser: Exposé à l'Assemblée générale du 28 avril 1989	147
<hr/>	
Felix Andrist: Entwicklung der Arbeitsproduktivitäten der Schweiz 1975–1988	155
<hr/>	
Robert Fluri und Erich Spörndli Rationalität und Inflationserwartungen: Tests basierend auf qualitativen Umfragedaten	164
<hr/>	
Einführung des flexiblen Lombardsatzes	175
Introduction d'un système de taux lombard flottant	179
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	183
Chronique monétaire	183

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 85–107)

Im ersten Quartal 1989 herrschte in den Industrieländern weiterhin Hochkonjunktur. Dies gilt vor allem für die kontinentaleuropäischen Länder sowie Japan. In den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien schwächte sich dagegen das Wirtschaftswachstum etwas ab. Der leicht steigende Teuerungstrend setzte sich im OECD-Raum fort. Die Geldpolitik der Zentralbanken der grossen Industrieländer blieb restriktiv, und die kurzfristigen Zinssätze stiegen in den OECD-Ländern tendenziell.

Auch in der Schweiz hielt die gute konjunkturelle Lage an. Die höhere Gesamtnachfrage führte dazu, dass einerseits die inländische Produktion ausgedehnt wurde und andererseits die Einfuhren stark zunahm. Die Nationalbank setzte ihren restriktiven geldpolitischen Kurs fort. Sie führte Ende Mai den flexiblen Lombardsatz ein, um ihn über dem Geldmarktsatz zu halten.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 133–154)

In seiner letzten Eröffnungsansprache als Präsident des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank betonte François Schaller die Verpflichtung der Nationalbank zur Geldwertstabilität. Er erläuterte, wie sich eine straffere Geldpolitik schrittweise im wirtschaftlichen Handeln niederschlägt und schliesslich zu einem Rückgang der Inflation führt. Wichtig ist dabei, dass die Nationalbank ihre Politik konsequent betreibt und keine Zweifel an ihren Prioritäten aufkommen lässt. Der Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, Markus Lusser, stellte in seinem Referat die Geldpolitik der Industrieländer in den achtziger Jahren dar. In der ersten Phase von 1980 bis 1983 versuchten die Notenbanken den Inflationsprozess zu beenden. Sie bemühten sich in den beiden folgenden Jahren, die Wirtschaft im richtigen Mass mit Geld zu versorgen, um langfristig ein inflationsfreies Wirtschaftswachstum zu gewährleisten. In den Jah-

ren 1986 bis 1989 rückte die Entwicklung des Wechselkurses in den Vordergrund; Dollarkäufe blähten in vielen Ländern die Geldaggregate auf und legten den Kelm für ein Wiederaufflackern der Inflation. Die Notenbanken erkannten indes die Gefahr und korrigierten den geldpolitischen Kurs.

Entwicklung der Arbeitsproduktivitäten in der Schweiz 1975–1988 (S. 155–163)

In der vorliegenden Arbeit werden durchschnittliche Arbeitsproduktivitäten für die Jahre 1975–1988 auf gesamtwirtschaftlicher Ebene bzw. für das Zeitintervall 1975–1985 auf Branchenebene berechnet. Die Berechnungen basieren auf den Resultaten des Produktionskontos 1985 sowie eigenen Schätzungen der Erwerbstätigen und der geleisteten Arbeitsstunden je Jahr.

Rationalität von Inflationserwartungen (S. 164–174)

In dieser Studie wird untersucht, ob die Tendenzangaben schweizerischer Konsumenten zur erwarteten Inflation der Hypothese rationaler Erwartungen gerecht werden. Zur Durchführung ökonomischer Tests werden die Umfragedaten mit einem speziellen statistischen Verfahren aufbereitet. Die so ermittelten quantitativen Preisermutungen sind zwar unverzerrte Prognosen des Konsumentenpreisindex; sie sind indes nicht im strengen Sinne rational, da sie verfügbare Informationen über die Geldmengenentwicklung nicht enthalten und zudem die Wirksamkeit von Preisüberwachungsmaßnahmen überschätzen.

Einführung des flexiblen Lombardsatzes (S. 175–178)

In diesem Artikel werden die Gründe, die Ende Mai 1989 zur Einführung des flexiblen Lombardsatzes durch die Nationalbank führten, erläutert.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 108–132)

Au premier trimestre de 1989, la haute conjoncture s'est maintenue dans les pays industrialisés, en particulier en Europe continentale et au Japon. La croissance économique a toutefois faibli quelque peu aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. La légère tendance à la hausse du renchérissement a continué dans la zone de l'OCDE. La politique monétaire des grands pays industrialisés est restée restrictive, et les taux d'intérêt à court terme ont augmenté.

La bonne conjoncture s'est maintenue en Suisse également. La demande globale accrue a entraîné une progression de la production intérieure, mais aussi une forte expansion des importations. La Banque nationale a poursuivi sa politique monétaire restrictive. A la fin du mois de mai, elle a adopté un système de taux lombard flottant.

Assemblée générale des actionnaires de la BNS (p. 133–154)

Dans sa dernière allocution d'ouverture, M. François Schaller, président du Conseil de banque de la Banque nationale suisse, a souligné le rôle de la Banque nationale dans le maintien de la stabilité de la valeur interne de la monnaie. Il a décrit les mécanismes par lesquels une politique monétaire plus restrictive agit et conduit finalement à un recul de l'inflation. Pour que la lutte contre l'inflation soit couronnée de succès, il est cependant important que la Banque nationale mène sa politique avec détermination et que ses priorités ne soient pas mises en doute. Quant à M. Markus Lusser, président de la Direction générale, il a commenté, dans son exposé, la politique monétaire que les pays industrialisés ont conduite dans les années quatre-vingt. Entre 1980 et 1983, les banques centrales se sont employées à mettre un terme à la spirale inflationniste dont l'origine remonte aux années septante. Dans une seconde phase, elles ont cherché à maintenir l'approvisionnement de l'économie en monnaie à un niveau approprié et à jeter ainsi les

bases d'une croissance économique de longue durée et sans inflation. Durant les années 1986 à 1989, les instituts d'émission ont prêté davantage attention aux cours de change. Des achats de dollars ont engendré un gonflement des agrégats monétaires dans nombre de pays et, par conséquent, le danger d'un retour de l'inflation. Ils ont cependant pris conscience de ce danger et adapté leur politique monétaire en conséquence.

Evolution de la productivité du travail en Suisse, de 1975 à 1988 (p. 155–163)

L'article présente des données sur la productivité moyenne du travail au plan national, pour la période 1975 à 1988, et par branches, pour les années 1975 à 1985. Les calculs reposent sur les résultats du compte de production pour l'année 1985 ainsi que sur de propres estimations concernant la population active occupée et les heures de travail fournies par année.

Rationalité des anticipations inflationnistes (p. 164–174)

L'article vise à établir si les opinions des consommateurs suisses sur la tendance que suivra l'inflation sont conformes à l'hypothèse des anticipations rationnelles. Pour appliquer des tests économétriques, les résultats des enquêtes sont transformés à l'aide d'une technique statistique spéciale. Les anticipations quantitatives ainsi obtenues représentent des prévisions sans biais de l'évolution de l'indice des prix à la consommation. Elles ne sont cependant pas rationnelles au sens strict du terme, étant donné qu'elles ne tiennent pas compte des informations disponibles sur l'évolution de la masse monétaire et qu'elles surestiment l'efficacité des mesures dans le domaine de la surveillance des prix.

Introduction d'un système de taux lombard flottant (p. 179–182)

Cet article décrit les raisons pour lesquelles la Banque nationale suisse a introduit, à fin mai 1989, un système de taux lombard flottant.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 85-132)

Il primo trimestre 1989 è rimasto un periodo di alta congiuntura per i paesi industrializzati, specialmente per i paesi europei e per il Giappone. Negli Stati Uniti e in Gran Bretagna la crescita economica si è leggermente affievolita. Nella zona dell'OCSE il rincaro ha continuato a crescere moderatamente. Le politiche monetarie delle banche centrali dei principali paesi industrializzati sono rimaste restrittive, così che i tassi di interesse a breve termine hanno avuto tendenza ad aumentare.

Anche in Svizzera la situazione congiunturale è rimasta buona. Le conseguenze della più forte domanda globale sono state da una parte l'aumento della produzione nazionale e dall'altra il forte incremento delle importazioni. La politica monetaria è rimasta restrittiva. A fine maggio la Banca nazionale ha introdotto il tasso lombardo flessibile per garantire che questo tasso sia sempre superiore al tasso di interesse sul mercato monetario.

Assemblea generale degli azionisti (p. 133-154)

Nel suo ultimo discorso di apertura in qualità di Presidente del Consiglio di banca della Banca nazionale svizzera, François Schaller ha sottolineato l'impegno della banca per un valore stabile della moneta. Ha spiegato come una politica monetaria più restrittiva freni gradualmente l'evoluzione congiunturale e porti così a una diminuzione dell'inflazione. È importante che la Banca nazionale conduca la sua politica in modo coerente e fissi con chiarezza le proprie priorità. Il presidente della Direzione generale della Banca nazionale, Markus Lusser, ha esposto, nel suo discorso, la politica monetaria dei paesi industrializzati negli anni ottanta. Nella prima fase, dal 1980 al 1983, le banche centrali hanno cercato di mettere fine al processo inflazionistico. Nei due anni seguenti si sono poi impegnate ad alimentare l'economia con la quantità di moneta

che garantisca nel lungo periodo una crescita economica non inflazionistica. Tra il 1986 e il 1989, considerazioni riguardanti i tassi di cambio furono messe in primo piano. In molti paesi gli acquisti di dollari gonfiarono gli aggregati monetari creando le basi per un ravvivamento dell'inflazione. Le banche centrali riconobbero comunque il potenziale pericolo e corressero l'orientamento delle politiche monetarie.

Evoluzione della produttività del lavoro in Svizzera dal 1975 al 1988 (p. 155-163)

In questo articolo sono calcolate le produttività del lavoro medie a livello globale per il periodo dal 1975 al 1988 e a livello settoriale per il periodo dal 1975 al 1985. I calcoli si basano sui risultati dei conti di produzione del 1985 e su nostre stime riguardanti la popolazione attiva occupata e le ore di lavoro erogate annualmente.

Razionalità delle aspettative inflazionistiche (p. 164-174)

Questo studio analizza se le risposte date dai consumatori svizzeri riguardanti il trend inflazionistico atteso sono compatibili con l'ipotesi delle aspettative razionali. Con un procedimento statistico particolare, i dati dei sondaggi sono elaborati per l'applicazione di tests econometrici. I dati sulle aspettative di prezzo così derivati rappresentano delle previsioni corrette dell'indice dei prezzi al consumo; non sono comunque razionali nel senso stretto, in quanto non inglobano l'informazione disponibile sull'evoluzione degli aggregati monetari e per di più sovrastimano l'efficacia delle misure di sorveglianza dei prezzi.

Introduzione del tasso d'anticipazione flessibile (p. 175-182)

Questo articolo illustra le ragioni che hanno indotto la Banca nazionale svizzera a introdurre il regime del tasso lombardo flessibile alla fine di maggio 1989.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 85–132)

In the first quarter of 1989 the industrialised countries enjoyed an uninterrupted economic boom. This is particularly true of Continental European countries and Japan. In the United States and the United Kingdom, by contrast, economic growth slackened somewhat. The slight uptrend in inflation in the OECD countries remained unbroken. The central banks of the major industrialised countries adhered to their restrictive monetary policies. Short-term interest rates tended to rise in the OECD countries.

Further favourable development also characterised the economic situation in Switzerland. On the one hand, higher overall demand caused an expansion of domestic production and, on the other, a marked increase in imports. The Swiss National Bank continued to implement a restrictive monetary policy. At the end of May it moved to a floating Lombard rate to prevent it from rising above the money market rate.

General Meeting of Shareholders (pp. 133–154)

In his last opening speech as President of the Bank Council of the Swiss National Bank François Schaller emphasised the Bank's commitment to monetary stability. He went on to explain how a tighter monetary policy gradually impacts on economic activity, eventually causing inflation to recede. Yet it is important that the Swiss National Bank should pursue a consistent policy and allow no doubts to be cast on its priorities. The Chairman of the Governing Board of the Swiss National Bank, Markus Lusser, depicted the monetary policies of the industrialised countries in the eighties in his paper. In the initial phase, between 1980 and 1983, the central banks attempted to arrest the inflationary process. In the following two years they made a considerable effort to supply the economy with the proper amount of liquidity for ensuring infla-

tion-free economic growth in the long term. Between 1986 and 1989 their main concern was the development of the exchange rate; in numerous countries dollar purchases were blowing up money supply aggregates and planting the seed for the resurgence of inflation. The central banks, however, recognised the danger and adjusted the monetary course.

The productivity of labour in Switzerland between 1975 and 1988 (pp. 155–163)

This article presents computations of the average productivity of labour on a macroeconomic level for the years 1975–1988, and also for the period 1975–1985 in the various sectors. The computations are based on the results of the 1985 production account and on our own estimates of employed persons and the number of hours worked per year.

Rationality of inflationary expectations (pp. 164–174)

This study examines whether the inflationary trends expected by Swiss consumers are in keeping with the hypothesis of rational expectations. The data produced by the inquiry are processed for application in econometric tests by means of a special statistical procedure. The quantitative price expectations thus established are undistorted forecasts of the consumer price index; they are, however, not strictly rational since they do not contain available information on the development of the money supply and also overestimate the efficacy of price control measures.

Introduction of a floating Lombard rate (pp. 175–182)

This contribution explains the reasons behind the Swiss National Bank's decision to introduce a floating Lombard rate at the end of May 1989.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 29. Juni 1989*

A. Die Wirtschafts- und Währungslage im Ausland

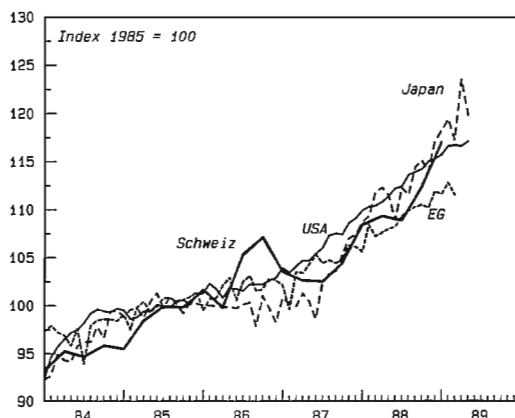
1. Überblick

Konjunkturentwicklung

In den Industrieländern blieb die Konjunkturlage im ersten Quartal 1989 weiterhin günstig, obschon vereinzelt Zeichen einer Wachstumsverlangsamung sichtbar waren. Am deutlichsten waren diese in den Vereinigten Staaten zu erkennen. Die Industrieproduktion stagnierte seit Anfang Jahr, und die Baukonjunktur kühlte sich merklich ab. Zwar wuchs das reale amerikanische Bruttosozialprodukt bedeutend stärker als im letzten Vierteljahr 1988. Ein erheblicher Teil dieses Zuwachses ist jedoch darauf zurückzuführen, dass das Produktionsniveau Ende 1988 noch immer durch den dürrebedingten Ernteausfall gemindert war. Während die Auftriebskräfte auch in Grossbritannien nachliessen, blieb die Konjunktur in den kontinentaleuropäischen Ländern und in Japan robust. Infolge des milden Winters war vor allem die Bautätigkeit aussergewöhnlich lebhaft. Insgesamt schätzen die Unternehmer die Wirtschaftsaussichten nach wie vor optimistisch ein. Da die meisten Industrieländer seit Mitte 1988 ihre Geldpolitik strafften, um die Inflationsgefahr zu bannen, dürfte sich jedoch das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern gemäss Schätzungen der OECD von durchschnittlich 3,5% im ersten Halbjahr 1989 auf 2,75% in der zweiten Jahreshälfte abschwächen.

Bei hoher Auslastung der Kapazitäten stieg die Beschäftigung in den meisten Industrieländern im ersten Quartal weiter an. In den Vereinigten

Grafik 1: Industrielle Produktion



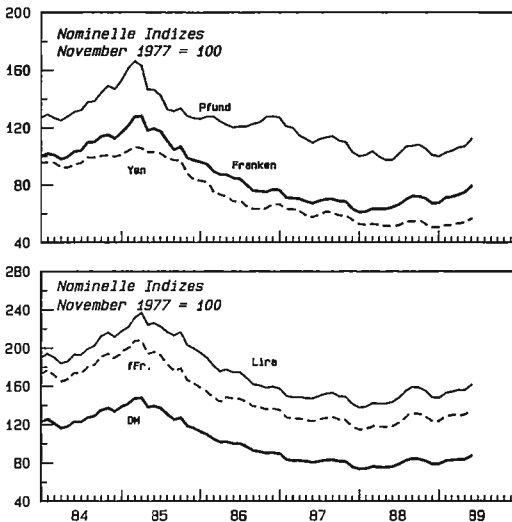
Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

Staaten und in Grossbritannien sank die Arbeitslosenquote auf den tiefsten Stand seit Anfang der siebziger bzw. achtziger Jahre. Die Arbeitsmarktlage verbesserte sich aber auch im EG-Raum. In der Bundesrepublik Deutschland setzte sich der seit Mitte 1988 beobachtbare Rückgang der Arbeitslosenquote fort, und auch in Frankreich nahm die Zahl der Arbeitslosen leicht ab.

Die durchschnittliche Inflationsrate der OECD-Länder stieg von 4,4% im Dezember auf 4,9% im März; dies ist die höchste Rate seit November 1984. Der starke Anstieg der Teuerung ist teilweise auf Sonderfaktoren zurückzuführen. So wurden namentlich in der Bundesrepublik Deutschland Anfang Jahr die indirekten Steuern angehoben. Zudem schlug sich nun die starke Verteuerung der Nahrungsmittelpreise als Folge der letztjährigen Dürre in den Vereinigten Staaten in den Konsumentenpreisen nieder, und ausserhalb der Vereinigten Staaten verstärkten die Höherbewertung des Dollars und der Anstieg des Ölpreises den Teuerungsdruck.

* Der Bericht wurde Mitte Mai abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Februar, März und April 1989 bekannt wurden.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Wirtschaftspolitik

Angesichts der steigenden Inflationsraten setzten die meisten grossen Industrieländer ihre restriktive Geldpolitik im ersten Quartal 1989 fort, so dass die kurzfristigen Zinssätze im OECD-Raum tendenziell stiegen. Das Federal Reserve Board erhöhte Anfang März den Diskontsatz und bekräftigte damit seine Absicht, die Inflation einzudämmen. Dies gilt auch für die Deutsche Bundesbank sowie verschiedene andere Zentralbanken, die im April ihre Leitzinssätze erneut erhöhten. Eine Ausnahme bildete die Banque de France, die angesichts des moderaten Geldmengenwachstums und der Stärke des Francs im Europäischen Währungssystem (EWS) ihren Interventionssatz am Geldmarkt unverändert liess. Die Bank von Japan setzte ihre leicht restriktive Geldpolitik im ersten Quartal fort.

Im Jahre 1988 machte die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen in den meisten Industrieländern weiter Fortschritte, wobei das kräftige Wirtschaftswachstum die Sanierung begünstigte. Das gesamte Defizit der Staatshaushalte der OECD-Länder sank in Prozenten des Bruttosozialprodukts auf den tiefsten Stand seit Anfang der achtziger Jahre (1,7%). Die Finanzpolitik der

meisten Länder bleibt in der Grundtendenz auch 1989 restriktiv, und die Staatsdefizite dürften sich gemäss Schätzungen der OECD nochmals zurückbilden (1,4%).

Die britische Regierung legte im März das Budget für das Finanzjahr 1989 vor. Es sieht einen Einnahmenüberschuss in Höhe von 14 Mrd. Pfund vor, der im wesentlichen zur Tilgung der Staatsschuld verwendet werden soll. In Italien zeichnete sich für das Finanzjahr 1989 eine Überschreitung des budgetierten Staatsdefizits ab. Der italienische Senat schlug deshalb ein Sparprogramm vor, um das Defizit auf den budgetierten Wert zu senken.

Devisenmarkt

Die Höherbewertung des amerikanischen Dollars, die im Dezember 1988 begonnen hatte, setzte sich in den Monaten Februar bis Mai 1989 fort. Während der Kurs des amerikanischen Dollars gegenüber dem Schweizer Franken um 8,6% und gegenüber dem britischen Pfund um 9,4% stieg, erhöhte er sich gegenüber dem japanischen Yen um 7%; im Durchschnitt wurde für den Dollar 131 Yen (Vorjahresperiode: 127 Yen) bezahlt. Gegenüber den Währungen des EWS blieb der Dollar von Februar bis Ende April stabil, gewann aber im Laufe des Monats Mai zunehmend an Wert. Im Durchschnitt der Monate Februar bis Mai notierte er mit 1.88 D-Mark (Vorjahresperiode: 1.68 D-Mark). Die grösseren Zentralbanken intervenierten im Laufe der Monate Februar bis April zeitweise an den Devisenmärkten. Da sich die Wechselkurse der EWS-Währungen gegenüber dem Dollar gleichförmig bewegten, entstanden im EWS keine nennenswerten Spannungen.

Im Durchschnitt des ersten Quartals 1989 lag der handelsgewichtete Dollarkurs sowohl nominal (0,5%) als auch real (1,9%) über dem entsprechenden Vorjahreswert. Der handelsgewichtete, reale Aussenwert des japanischen Yen lag dagegen unter dem Vorjahreswert (-3,3%). Der nominale und reale handelsgewichtete Kurs der D-Mark wertete sich um 2,6% bzw. 4,5% ab, während der nominale und reale exportgewichtete Aussenwert des Schweizer Frankens gegen-

über dem ersten Quartal 1988 um 6,8% bzw. 8,1% sank.

Internationale Verschuldungsprobleme

Mitte März trat der amerikanische Schatzamtssekretär Brady mit einem neuen Vorschlag zur Lösung des internationalen Schuldenproblems an die Öffentlichkeit. Gegenüber früheren Lösungsvorschlägen legt Bradys Vorstoss grösseres Gewicht auf den Abbau der Verschuldung und des Schuldendienstes der Entwicklungsländer. Auch der neue Vorschlag betont indessen die Notwendigkeit wirtschaftspolitischer Anpassungsmassnahmen in den Schuldnerländern, mit denen die Investitionstätigkeit angekurbt und die Rückkehr von Fluchtgeldern gefördert werden soll. Im Einzelnen schlug Brady vor, dass die Geschäftsbanken vorübergehend auf bestimmte generelle Vertragsklauseln verzichten, um ein individuelles Aushandeln der Schulden- und Schuldendienstreduktion zu ermöglichen. Die Regierungen der Gläubigerländer sind aufgefordert, gesetzliche, buchhalterische und steuerliche Bestimmungen, die einen Abbau der Schulden erschweren, aufzuheben. Der Internationale Währungsfonds und die Weltbank sollen die Bemühungen um einen Schuldenabbau unterstützen, indem sie beispielsweise den Rückkauf von Schulden finanzieren und bei Schuldkonversionen Garantieleistungen übernehmen.

Der Beratungsausschuss des IWF (Interimskomitee) begrüsst an seiner Frühlingstagung die Vorschläge von Brady und empfahl sie der genaueren Überprüfung. Das Interimskomitee betonte erneut, dass es nicht darum gehen dürfe, die privaten Gläubiger auf Kosten offizieller Gläubiger zu entlasten.

2. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Das reale Bruttosozialprodukt stieg im ersten Quartal 1989 gegenüber dem Vorquartal auf das Jahr hochgerechnet um 4,3% (4. Quartal 1988:

2,4%). Die konjunkturelle Grundtendenz wird durch diesen Wert allerdings überzeichnet, weil das Bruttosozialprodukt im Vorquartal noch durch die dürrebedingten Ernteausfälle beeinträchtigt gewesen war. Bereinigt um die Dürreschäden betrug das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 1,8%.

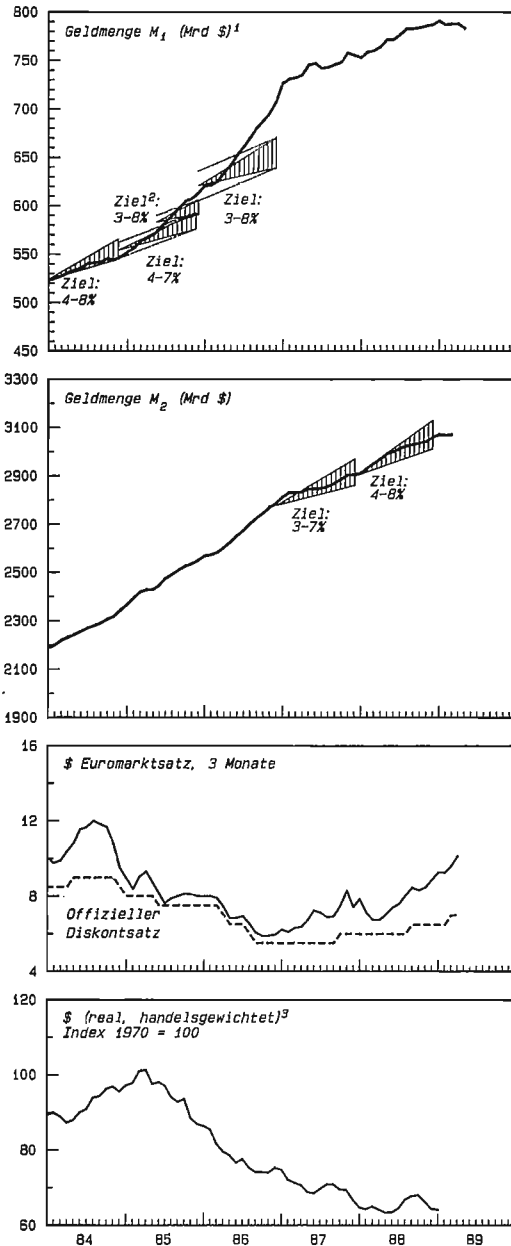
Das Wachstum wurde vor allem von den Exporten und den Investitionen getragen, die ähnlich stark wie im Vorquartal zunahmen. Die Exporte stiegen mit einer Jahresrate von 15,3%, während sich die Importe nur um 0,9% erhöhten. Die Investitionen wuchsen um 7,6%. Schwächezeichen verriet dagegen der private Konsum, der lediglich um 1,1% stieg. Dabei fiel vor allem der Rückgang der Käufe dauerhafter Güter um 4,3% ins Gewicht. Auch der Wohnungsbau nahm ab, und zwar um 5,4%.

Die Tatsache, dass die Autoverkäufe und die Baubewilligungen, die auf die Zinsentwicklung stark reagieren, abnahmen, weist darauf hin, dass die 1988 eingeschlagene restriktivere Geldpolitik des Federal Reserve Board Wirkungen zu zeigen beginnt. Nachdem der Abbau der Handelsbilanzdefizite in der zweiten Hälfte 1988 zum Stillstand gekommen war, setzte er sich dank stark steigender Exporte und stagnierender Importe im ersten Quartal 1989 wieder fort. Die monatlichen Defizite betragen im Durchschnitt 9,4 Mrd. Dollar, gegenüber 11,0 Mrd. Dollar im vierten Quartal 1988.

Die Zahl der Beschäftigten, normalerweise eine nachlaufende Variable im Konjunkturverlauf, erhöhte sich im ersten Quartal um durchschnittlich 290 000 Personen pro Monat. Da gleichzeitig die Erwerbsquote sank, ging die Arbeitslosenquote stark zurück, nämlich von 5,4% im Januar auf 5,0% im März, den niedrigsten Wert seit 1973. Im April stieg die Arbeitslosenquote allerdings wieder auf 5,3%.

Die Teuerung beschleunigte sich im ersten Quartal sowohl auf Produzenten- wie auf Konsumentenstufe. Die Konsumentenpreise stiegen, auf ein Jahr hochgerechnet, um durchschnittlich 6%. Sie lagen damit um 4,8% höher als vor Jahresfrist (4. Quartal 1988: 4,3%); im April erhöhte sich die Jahresteuersatzrate auf 5,0%.

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

² Vom 2. Quartal bis 4. Quartal 1985

³ Quelle: OECD

Die Produzentenpreise nahmen im ersten Quartal auf das Jahr hochgerechnet sogar um 9,6% zu; gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode betrug die Teuerung 5,6%.

Die Regierung und der Kongress einigten sich Mitte Mai über die Grundzüge des Budgets für das bevorstehende Finanzjahr. Formal werden die Vorgaben des Gramm-Rudman-Hollings-Gesetzes eingehalten, allerdings auf der Basis von Annahmen über Wirtschaftswachstum und Zinsen, die von den meisten Beobachtern als unvereinbar bezeichnet werden. Mit vorgesehenen 95 Mrd. Dollar würde das Defizit des Bundeshaushalts noch 2,0% des Bruttosozialprodukts betragen. In den Einzelheiten müssen die erforderlichen Ausgabenkürzungen und Einnahmenerhöhungen allerdings noch ausgehandelt werden.

Angesichts des Teuerungsanstiegs setzte das Federal Reserve Board seine restriktive Geldpolitik fort. Eine zurückhaltende Offenmarktpolitik und die Erhöhung des Diskontsatzes Anfang März brachten die Federal Funds Rate im Durchschnitt des Monats April auf 9,83%, gegenüber 8,65% im Dezember 1988. Die langfristigen Zinsen bildeten sich dagegen im April nach einem Zwischenhoch im März wieder zurück und lagen mit 9,16% wieder ungefähr gleich hoch wie im Dezember. Die Geldmengen M_2 und M_3 stiegen im ersten Quartal auf das Jahr hochgerechnet um 1,9% bzw. 3,8%. Damit liegen die beiden Geldaggregate unterhalb bzw. am unteren Rand des entsprechenden Zielkorridors (3% bis 7% für M_2 und 3,5% bis 7,5% für M_3).

Japan

In Japan liess das Wirtschaftswachstum, das im Jahresmittel 1988 dank einer kräftigen Inlandnachfrage stärker ausgefallen war als in allen übrigen Industrieländern, gegen Ende des Jahres etwas nach. Das reale Bruttosozialprodukt nahm im vierten Quartal 1988 gegenüber der Vorperiode um 0,7% zu (3. Quartal 1988: 2,3%). Damit lag es um 4,7% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Verlangsamung war im wesentlichen dem privaten Konsum zuzuschreiben. Nachdem sich dieser während Monaten äusserst lebhaft entwickelt hatte, pendelte er sich im vier-

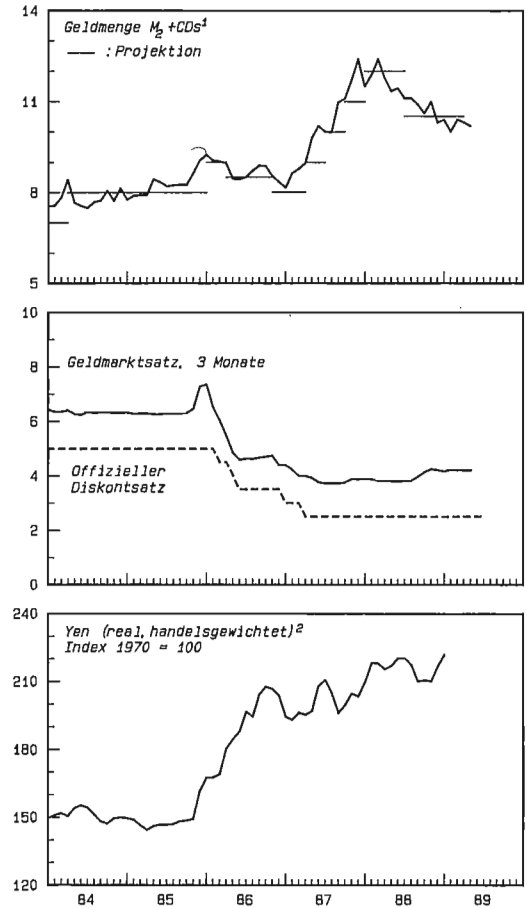
ten Quartal auf dem Niveau der Vorperiode ein, übertraf indes den entsprechenden Vorjahresstand um 4,3%. Die privaten Ausrüstungsinvestitionen stiegen dagegen innerhalb eines Jahres um beinahe 17%, und auch die realen Exporte nahmen stark zu (+10%). Infolge der kräftigen Binnennachfrage wuchsen indessen die realen Importe noch stärker (+18,8%), so dass der Aussenhandelsaldo real zurückging.

Im ersten Quartal blieb die Binnennachfrage lebhaft, während sich das Wachstum der Exporte etwas abschwächte. Die Industrieproduktion lag wie im Vorquartal um 8% über dem entsprechenden Vorjahreswert, und auch der Bestellungseingang in der Maschinenindustrie blieb lebhaft. Im Baugewerbe zogen die Wohnbauinvestitionen gemessen an den neubegonnenen Bauten wieder an, während sich die gewerblichen Bauinvestitionen weiter kräftig erhöhten.

Das Wachstum der nominellen Gütereinfuhren verlangsamte sich im ersten Quartal (gemäss Zollstatistik) wertmässig auf 19,4% gegenüber dem Vorjahr (Jahresmittel 1988: 25%), und die Ausfuhren nahmen mit 12,7% (Jahresmittel 1988: 15,6%) ebenfalls etwas schwächer zu. Insgesamt vergrösserte sich der Handelsbilanzüberschuss saisonbereinigt auf 26,5 Mrd. Dollar (4. Quartal 1988: 25,5 Mrd. Dollar). Da sich der Fehlbetrag bei den Dienstleistungen und den Übertragungen leicht erhöhte, war der saisonbereinigte Überschuss der Ertragsbilanz mit schätzungsweise 20,9 Mrd. Dollar praktisch unverändert. Die Arbeitsmarktlage verbesserte sich weiter. Die Arbeitslosenquote betrug im ersten Quartal 2,3% und erreichte damit einen seit sechs Jahren nicht mehr beobachteten Tiefstwert.

Die Teuerung blieb im ersten Quartal bescheiden. Der Konsumentenpreisindex nahm im Vergleich zum Vorjahresquartal um etwa 1% zu, während die Grosshandelspreise, die während Monaten gefallen waren, leicht zu steigen begannen. Ab April ist jedoch aufgrund der neu eingeführten Mehrwertsteuer ein Ansteigen der Teuerung auf 2,5% zu erwarten. Gestützt auf Prognosen, wonach es wieder zu hohen Steigerungen der Arbeitsproduktivität kommen soll, führten die im Frühling in den grossen Industrie-

Grafik 4: Japan



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

² Quelle: OECD

unternehmen durchgeführten Lohnverhandlungen zu Lohnerhöhungen, die für das Fiskaljahr 1989 durchschnittlich 5% betragen werden (1988: 4,4%).

Die Bank von Japan setzte auch im ersten Quartal ihre vorsichtige Straffung der Geldpolitik fort. Die Geldmenge $M_2 + CD$ stieg gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 10,3% (4. Quartal 1988: 10,6%). Für das zweite Quartal wurde die Projektion wiederum zwischen 10% und 11% belassen. Im März lag der Dreimonats-

satz (Gensaki) bei 4,20% gegenüber 4,16% im Dezember. Am 30. Mai hob die Bank von Japan den Diskontsatz um ¼ Prozentpunkte auf 3,25% an; sie reagierte damit auf die anhaltende Tieferbewertung des Yen gegenüber dem Dollar.

Bundesrepublik Deutschland

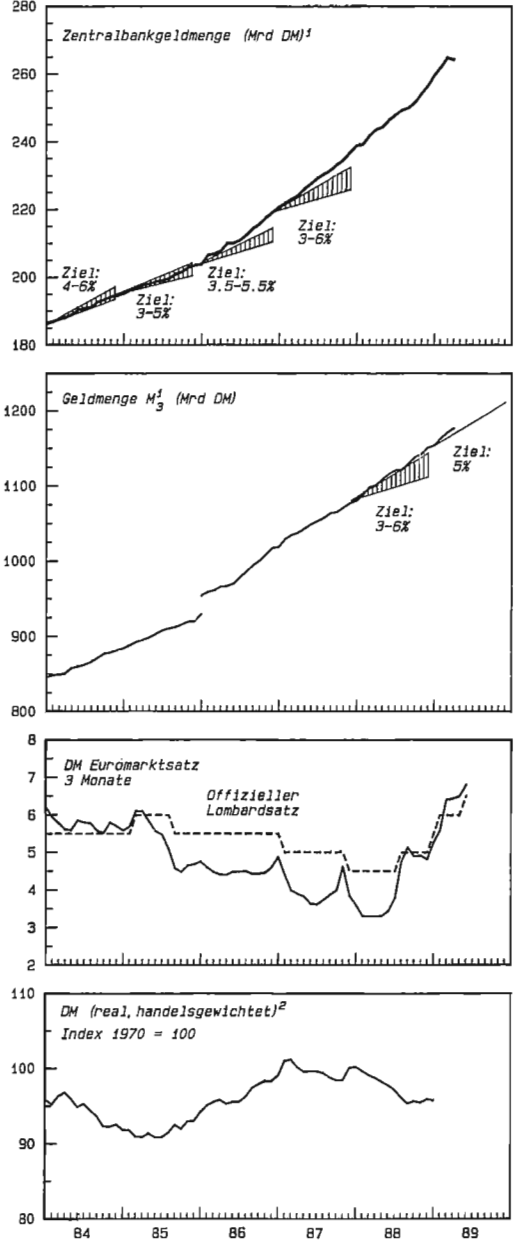
In der Bundesrepublik Deutschland hielt das günstige Konjunkturklima im vierten Quartal 1988 an. Das reale Bruttosozialprodukt lag um 2,7% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Besonders kräftig, nämlich um 8,8% bzw. 5,3%, wuchsen die realen Ausrüstungsinvestitionen und Exporte, während der private Konsum bloss um 1,1% zunahm. Die realen Bauinvestitionen stagnierten auf dem entsprechenden Vorjahresstand, nachdem sie im ersten Halbjahr 1988 um real fast 7% zugenommen hatten.

Im ersten Quartal 1989 wuchs die Industrieproduktion (inkl. Bauhauptgewerbe, Bergbau und Energie) ungefähr gleich stark wie im Vorquartal und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 5,2% (2. Halbjahr 1988: +3,9%). Begünstigt durch die milde Witterung nahm die Bauproduktion besonders stark zu. Gemäss der Umfrage des Ifo-Institutes blieb die Kapazitätsauslastung in der verarbeitenden Industrie im März hoch (87,9%). Aufgrund des hohen Auftrageingangs in den Monaten Februar und März ist weiterhin mit einem starken Produktionswachstum zu rechnen.

Der kräftige Zuwachs der nominellen Exporte führte im ersten Quartal 1989 zu einem weiteren Anstieg des Handelsbilanzüberschusses. Mit 37,6 Mrd. D-Mark lag er um 5,6 Mrd. über dem durchschnittlichen Wert des Jahres 1988. Da zudem auch die Dienstleistungsbilanz einen positiven Saldo aufwies, stieg der Überschuss der Leistungsbilanz im ersten Quartal auf 29,9 Mrd. D-Mark (Jahresdurchschnitt 1988: 21,3 Mrd.).

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich im ersten Quartal 1989 weiter. Die Arbeitslosenquote sank von 8,3% im Dezember 1988 auf 7,9% im April, und die Zahl der Kurzarbeiter lag im ersten Quartal 1989 um fast die Hälfte tiefer als vor Jahresfrist. Gleichzeitig übertraf die Zahl

Grafik 5: Bundesrepublik Deutschland



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

² Quelle: OECD

der offenen Stellen den Vorjahresstand um 22%. Entfielen Anfang 1988 auf eine offene Stelle noch 14 Arbeitslose, so waren es im März 1989 noch 9 beschäftigungslose Personen.

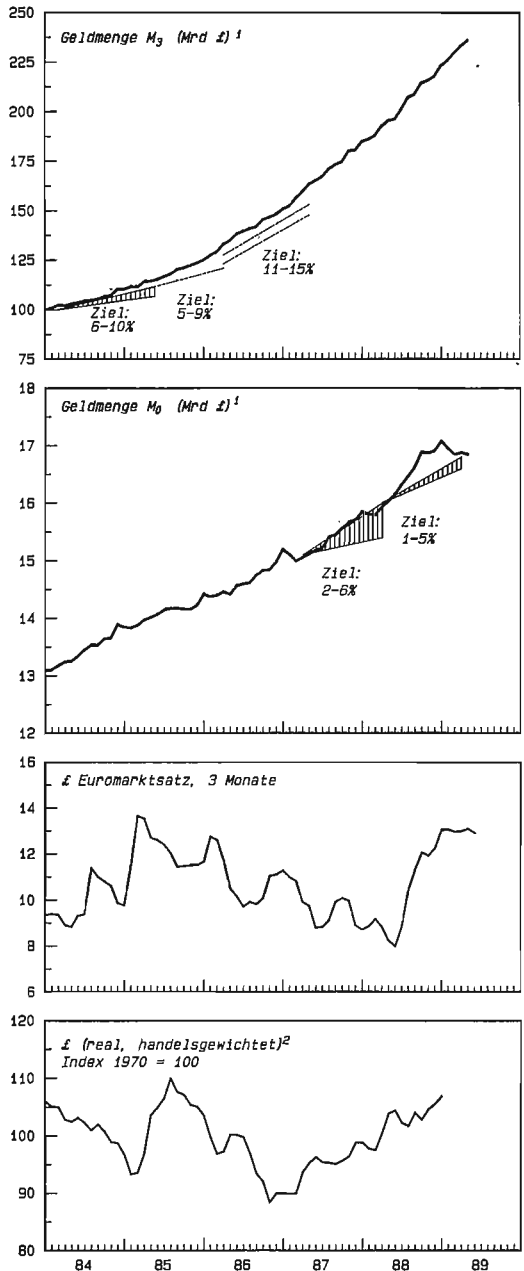
Die Teuerung beschleunigte sich von 1,6% im Dezember 1988 auf 3,0% im April. Während zu Beginn des Jahres höhere Verbrauchssteuern einen Teuerungsschub bewirkten, war der kräftige Anstieg des Konsumentenpreisindex im April vor allem auf die teilweise auch wechselkursbedingte Verteuerung des Erdöls zurückzuführen.

Angesichts der Inflationsgefahr setzte die Deutsche Bundesbank ihre restriktive Geldpolitik im ersten Quartal fort. Dies um so mehr, als die Geldmenge M_3 – die monetäre Zielgröße der Bundesbank – kräftig wuchs. Im Durchschnitt des ersten Vierteljahres stieg sie gegenüber der Basisperiode (4. Quartal 1988) mit einer Jahresrate von 7,0% und lag damit deutlich über dem für 1989 vorgesehenen Ziel von 5%. Im April schwächte sich das Wachstum von M_3 auf 6,0% ab. Infolge der knapperen Geldversorgung stieg der dreimonatige D-Mark-Satz von durchschnittlich 5,3% im Dezember auf 6,4% im April. Da die langfristigen Zinssätze weniger stark stiegen, glichen sich die Kapital- und Geldmarktsätze weiter an. Im April erhöhte die Bundesbank den offiziellen Diskont- und Lombardsatz um einen halben Punkt auf 4,5% bzw. 6,5%. Während mit den Satzerhöhungen vom Januar vor allem die Abschwächung der D-Mark gegenüber dem Dollar gebremst werden sollte, stand im April die Dämpfung des raschen Geldmengenwachstums mehr im Vordergrund.

Grossbritannien

In Grossbritannien lag das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal 1988 um 3% über dem Vorjahresniveau, nachdem es im dritten Quartal bloss um 2,3% (nach unten revidierte Schätzung) zugenommen hatte. Das Wirtschaftswachstum schwächte sich damit gegenüber dem ersten Halbjahr deutlich ab. Dazu trugen alle Nachfragekomponenten, vor allem aber der private Konsum und die Exporte, bei.

Grafik 6: Grossbritannien



¹ Saisonbereinigt; Ziele 1982–1985: Februar bis März des folgenden Jahres; ab 1986: April bis März des folgenden Jahres

(Quelle: Bank of England)

² Quelle: OECD

Im ersten Quartal 1989 verlor die Konsumnachfrage weiter an Dynamik. Die realen Detailhandelsumsätze nahmen gegenüber dem Vorquartal leicht ab, die Einfuhr von Konsumgütern stagnierte, und die Nachfrage nach Konsumkrediten ging zurück. Auch die Industrieproduktion, die 1988 um 7% zugenommen hatte, wuchs deutlich langsamer. Gemäss der Umfrage des britischen Unternehmerverbandes werden die Geschäftsaussichten insgesamt weniger optimistisch beurteilt.

Im Gegensatz zur Einfuhr von Konsumgütern nahmen die Importe von Investitionsgütern im ersten Quartal weiter stark zu. Dies deutet auf eine anhaltend hohe Investitionstätigkeit hin. Insgesamt lagen die realen Importe um 18% über dem entsprechenden Vorjahresstand, während die realen Exporte im Vorjahresvergleich nur um 4,5% stiegen. Das britische Leistungsbilanzdefizit betrug im ersten Quartal 4,5 Mrd. Pfund und übertraf damit den Vorjahreswert um 1,5 Mrd. Die britische Regierung rechnete für 1989 mit einem gleich hohen Leistungsbilanzdefizit wie 1988 (14,5 Mrd. Pfund).

Die Zahl der Arbeitslosen erreichte im April mit 1,86 Mio. den tiefsten Stand seit acht Jahren; die Arbeitslosenquote sank von 7,2% im Dezember 1988 auf 6,5% im April. Die Inflationsrate stieg von durchschnittlich 6,5% im vierten Quartal 1988 auf 7,7% im ersten Quartal 1989; im April erhöhte sie sich weiter auf 8,0%.

Im März legte der britische Schatzkanzler das Budget des Fiskaljahres 1989 vor. Der budgetierte Überschuss der Staatsrechnung beträgt 14,3 Mrd. Pfund bzw. rund 3% des Bruttoinlandproduktes. Rund 7 Mrd. Pfund trägt der Verkauf von Staatsunternehmen ein. Bereits 1988 wurde ein Einnahmenüberschuss von 14 Mrd. Pfund erzielt. Trotz der guten Finanzlage verzichtete die britische Regierung auf umfassende Steuerensenkungen, da dies der angestrebten Dämpfung der Binnennachfrage entgegengewirkt hätte. Es wurden im wesentlichen lediglich die Freibeträge bei der Einkommenssteuer angehoben und die Beiträge an die staatliche Altersvorsorge gesenkt.

Anlässlich der Veröffentlichung des Budgets

1989 stellte der britische Schatzkanzler angesichts der starken Teuerung weiterhin hohe Zinssätze in Aussicht. Die Regierung rechnet damit, die Inflationsrate bis Ende 1989 auf 5,5% zurückzudämmen.

Nachdem der Basiszinssatz – der Zinssatz, den die Banken erstklassigen Schuldnern verrechnen – seit Ende November 1988 bei 13% gelegen hatte, bewirkte die Bank of England Ende Mai einen weiteren Anstieg auf 14%. Mit diesem Schritt wirkte sie der Abschwächung des Pfundes gegenüber dem Dollar und damit der steigenden Teuerungstendenz aus dem Ausland entgegen.

Im Finanzjahr 1989 wurde das Geldmengenziel für die monetäre Basis M_0 wie im Vorjahr auf 1 bis 5% festgelegt. Für die weiteren Geldaggregate wurden wiederum keine offiziellen Ziele publiziert; deren Entwicklung wird aber ebenfalls aufmerksam verfolgt. Im Finanzjahr 1988, das im März 1989 zu Ende ging, wuchs die Geldmenge M_0 um durchschnittlich 7,2% und überschritt damit das anvisierte Ziel von 1 bis 5% deutlich. Gegen Ende der Zielperiode – im ersten Quartal 1989 – schwächte sich indessen das Wachstum von M_0 ab; im Durchschnitt betrug es noch 7,0%, gegenüber einem Zuwachs von 8% im vierten Quartal 1988. Da M_0 fast ausschliesslich den Notenumlauf umfasst und damit von der Nachfrageseite dominiert wird, gelten die geringeren Zuwachsraten als Indiz einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. Die weitergefassten Geldaggregate nahmen dagegen wieder etwas stärker zu. Die Geldmenge M_3 lag im ersten Vierteljahr um 21,8% über dem entsprechenden Vorjahresniveau (4. Quartal 1988: 20%), während M_4 um 18,4% stieg (4. Quartal 1988: 17,5%). Die raschere Expansion von M_3 und M_4 ist vor allem auf die kräftige Kreditnachfrage der Unternehmen zurückzuführen.

Frankreich

Die französische Wirtschaft wies im Jahre 1988 das höchste Wachstum seit 1976 auf. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg um 3,7%, und die Zahl der Beschäftigten nahm um rund 1% zu. Im letzten Vierteljahr verloren sowohl die Binnen-

wie auch die Exportnachfrage etwas an Schwung, so dass das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts im Vorjahresvergleich auf 2,8% zurückging.

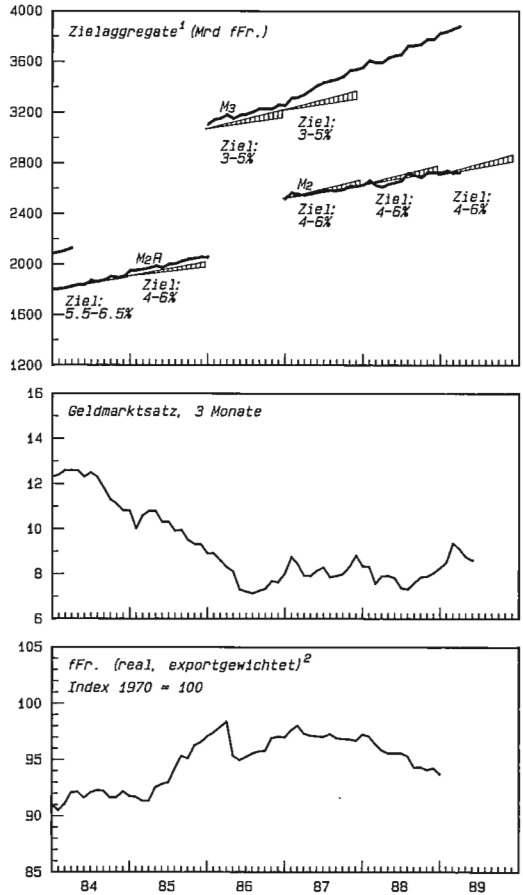
Das insgesamt immer noch gute Konjunkturklima hielt im ersten Quartal 1989 an. Die Industrieproduktion wuchs ungefähr im gleichen Rhythmus wie im Vorquartal; sie übertraf im Durchschnitt der Monate Januar und Februar das entsprechende Vorjahresniveau um 5,1%. Gemäss Zollstatistik nahmen die nominellen Güterimporte und -exporte mit 20% bzw. 19% kräftig zu. Das Handelsbilanzdefizit betrug im ersten Quartal 3,8 Mrd. FF; es war damit deutlich kleiner als im ersten Vierteljahr 1988 (5,4 Mrd.). Für 1989 rechnet die französische Regierung mit einem Fehlbetrag in Höhe von 35 Mrd. FF (1988: 32,9 Mrd. FF).

Die Zahl der Arbeitslosen ging leicht zurück, und die Arbeitslosenquote sank im März auf 10%. Die Teuerung stieg von durchschnittlich 3,0% im vierten Quartal auf 3,4% im ersten Quartal 1989. Im April betrug sie 3,6%.

Die französische Staatsrechnung schloss im Jahre 1988 mit einem Defizit von 114,8 Mrd. FF bzw. 2,0% des Bruttoinlandprodukts. Dies entsprach dem für 1988 budgetierten Wert. Während die Staatsausgaben nominell um 2,7% ausgedehnt wurden und damit real stagnierten, stiegen die Einnahmen um 3,6%. Das Budget für 1989 sieht eine weitere Reduktion des Staatsdefizits auf 100 Mrd. FF bzw. 1,7% des Bruttoinlandprodukts vor.

Die Geldmenge M_2 – die monetäre Zielgrösse der Banque de France – lag im ersten Quartal um durchschnittlich 3,8% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Das Geldmengenziel von 4 bis 6% wurde damit leicht unterschritten. Angesichts dieses mässigen Geldmengenwachstums und der Stärke des französischen Franc innerhalb des Europäischen Währungssystems verzichtete die Banque de France im April auf eine Erhöhung der Leitzinsen; im Januar hatten die französischen Währungsbehörden ihren Interventionssatz am Geldmarkt (taux d'appels d'offre) im Einklang mit den anderen europäischen Zentralbanken um einen halben Pro-

Grafik 7: Frankreich

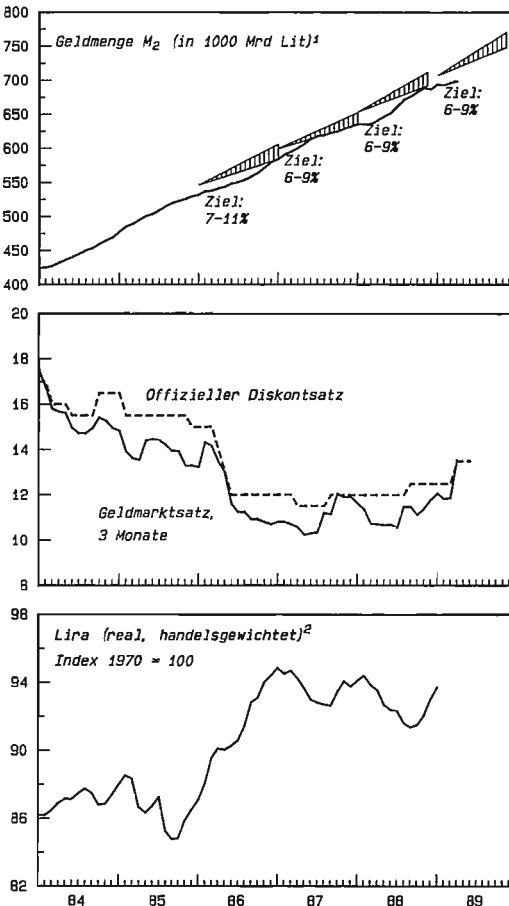


¹ Saisonbereinigt; Ziele 1985: Durchschnitt der Monate November, Dezember und Januar gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; ab 1986: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banque de France)
² Quelle: OECD

zentpunkt auf 8,25% angehoben. Die Geldmarktsätze gingen im März und April wieder leicht zurück, nachdem sie sich seit Herbst 1988 nach oben bewegt hatten. Ende April lag der Dreimonatssatz bei 8,7%.

Italien

Die italienische Wirtschaft wuchs im vierten Quartal 1988 stark. Das reale Bruttoinlandpro-

Grafik 8: Italien

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

² Quelle: OECD

dukt stieg um 1,0% gegenüber dem Vorquartal und lag damit um 3,7% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Zum kräftigen Wirtschaftswachstum trugen vor allem der private Konsum und die Investitionen bei. Mit einem Jahreszuwachs von real 3,6% bildeten auch die Ausfuhren eine wichtige Konjunkturstütze.

Nach dem starken Wachstum im vierten Quartal ging die Industrieproduktion im ersten Vierteljahr 1989 zurück. Sie übertraf den Vorjahreswert noch um 2,9%, gegenüber 6,7% im Vorquartal.

Die nominellen Exporte lagen um 15,2% über dem Vorjahresstand, während sich die Importe im gleichen Zeitraum um 14,4% erhöhten. Insgesamt war das Handelsbilanzdefizit im ersten Quartal mit 5320 Mrd. Lire annähernd gleich hoch wie im Vorjahresquartal. Die Arbeitslosenquote betrug im Januar wie im entsprechenden Vorjahresmonat 12,0%.

Der Konsumentenpreisindex lag im ersten Quartal um 6,1% über dem Vorjahresstand (Vorquartal: 5,2%); dies ist das schlechteste Ergebnis seit dem zweiten Quartal 1986 (6,3%). Der Grosshandelspreisindex stieg ebenfalls stark (6,7%). Im April betrug die Teuerungsrate auf Konsumentenstufe 6,7%.

Das Budgetdefizit des italienischen Staatshaushaltes wird im Fiskaljahr 1989 voraussichtlich eine Rekordhöhe von 134500 Mrd. Lire bzw. über 12% des Bruttoinlandproduktes erreichen. Zur Reduktion des Defizits wurde ein Sparprogramm von rund 12000 Mrd. Lire vorgeschlagen, das vom Senat, jedoch noch nicht von der zweiten Kammer verabschiedet worden ist. Allerdings ist kaum zu erwarten, dass die neuen Sparmassnahmen ausreichen werden, um das Haushaltsdefizit 1989 auf den budgetierten Wert von 117350 Mrd. Lire zu senken.

Die Geldmenge M_2 lag im ersten Quartal um 9,0% über dem Vorjahreswert und bewegte sich damit im oberen Bereich des Zielkorridors von 6% bis 9%. Die Kreditzuwachsrate betrug im Durchschnitt der Monate Januar und Februar im Vorjahresvergleich 20% und verharrte damit weit über dem von der Zentralbank vorgegebenen Zielkorridor von 6% bis 10%. Um die Binnenachfrage einzudämmen und die steigenden Inflationserwartungen zu dämpfen, erhöhten die italienischen Währungsbehörden Anfang März den Diskontsatz von 12,5% auf 13,5%. Der Satz für sechsmonatige Schatzwechsel, der im vierten Quartal 1988 noch durchschnittlich 11,4% betragen hatte, stieg im ersten Quartal erwartungsgemäss und erreichte 13,0%. Das Schatzamt verfügte auch die Einführung von Mindestreserven auf im Ausland beschafften Geldern. Mit dieser Massnahme wollen die Währungsbehörden die unerwünschte massive Zunahme der Bankkredite in Fremdwährungen bremsen.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturwicklung

1.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1985	1986	1987	1988a)	1988					1989a)
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	3,4	2,8	3,4	3,9	5,0	4,8	4,3	3,8	2,7	2,8
Japan	4,9	2,4	4,3	5,7	5,7	7,0	5,7	5,7	4,7	–
BRD	1,9	2,3	1,8	3,4	2,4	4,4	3,4	3,4	2,7	–
Grossbritannien b)	3,7	3,0	4,4	3,8	4,2	5,6	4,2	2,3	3,0	–
Frankreich b)	1,7	2,1	2,4	3,6	2,7	3,5	3,2	3,4	2,8	–
Italien b)	2,9	2,9	3,0	3,9	2,8	3,4	3,3	3,9	3,7	–
Schweiz b)	4,1	2,8	2,3	3,0	2,6	2,4	3,5	2,9	2,8	3,2

a) provisorisch b) BIP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1985	1986	1987	1988	1988		1989			
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Febr.	März	April
USA	3,5	1,9	3,7	4,1	4,3	4,8	4,7	4,8	4,9	5,0
Japan	2,0	0,6	0,1	0,7	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1	–
BRD	2,2	–0,2	0,2	1,2	1,5	2,6	2,6	2,6	2,7	3,0
Grossbritannien	6,1	3,4	4,2	4,9	6,5	7,7	7,5	7,8	7,9	8,0
Frankreich	5,8	2,7	3,1	2,7	3,0	3,4	3,3	3,4	3,4	3,6
Italien	8,6	6,1	4,6	5,0	5,2	6,1	5,7	6,3	6,4	6,7
Schweiz	3,4	0,8	1,4	1,9	1,9	2,3	2,2	2,3	2,3	2,6

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1985	1986	1987	1988	1988		1989			
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Febr.	März	April
USA	7,1	6,9	6,2	5,5	5,3	5,2	5,4	5,1	5,0	5,3
Japan	2,6	2,8	2,8	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	–
BRD e)	9,3	9,0	8,9	8,7	8,5	7,9	8,0	7,9	7,8	7,9
Grossbritannien b), d)	11,1	11,4	10,2	8,2	7,5	6,8	7,0	6,8	6,7	6,5
Frankreich b)	10,2	10,5	10,6	10,2	10,1	10,0	10,1	10,0	10,0	10,0
Italien b)	10,6	11,0	12,0	12,0	11,9c)	12,0c)	12,0	–	–	–
Schweiz	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6

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

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

	1985	1986	1987	1988a)	1988					1989
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	–117,7	–140,6	–154,0	–135,3	–33,5	–36,9	–33,7	–32,6	–31,9	–
Japan	49,2	85,8	87,0	79,5	20,5	23,1	16,8	17,8	21,5	20,9
BRD	16,4	39,2	44,8	48,3	10,3	9,0	15,7	11,9	11,4	16,2
Grossbritannien	4,3	–0,2	–3,0	–26,1	–3,6	–5,4	–5,0	–5,8	–9,8	–7,8
Frankreich	–0,2	2,9	–4,1	–4,2	–2,6	1,0	0,0	–1,1	–3,8	0,8
Italien	–4,1	2,2	–1,0	–4,2	–1,7	–1,8	0,3	–2,6	–0,1	–
Schweiz b)	5,0	6,9	7,3	6,3	1,9	3,3	1,0	0,7	1,4	2,3

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Die Hochkonjunktur in der Schweiz hielt im ersten Quartal 1989 unverändert an. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber dem Vorjahresquartal um 3,2% zu (4. Quartal 1988: 2,7%). Somit setzte sich das Wachstum im Rhythmus der Vorquartale fort. Sämtliche Nachfragekomponenten trugen zum Wachstum bei; überdurchschnittlich stark stiegen die Exporte. Die Importe, vor allem jene von Rohstoffen und Halbfabrikaten, nahmen wegen der dynamischen Industriekonjunktur und der anhaltend kräftigen Inlandnachfrage ebenfalls beträchtlich zu. Neben zusätzlichen Einfuhren löste das Wachstum der Gesamtnachfrage auch eine weitere Expansion der inländischen Produktion aus; die Kapazitätsauslastung erreichte einen neuen Höchststand. Die Lager, die von den Unternehmen eher als zu tief bewertet wurden, konnten wegen des raschen Umsatzanstiegs nicht im gewünschten Ausmass aufgestockt werden.

Anzeichen für ein baldiges Nachlassen der sektoral breit abgestützten konjunkturellen Auftriebskräfte sind noch kaum sichtbar. Die Prognose für das Jahr 1989, welche die Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF-ETH) im Frühjahr veröffentlichte, sieht denn auch ein Wachstum des Bruttoinlandproduktes vor, das nur unwesentlich unter dem Ergebnis des Jahres 1988 liegt.

Der fortgesetzte Produktionsanstieg widerspiegelt sich am Arbeitsmarkt in einem immer ausgeprägteren Mangel an Arbeitskräften. Die Arbeitslosenquote verharrte im ersten Quartal 1989 zwar bei 0,6%, die Beschäftigung und die Zahl der gemeldeten offenen Stellen nahmen aber erneut zu.

Trotz der angespannten Arbeitsmarktlage und der hohen Kapazitätsauslastung hat sich die Teuerung der Inlandgüter auf der Konsumstufe bisher nur leicht beschleunigt. Die Preise importierter Güter und Dienstleistungen erhöhten sich in den letzten Monaten stark. Gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise nahm die

Teuerung im ersten Quartal 1989 auf 2,3% zu (4. Quartal 1988: 1,8%). Im April und Mai betrug der Preisanstieg 2,6 bzw. 3,0%.

Die Nationalbank begegnete dem steigenden Inflationsdruck, indem sie die geldpolitischen Zügel im vierten Quartal 1988 straffte. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge sank in den Monaten Februar bis April 1989 verglichen mit dem Durchschnitt des letzten Quartals 1988 auf Jahresbasis hochgerechnet um 1,4%. Die Giroguthaben bildeten sich während dieser drei Monate erneut zurück. Das Geldmengenziel von 2% für 1989 dürfte vermutlich unterschritten werden.

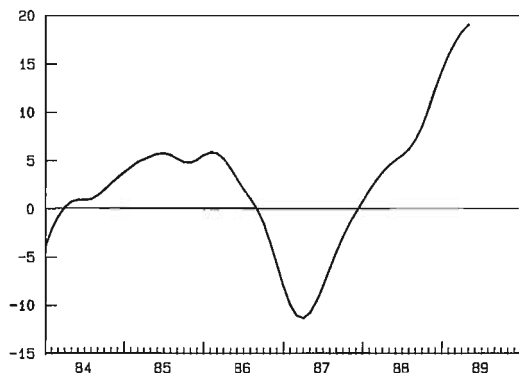
Die Verknappung des Geldangebots führte zu einem starken Anstieg der Geldmarktsätze. Die langfristigen Zinssätze stiegen ebenfalls an, allerdings deutlich weniger als die kurzfristigen Sätze. Die inverse Zinsstruktur, die bereits seit November 1988 besteht, löste erneut Portefeuilleumschichtungen aus: Sicht- und Spareinlagen, die nicht oder nur niedrig verzinst werden, wurden in Festgelder umgewandelt. Die Banken hoben deshalb im Mai die Zinssätze für Neu- wie Althypotheiken nochmals an. Die Nationalbank verteuerte angesichts der Zinsentwicklung am Geldmarkt im Januar und im April den Diskont- und Lombardkredit. Um den Lombardsatz über den Geldmarktsätzen zu halten und damit Lombardkredite ausserordentlichen Bedürfnissen einzelner Banken vorzubehalten, führte die Nationalbank am 26. Mai den flexiblen Lombardsatz ein.

Der Schweizer Franken wertete sich zwischen Februar und Mai erneut ab, am stärksten gegenüber dem amerikanischen Dollar. Wie der nominelle sank auch der reale Aussenwert des Schweizer Frankens. Sein Rückgang betrug im ersten Quartal 1989 verglichen mit dem entsprechenden Vorjahresquartal 8,1%.

2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

Das reale Bruttoinlandprodukt lag im ersten Quartal 1989 um 3,2% über dem Vorjahres-

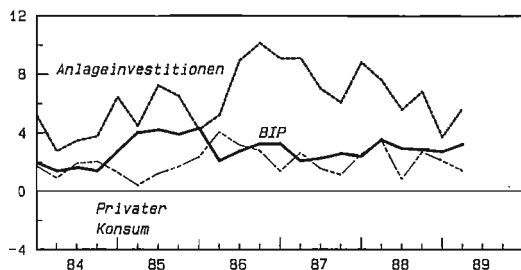
Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹

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

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

niveau (4. Quartal 1988: 2,7%). Damit hielt sich die Expansion der Wirtschaft im Rahmen des seit Mitte 1987 beobachtbaren Wachstumspfad. Die sektoral recht ausgeglichene Produktionszunahme wurde sowohl von der Binnen- als auch von der Auslandnachfrage getragen.

Die privaten Konsumausgaben setzten ihre Aufwärtsbewegung fort. Die Investitionstätigkeit blieb reger; die Ausrüstungsinvestitionen stiegen gegenüber dem Vorjahresquartal im selben Mass wie im Vorquartal (4,0%), während die

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹

¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

Bauinvestitionen nach einer leichten Verlangsamung Ende 1988 nun wieder stark expandierten. Die kräftige Exportentwicklung hielt an. Neben dem hohen Wachstum der Güterausfuhren (5,3%) trugen erstmals seit Ende 1987 auch die Dienstleistungsexporte (Fremdenverkehr) dazu bei (4,3%).

Die für den Industriebereich verfügbaren Konjunkturindikatoren bestätigen das ausserordentlich günstige Konjunkturbild. Die industrielle Produktion lag im ersten Quartal um 2% über dem entsprechenden Vorjahresquartal, nachdem sie im vierten Quartal überaus stark gewachsen war (8%). Die Kapazitätsauslastung in der Industrie, welche von der KOF-ETH vierteljährlich erhoben wird, stieg im ersten Quartal 1989 nochmals an. Sie lag mit durchschnittlich 89,3% auf einem seit den frühen siebziger Jahren nicht mehr erreichten Höchststand. Einen besonders hohen Auslastungsgrad meldete die Exportindustrie: er betrug nach einer erneuten leichten Zunahme 92,1% (4. Quartal 1988: 91,6%).

Die gute Lage in der Industrie wird durch die qualitativen Ergebnisse der monatlich durchgeführten Unternehmerbefragung der KOF-ETH bestätigt. Der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» ist im ersten Quartal 1989 sowohl bei den export- als auch bei den binnenorientierten Unternehmen nochmals gestiegen. Positiv sehen die Unternehmen auch die unmittelbare Zukunft; sowohl die Umfrageergebnisse über die Beurteilung des Auftragsbestandes als auch die Einschätzungen des erwarteten Bestellungseingangs haben sich in den letzten Monaten erneut etwas verbessert.

Privater Konsum

Die privaten Konsumausgaben erhöhten sich im ersten Quartal 1989 im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode real um 1,4%. Die Zunahme lag somit etwas unter dem seit 1985 beobachteten Trendwachstum von gut 2%, hauptsächlich weil die Zahl der Verkaufstage geringer war als im ersten Quartal 1988.

Getragen wurde der Verbrauchsanstieg erneut von den Ausgaben für Dienstleistungen. Der Wa-

renkonsum erhöhte sich gesamthaft nur moderat, was gemäss Statistik der realen Detailhandelsumsätze auf unterschiedliche Tendenzen bei den Ausgaben für den laufenden Bedarf und den Anschaffungen dauerhafter Waren zurückzuführen ist: stagnierender Nachfrage im Nahrungsmittel- und Bekleidungsbereich standen weiterhin beträchtliche Zunahmen in den anderen Sparten gegenüber. Besonders hoch fiel der Absatz von Personenwagen aus.

Die bisher hohe Kaufbereitschaft der Konsumenten lässt gemäss den verfügbaren Umfrageergebnissen etwas nach. Die von der KOF-ETH erhobenen Umsatzerwartungen der Detailhandelsunternehmen waren im Monat April weniger optimistisch als zuvor; im Nahrungs- und Genussmittelbereich wird die künftige Entwicklung besonders zurückhaltend beurteilt. Die vom Bundesamt für Konjunkturfragen im April 1989 durchgeführte Konsumentenumfrage bestätigt die Erwartungen der Verkäufer. Die Wirtschaftslage und die persönliche Finanzlage werden von den Verbrauchern nicht mehr ganz so positiv beurteilt wie zu Jahresbeginn. Auch die Neigung der Konsumenten, grössere Anschaffungen zu tätigen, ist dementsprechend leicht gesunken.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen fielen im ersten Quartal dieses Jahres real 5,7% höher aus als in der

entsprechenden Vorjahresperiode. Dabei nahmen die Ausrüstungsinvestitionen etwa im gleichen Ausmass zu (4,0%) wie im Vorquartal (4,5%). Die Bauinvestitionen, die Ende des vergangenen Jahres leicht verlangsamt gewachsen waren (4. Quartal 1988: 3,2%), expandierten beträchtlich (7,3%). Die Investitionstätigkeit blieb somit äusserst rege: ein Ende des von guter Absatz- und Ertragslage sowie von Rationalisierungsüberlegungen getragenen Booms der Unternehmensinvestitionen ist nach den Ergebnissen der im Frühjahr durchgeführten Umfrage der KOF-ETH im laufenden Jahr nicht zu erwarten.

In der Bauwirtschaft bestanden angesichts der grossen Nachfrage auch im ersten Quartal 1989 personalbedingte Kapazitätsengpässe. Arbeitsvorrat und Auftragseingang lagen gemäss der im Februar vom Schweizerischen Baumeisterverband durchgeführten Umfrage im Bauhauptgewerbe beträchtlich über den jeweiligen Werten des Vorjahres (nominell je +16%; real je gut +10%). Besonders dynamisch entwickelte sich nach wie vor die Nachfrage im Bereich der gewerblich-industriellen Bauten, mit zunehmendem Schwergewicht auf Bauten für Dienstleistungsunternehmen. Eine lebhafte Investitionsneigung wird ausserdem aus der Sparte «öffentlicher Hochbau» gemeldet. Auswirkungen der jüngsten Zinserhöhungen auf die Baunachfrage wurden bisher nicht registriert. Ein allmählich eintretender Dämpfungseffekt wird aber u.a. vom Baumeisterverband erwartet.

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1985	1986	1987	1988	1987					1988
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Import von Investitionsgütern, real ¹	8,7	14,5	10,0	-	19,0	-	-	-	-	-
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten	- 15,0	3,2	- 13,2	7,5	- 31,6	28,3	5,7	- 13,8	18,4	- 30,4
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten	- 2,3	- 1,5	- 16,3	2,1	- 15,7	- 11,4	13,6	- 15,2	18,0	- 1,9
Geplante industrielle Bauten ²										
Raumvolumen	34,4	21,8	- 0,1	- 15,9	- 3,5	- 14,3	- 32,0	- 0,6	- 15,7	17,7
Anzahl Projekte	12,6	5,2	0,1	- 5,0	- 0,6	7,5	- 24,0	- 1,0	1,1	- 15,7

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

² Neu- und Erweiterungsbauten

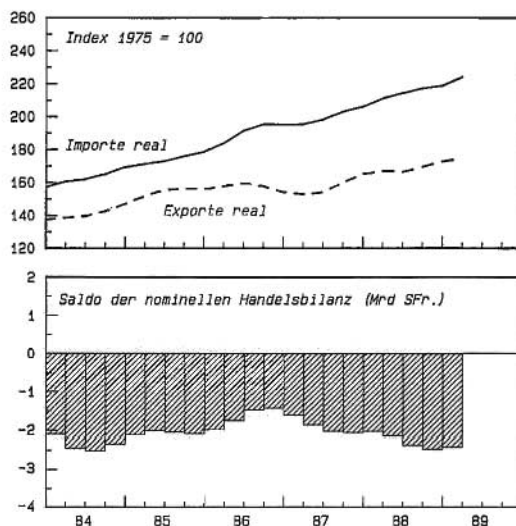
Die aus der KOF-ETH-Investitionsumfrage hervorgehende, weiterhin hohe Neigung zu Ausrüstungsinvestitionen wird für die ersten Monate 1989 durch die verfügbaren Indikatoren bestätigt. Die Einfuhren von Investitionsgütern nahmen im ersten Quartal 1989 wiederum beachtlich zu (wertmässig +13,7% gegenüber der gleichen Vorjahresperiode), und die Maschinenindustrie meldete einen hohen Bestellungseingang aus dem Inland.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die schweizerischen Güterausfuhren (ohne Edelmetalle) stiegen im ersten Quartal 1989 gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal wertmässig um 10,3% (real um 5,3%; 4. Quartal: 8,2% bzw. 4,9%). Somit beschleunigte sich das Exportwachstum noch, nachdem es bereits im vergangenen Jahr beachtliche Zuwachsraten aufgewiesen hatte. Noch kräftiger als die Ausfuhren nahmen die Importe zu. Sie lagen wertmässig um 15,9% (real um 7,8%) über dem Vorjahresquartal (4. Quartal 1988: 10,9% bzw. 5,7%).

Nach Wirtschaftsräumen gegliedert, erhöhten sich die wertmässigen Exporte (inkl. Edelmetalle) in den EG-Raum um 11,0% und in die EFTA-

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

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

Länder um 7,8%. Die Ausfuhren nach Frankreich stiegen ausserordentlich stark, während sie nach Deutschland, dem wichtigsten Handelspartner der Schweiz, unterdurchschnittlich wuchsen. Ausserhalb des europäischen Raumes nahm der

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1984	1985	1986	1987a)	1987a)			1988a)b)			1989a)b)	
					4. Q	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	1. Q		
Reale Ausfuhr	6,4	9,1	0,6	1,5	9,6	9,4	7,0	6,4	4,9	5,3		
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	9,8	7,9	0,0	1,6	8,5							
Investitionsgüter	3,1	10,7	3,9	1,6	8,1							
Konsumgüter	6,4	8,8	-2,7	1,7	13,2							
Ausfuhrpreise	4,5	1,9	0,8	-1,1	-2,9	1,3	1,6	4,7	2,9	5,7		
Reale Einfuhr	7,3	5,2	8,2	6,4	12,7	9,3	8,7	9,0	5,7	7,8		
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	10,1	7,6	3,7	3,2	8,2							
Investitionsgüter	3,6	8,7	14,5	10,0	19,0							
Konsumgüter	9,6	2,5	9,0	8,1	11,9							
Einfuhrpreise	4,0	4,7	-9,4	-4,2	-1,8	-1,7	1,6	3,1	3,6	6,7		

a) provisorische Werte

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

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

	1986	1987	1988	1987	1988	1989			
				4. Q.)	1. Q.)	2. Q.)	3. Q.)	4. Q.)	1. Q.)
		a)	*)						
Warenexporte	69,2	69,5	76,3	19,3	18,3	18,8	18,3	20,9	20,4
Spezialhandel (Index I)	67,0	67,5	74,1	18,8	17,7	18,3	17,8	20,3	19,8
Übrige Warenexporte ²	2,2	2,0	2,3	0,5	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6
Dienstleistungsexporte	19,9	20,7	20,8	4,0	5,5	4,9	6,3	4,2	5,7
Faktoreinkommen aus dem Ausland ³	27,0	27,7	28,8	7,0	7,1	7,0	7,2	7,4	8,1
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	2,8	2,8	2,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Total Einnahmen	118,9	120,8	128,7	31,1	31,6	31,5	32,5	33,2	34,9
Warenimporte	76,6	78,1	85,5	20,9	20,1	21,6	21,0	22,9	23,2
Spezialhandel (Index I)	73,5	75,2	82,4	20,2	19,3	20,8	20,2	22,1	22,3
Übrige Warenimporte ²	3,1	2,9	3,1	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,9
Dienstleistungsimporte	9,8	10,3	10,9	2,0	1,6	2,8	4,4	2,1	1,6
Faktoreinkommen an das Ausland ³	15,4	16,6	17,6	4,3	4,2	4,3	4,5	4,7	5,2
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	4,7	5,1	5,4	1,2	1,3	1,4	1,5	1,3	1,3
Total Ausgaben	106,5	110,0	119,5	28,4	27,1	30,0	31,3	31,1	31,3
Saldo der Ertragsbilanz	12,3	10,8	9,2	2,7	4,5	1,5	1,2	2,1	3,6

a) provisorisch

*) vorläufige Schätzung

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

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfagen

Absatz vor allem in die Vereinigten Staaten kräftig zu; dagegen sanken die Lieferungen an die OPEC-Länder.

Im Branchenvergleich entwickelte sich die Auslandnachfrage für Güter der Uhren- und der Metallindustrie besonders lebhaft. Rückgänge wiesen im ersten Quartal 1989 vor allem die Schuhindustrie sowie der Telekommunikationsbereich und die Wärme- und Kältetechnik auf.

Angesichts der guten Wirtschaftslage blieb das Wachstum der Güterimporte äusserst hoch. Bemerkenswert stark nahmen dabei die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten zu. Die Einfuhren von Energieträgern, deren Wert wegen höherer Preise um 6,0% über dem Vorjahresquartal lag, gingen real zurück (-7,1%).

Der Überschuss der Ertragsbilanz verminderte sich im ersten Quartal 1989 gegenüber dem Vorjahresquartal um 0,9 Mrd. auf noch 3,6 Mrd. Franken. Der Rückgang des Saldos war aus-

schliesslich dem höheren Defizit beim Warenverkehr zuzuschreiben; dieses lag nämlich mit 2,8 Mrd. um eine Mrd. Franken über dem Wert des ersten Quartals 1988.

Der leichte Anstieg des Überschusses der Dienstleistungsbilanz (0,2 Mrd. Franken) ergab sich hauptsächlich aufgrund höheren Einnahmen aus dem Fremdenverkehr. Bei den übrigen Teilbereichen der Ertragsbilanz (Faktoreinkommen, unentgeltliche Übertragungen) änderten sich die Saldi im Berichtsquartal kaum; bei den Faktoreinkommen wurde die Zunahme der Nettokapitalerträge aus dem Ausland durch den fortgesetzten Anstieg der Lohnzahlungen an die ausländischen Grenzgänger annähernd kompensiert.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Im ersten Quartal 1989 stieg der Index der Beschäftigten gegenüber der entsprechenden Vor-

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1985	1986	1987	1988	1988		1989			
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Febr.	März	April
Index der Beschäftigten ¹	0,8	1,0	1,2	1,3	1,2	1,4	–	–	–	–
Arbeitslosenquote ^{2,3}	0,9	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Ganzarbeitslose ²	27 025	22 770	21 918	19 524	17 584	17 801	18 893	18 048	16 463	15 835
Kurzarbeiter ³	2 133	2 058	4 142	3 948	2 231	846	1 002	1 006	531	775
Offene Vollzeitstellen ³	7 898	10 734	12 348	13 552	14 023	16 217	14 963	16 595	17 093	17 044

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

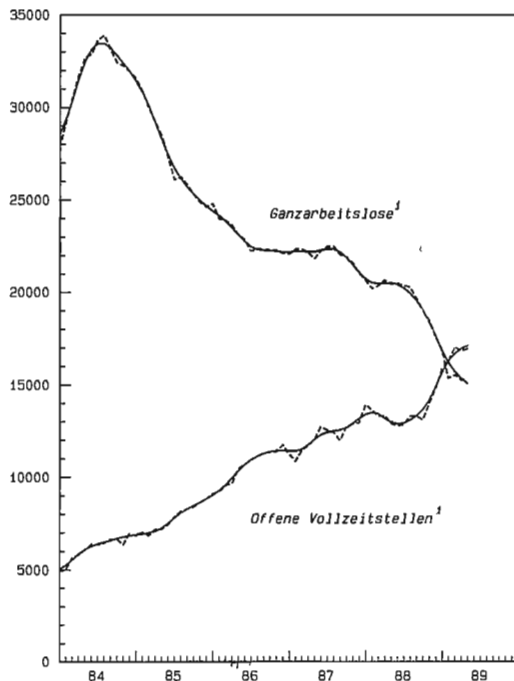
² Summe der Ganzarbeitslosen in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1980 (3 091 694 Erwerbspersonen)

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

jahresperiode um 1,4%, was im Vergleich zum letzten Quartal 1988 (1,2%) einer leichten Erhöhung entspricht. Mit 3,1% nahm die Beschäftigung im Baugewerbe am stärksten zu, während sie im Dienstleistungssektor um 1,3% anstieg.

Das Wachstum der Industriebeschäftigung lag mit 0,8% zwar erneut unter dem gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt; es hat sich aber im Vergleich zum vierten Quartal 1988 (0,4%) deutlich erhöht.

Grafik 12: Arbeitsmarkt

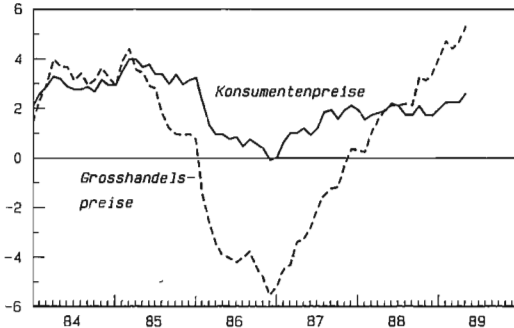
¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrte mit 0,6% auf dem niedrigen Stand der Vorperiode. Die Zahl der Ganzarbeitslosen lag mit rund 20 000 deutlich unter dem Wert des Vorjahresquartals (26 000), während den Arbeitsämtern erneut mehr offene Stellen gemeldet wurden. Die Zahl der Kurzarbeiter war bedeutend tiefer als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die schon seit einigen Monaten herrschenden Anspannungstendenzen am Arbeitsmarkt haben sich somit im ersten Quartal eher noch verschärft.

Preise und Löhne

Gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise betrug die Jahreststeuerung im ersten Quartal 1989 2,3%, was im Vergleich zur Vorperiode (1,9%) einer leichten Zunahme entspricht. Während der Teilindex für Heizung und Beleuchtung Ende 1988 gesunken war, trug er zu Beginn dieses Jahres – wegen der gestiegenen Heizölpreise – mit einer Zunahme von 5,8% massgeblich zur Erhöhung des Gesamtindex bei. Gegliedert nach Herkunft verteuerten sich die inländischen Güter und Dienstleistungen mit 2,4% zwar erneut stärker als die ausländischen (+1,9%), doch verringerte sich der Unterschied

Grafik 13: Preisentwicklung¹

¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

zwischen den beiden Teuerungsraten. Die Preissteigerung der Dienstleistungen (3%) übertraf wie bis anhin jene der Waren (1,4%) deutlich. Im April und Mai stieg die Teuerungsrates auf 2,6% bzw. 3,0%.

Der Grosshandelspreisindex lag im ersten Quartal 1989 um 4,6% über dem entsprechenden Vorjahreswert (4. Quartal 1988: 3,5%). Die Auslandsgüter verteuerten sich stark (+8,6%), doch stiegen auch die Preise der Inlandsgüter (+3,2%). Alle Warengruppenindizes erhöhten sich; der beschleunigte Anstieg des Gesamtindex war indes hauptsächlich auf die verstärkte Teuerung bei Rohstoffen und Halbfabrikaten (7%) sowie bei Energieträgern und Hilfsstoffen (4%) zurückzuführen. Die Preise der Konsumgüter stiegen demgegenüber nur relativ geringfügig (0,8%). Im April betrug die Teuerung auf der Grosshandelsstufe 5,3%.

Gemäss Angaben des BIGA nahmen die Löhne der Arbeitnehmer im ersten Quartal nominal um 3,8% zu. Unter Berücksichtigung der Teuerungsrates gemäss Konsumentenpreisindex ergab sich ein Reallohnzuwachs von 1,5%.

3. Der monetäre Bereich

Geld- und Währungspolitik

Um der Inflationsgefahr entgegenzuwirken, ging die Nationalbank im vierten Quartal 1988 zu einer restriktiven Geldpolitik über. Die Nationalbank hatte für 1989 das Ziel für das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge auf 2% festgelegt. Unter der Annahme, dass der Notenumlauf um 4% zunehmen würde, setzte dieses Geldmengenziel einen Abbau der Giroguthaben der Banken und – bei unveränderter Nachfrage – einen Anstieg der Zinssätze voraus.

Wie erwartet nahmen die Giroguthaben bis April ab, während die Zinssätze stiegen. Beide Tendenzen waren jedoch ausgeprägter als vermutet worden war. Der starke Rückgang der Giroguthaben ist im wesentlichen auf die geringere Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld infolge des neuen Interbank-Zahlungsverkehrsystems SIC zurückzuführen. Bei einem unveränderten Angebot an Giromitteln wären die Geldmarktsätze gesunken. Angesichts der konjunkturellen Anspannung und des steigenden Teuerungsdrucks, aber auch der Tieferbewertung des Frankens wäre ein Rückgang der Zinssätze in der Schweiz nicht angebracht gewesen. Die Nationalbank baute deshalb die Giroguthaben der Banken seit März weiter ab.

Der Zinsauftrieb fiel indessen überaus kräftig aus. Teilweise war dies eine Folge der deutlichen Tieferbewertung des Schweizer Frankens, die im März eingesetzt hatte. Diese erhöhte über die absehbare Verteuerung der Importgüter die kurzfristigen Inflationserwartungen. In der Folge stiegen die nominellen Zinssätze, die neben dem Realzins auch die erwartete Teuerungsrates widerspiegeln. Hätte die Nationalbank diesen Zinsanstieg verhindert, so wären die nominellen – und damit die realen – Zinssätze gefallen und der Restriktionsgrad der Geldpolitik gelockert worden. Dies entsprach nicht der Absicht der Nationalbank. Der Anstieg des Zinsniveaus wurde deshalb hingenommen und der offizielle Diskont- und Lombardsatz im April an die höheren Marktsätze angepasst.

Tabelle 6: Die bereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Noten- umlauf ¹	Veränderung in % ²	Girogut- haben ¹	Veränderung in % ^{2,7}	NBGM ^{1,3}	Ultimo- kredite ¹	BNBGM ^{1,4}	Veränderung in % ²
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	31 716	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	32 248	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	33 432	724	32 708	2,9
1988	25 819	4,2	5 667	- 33,9	31 486	66	31 420	- 3,9
1988 1. Q.	25 525	3,6	7 620	- 9,3	33 145	125	33 020	1,3
1988 2. Q.	25 516	4,3	5 627	- 34,3	31 143	47	31 096	- 3,6
1988 3. Q.	25 660	4,5	5 247	- 37,8	30 906	50	30 856	- 4,5
1988 4. Q.	26 574	4,3	4 175	- 54,0	30 749	41	30 708	- 8,7
1988 Okt.	25 792	4,4	4 310	- 47,9	30 102	0	30 102	- 6,5
1988 Nov.	26 008	4,3	4 014	- 53,7	30 022	0	30 022	- 8,6
1988 Dez.	27 923	4,2	4 200	- 60,5	32 123	123	32 000	- 11,0

	Noten- umlauf ¹	Veränderung in % ²	Girogut- haben ¹	Veränderung in % ^{2,7}	NBGM ^{1,3}	Saison- faktoren	SBNBGM ^{1,5}	Veränderung in % ⁶
1988 4. Q.	26 574	4,3	4 175	- 54,0	30 749	1,015	30 308	—
1989 1. Q.	26 727	4,7	3 867	- 48,5	30 594	1,012	30 242	—
1989 Jan.	27 117	4,9	3 894	- 56,1	31 011	1,029 ^P	30 137 ^P	- 3,3 ^P
1989 Febr.	26 439	4,8	3 775	- 49,0	30 214	0,999 ^P	30 244 ^P	- 0,8 ^P
1989 März	26 625	4,5	3 931	- 40,3	30 556	1,007 ^P	30 344 ^P	0,4 ^P
1989 April	26 332	3,7	3 495	- 43,2	29 827	1,000 ^P	29 827 ^P	- 3,8 ^P
1989 Mai	26 373	3,3	3 788	- 28,6	30 161	0,997 ^P	30 252 ^P	- 0,4 ^P

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

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

³ Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

⁴ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge - Ultimokredite

⁵ Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge dividiert mit den entsprechenden Saisonfaktoren

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

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

^P provisorisch

Die Differenz zwischen Lombardsatz und den Geldmarktsätzen unterlag jedoch weiterhin starken Schwankungen, und der Lombardsatz lag schliesslich wieder deutlich unter den Geldmarktsätzen. Dies führte zu einer geldpolitisch nicht erwünschten starken Beanspruchung des Lombardkredites durch die Banken. Die Nationalbank führte deshalb mit Wirkung ab 26. Mai 1989 den flexiblen Lombardsatz ein. Der Lombardsatz wird inskünftig um einen Prozentpunkt über dem Niveau der Tagesgeldsätze liegen. Damit wird sichergestellt, dass der Lombardkredit ausserordentlichen Liquiditätsbedürfnissen einzelner Banken vorbehalten bleibt und nicht für die allgemeine Alimentierung des Geldmarktes verwendet wird (vgl. Beitrag über die

Einführung des flexiblen Lombardsatzes, S. 175 in dieser Nummer des Quartalheftes).

Geldmengenaggregate

In den Monaten Februar bis April 1989 sank die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge gegenüber ihrem durchschnittlichen Stand im vierten Quartal 1988 - der Berechnungsgrundlage für das Geldmengenziel 1989 - auf Jahresbasis hochgerechnet um durchschnittlich 1,4%. Die Wachstumsrate lag damit unter dem für das Jahr 1989 festgelegten Geldmengenziel von 2%. Der durchschnittliche Stand der Giroguthaben betrug während dieser drei Monate 3,7 Mrd. Franken,

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1985	0,1	7,3	4,8
1986	5,0	5,9	6,7
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,5	7,9	9,8
1988 1. Q. ²	17,4	10,2	11,2
1988 2. Q. ²	18,5	8,9	11,2
1988 3. Q. ²	14,0	7,9	9,8
1988 4. Q. ²	8,2	4,5	6,8
1989 1. Q. ²	-2,9	13,0	6,6
1988 Dez. ²	3,8	3,9	5,7
1989 Jan. ²	-1,0	9,7	6,5
1989 Febr. ²	-4,4	12,7	6,4
1989 März ²	-3,4	16,5	6,9
1989 April ²	-7,3	16,2	5,7

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

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

gegenüber 4,2 Mrd. Franken im vierten Quartal 1988. Der Notenumlauf ging von 26,6 Mrd. Franken im vierten Quartal auf durchschnittlich 26,5 Mrd. zurück.

Die Geldmengenaggregate M₁, M₂ und M₃ sowie ihre Komponenten entwickelten sich im ersten Quartal sehr unterschiedlich. Während sich das Wachstum des Bargeldumlaufs im Vorjahresvergleich leicht auf 4,5% (4. Quartal 1988: 5,5%) abschwächte, gingen die Sichteinlagen gegenüber ihrem Stand im ersten Quartal 1988 um 6,1% zurück (4. Quartal 1988: +9,4%). Die Geldmenge M₁ sank damit um 2,9%, nachdem sie im vierten Quartal 1988 noch um 8,2% zugenommen hatte. Die Termineinlagen, die in M₂ enthalten sind, stiegen dagegen mit 33,1% überaus kräftig an (4. Quartal 1988: +0,5%). Diese Entwicklung ist vor allem auf die im Vergleich zum ersten Quartal 1988 sehr stark gestiegenen Geldmarktsätze zurückzuführen. Da die Sparzinssätze tiefer waren als vor Jahresfrist, wurden zudem auch Gelder von den Spar- auf die Terminkonten umgeschichtet. Dadurch beschleunigte sich das Wachstum der Geldmenge M₂ auf 13,0% (4. Quartal: 4,5%), während sich die Zu-

wachsrate von M₃ leicht auf 6,6% abschwächte (+6,8%).

Geldmarkt

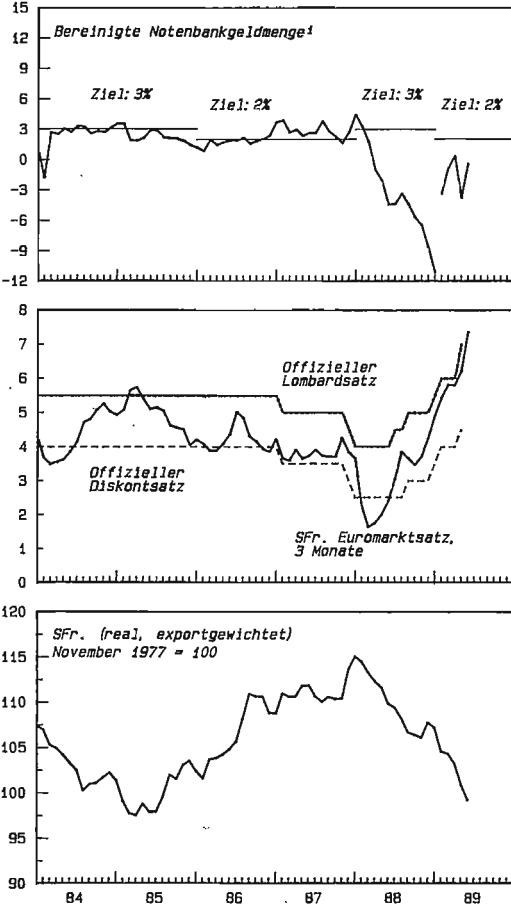
Der Rückgang der Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank setzte sich im ersten Quartal und in der ersten Hälfte des zweiten Quartals fort, während die Zinssätze am Geldmarkt anstiegen. Der Tagesgeldsatz, der im vierten Quartal 1988 durchschnittlich 3,8% betragen hatte, lag im ersten Quartal 1989 bei durchschnittlich 5,0%. Im April und Mai stieg er auf 5,7% bzw. 7,1%. Die Vergütung der dreimonatigen Eurofrankenanlagen erhöhte sich von 4,3% im vierten Quartal 1988 auf 5,7% im ersten Quartal und 6,2% bzw. 7,4% im Durchschnitt der Monate April und Mai.

Da jedoch auch die Geldmarktsätze anderer Währungen stiegen, nahm insbesondere der Zinsvorsprung der US-Dollar- und D-Mark-Anlagen gegenüber den Frankensätzen im ersten Quartal nur wenig ab. Erst im Laufe des zweiten Quartals kehrte die traditionelle negative Zinsdifferenz zur D-Mark, während der Zinsvorsprung von kurzfristigen Dollaranlagen deutlich zurückging.

Die Nationalbank unterstrich ihre restriktive Geldpolitik, indem sie die offiziellen Zinssätze innerhalb von knapp vier Monaten dreimal erhöhte. Bei der letzten Satzerhöhung (mit Wirkung ab 14. April) hob sie den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 4½% und den Lombardsatz um einen ganzen Prozentpunkt auf 7% an. Damit lag der Lombardsatz vorerst wieder über den Geldmarktsätzen, wodurch einer Liquiditätsbeschaffung der Banken über den Lombardkredit zu günstigeren Bedingungen als am Geldmarkt entgegengewirkt wurde. Der weitere starke Anstieg der Geldmarktsätze im Mai machte eine erneute Erhöhung des Lombardsatzes notwendig. Dies geschah durch die Einführung des flexiblen Lombardsatzes am 26. Mai. Ende Mai lag der Lombardsatz bei 9½%.

Angesichts der steigenden Zinstendenz am Eurofrankenmarkt erhöhten die Banken wiederholt ihre Zinssätze für Kundenfestgelder. Von Jah-

Grafik 14: Schweiz



¹ Bis 1988: Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode
Ziele: durchschnittliches monatliches Wachstum gegenüber Vorjahr

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

Ziel: durchschnittlicher, monatlicher, auf Jahresbasis hochgerechneter Zuwachs der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge gegenüber dem Durchschnittswert des vierten Quartals 1988.

resbeginn bis Ende Mai wurde die Vergütung von Dreimonatsdepots der Grossbanken schritt-

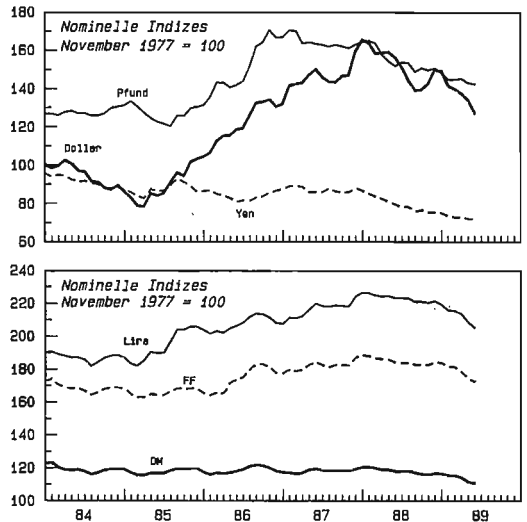
weise um insgesamt 2¾ Prozentpunkte auf 7¼% angehoben. Die Rendite eidgenössischer Geldmarkt-Buchforderungen mit dreimonatiger Laufzeit stieg von 5,25% im Januar auf 6,7% im Mai.

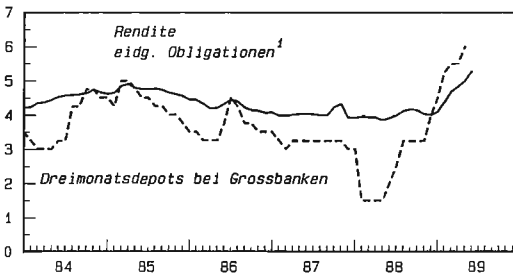
Devisenmarkt

Im Laufe der Monate Februar bis Mai 1989 verlor der Schweizer Franken gegenüber allen wichtigen Währungen an Wert. Am stärksten sank der Frankenkurs gegenüber dem amerikanischen Dollar und am wenigsten gegenüber dem britischen Pfund. Im Durchschnitt der Monate Februar bis Mai wurde für den amerikanischen Dollar 1.63 Fr. (Vorjahresperiode: 1.39 Fr.), für hundert japanische Yen 1.24 Fr. (1.10 Fr.) und für hundert D-Mark 86.89 Fr. (82.62 Fr.) bezahlt. Die D-Mark wertete sich gegenüber dem Franken im Laufe der vier Monate stetig auf. Anfang Februar wurde sie für 85 Rappen und Mitte Mai für 89 gehandelt; in der letzten Mai-Woche sank der D-Markt-Kurs wieder leicht auf 87 Rappen.

In den Monaten Februar bis Mai intervenierten die Zentralbanken nur selten am Devisenmarkt. In Abstimmung mit anderen Zentralbanken ver-

Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Grafik 16: Zinssatzentwicklung

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

kaufte die Nationalbank in den Monaten Februar bis Mai insgesamt 300 Mio. Dollars.

Der seit Anfang 1988 beobachtete Rückgang des realen Aussenwertes des Schweizer Francs setzte sich im ersten Quartal 1989 fort. Im Vorjahresvergleich sank der mit den Konsumentenpreisen bereinigte Franken am stärksten gegenüber dem amerikanischen Dollar (-14,9%) und dem britischen Pfund (-15,1%). Gegenüber der D-Mark nahm er nominell um 3,9% und real 4,3% ab. Auf exportgewichteter Basis wurde der Franken insgesamt real um 8,2% tiefer bewertet.

Kapitalmarkt

Die Obligationenrenditen stiegen seit Beginn des Jahres 1989 kontinuierlich. Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen unter Berücksichtigung der vorzeitigen Kündbarkeit erhöhte sich zwischen Anfang Januar und Ende Mai von 4,11% auf 5,36%. Da die Geldmarktsätze noch kräftiger zunahmen, verstärkte sich die seit November 1988 bestehende inverse Zinsstruktur zwischen den Geld- und Kapitalmarktsätzen.

Die Grossbanken erhöhten die Kassenobligationsätze für Laufzeiten von drei und vier Jahren von knapp 4½% zu Beginn des Jahres auf gut 5% Ende März und 5½% bis Ende Mai. Die übliche Renditedifferenz zwischen den kurzen und den langen Laufzeiten der Kassenobligationen verschwand; zum Teil lagen die kurzfristigen über den langfristigen Sätzen.

Ein Teil der Banken erhöhte Anfang Mai die Sätze für Neuhypothesen zum zweitenmal seit Jahresbeginn um einen halben Prozentpunkt auf 6%. Anfang Mai traten die drei Monate früher im Zusammenhang mit der ersten Hypothekarzins-erhöhung angekündigten Satzänderungen für Althypothesen sowie Spargelder in Kraft. Ende Mai erhöhten verschiedene Banken ihre Sätze für Neuhypothesen auf 6½%. Zudem wurden Satzerhöhungen für Althypothesen, meistens auf 6%, angekündigt.

Im ersten Quartal 1989 wurden Obligationen und Aktien in Höhe von insgesamt 11,5 Mrd. Franken emittiert (1. Quartal 1988: 17,8 Mrd.). Gut ein Drittel davon entfiel auf den Inlandbereich, wo gleichzeitig Rückzahlungen von 2,5 Mrd. Franken vorgenommen wurden. Die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten betrug damit 1,7 Mrd. Franken (1. Quartal 1988: 2,8 Mrd.).

Kapitalexport

Im ersten Quartal 1989 betrug der bewilligungspflichtige Kapitalexport 9,2 Mrd. Franken. Er lag damit um 44% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Dabei gingen die Kredite um 37% und die Anleihen um 46% zurück. Der starke Rückgang des bewilligungspflichtigen Emissionsgeschäftes ist vor allem auf die Baisse im Sektor der gewöhnlichen Anleihen (Straight-Anleihen) zurückzuführen, die um mehr als 70% sanken. Wichtige Ursachen für diese Entwicklung waren die inverse Zinsstruktur und die Schwächeneigung des Francs. Es gilt allerdings in Rechnung zu stellen, dass im Vorjahresquartal mit 10,6 Mrd. Franken ein Rekordvolumen von gewöhnlichen Anleihen begeben worden war. Die eigenkapitalbezogenen Anleihen nahmen dagegen im Vergleich zum Vorjahr um 47% zu. In der Folge stieg deren Anteil am gesamten Emissionsgeschäft von 22% im ersten Quartal 1988 auf 60% im ersten Quartal 1989. Die in den ersten drei Monaten zu beobachtende Tendenz hielt auch in den Monaten April und Mai an.

In der Ländergruppenstruktur waren ebenfalls markante Verschiebungen festzustellen. Wäh-

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1985	36 400,1	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1986	43 359,4	6 768,0	1 259,7	51 387,1
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1988 1. Q.	13 538,7	2 905,5	143,2	16 587,4
1988 2. Q.	8 691,0	3 027,5	280,8	11 999,3
1988 3. Q.	10 802,1	2 370,0	179,2	13 351,3
1988 4. Q.	6 997,4	1 614,2	338,2	8 949,8
1989 1. Q.	7 291,0	1 775,7	137,0	9 203,7

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

rend der Anteil Japans am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport von 18% im ersten Quartal 1988 auf über 40% stieg (Jahresdurchschnitt 1988: 30%), ging der Anteil Europas auf knapp 35% zurück (1. Quartal 1988: 60%). Die Quote Nordamerikas blieb mit rund 10% nahezu unverändert. Der Anteil der Entwicklungsbanken erhöhte sich innert Jahresfrist von 4% auf 9%.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme bei den 71 als Stichprobe dienenden Banken wuchs im ersten Quartal 1989 gegenüber dem Vorjahr um 8,2%.

Bei den Finanzanlagen (liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) sanken im ersten Quartal alle Posten mit Ausnahme der Wertschriften. Die liquiden Mittel hatten unter dem Einfluss der neuen Liquiditätsvorschriften von Oktober 1987 bis Dezember 1988 von 19,2 Mrd. auf 8,5 Mrd. abgenommen. Am Ende des ersten Quartals 1989 lagen sie mit 8,2 Mrd. noch um 2,1% unter dem Vorjahresstand. Die Änderung der Liquiditätsvorschriften wirkte sich indirekt auch auf den Interbankensaldo aus. Im ersten

Quartal 1988 legten die Banken die frei gewordenen Giro Guthaben zunächst bei ausländischen Banken an, was den Interbankensaldo damals in die Höhe schnellen liess. Seitdem wurden Interbankgelder wieder abgebaut und teilweise zur Finanzierung des Kreditgeschäfts herangezogen. Infolgedessen lag der Saldo Ende März 1989 27,1% unter dem Vorjahresstand.

Das inländische Kreditvolumen stieg weiter an und lag im ersten Quartal um 13,7% über dem Vorjahresstand. Das ist die bisher höchste Wachstumsrate im gegenwärtigen Zyklus. Dieses Wachstum lässt noch nicht auf eine konjunkturelle Abschwächung schliessen.

Die Publikumsgelder lagen Ende März um 8,5% über dem Vorjahresniveau. Augenfälligstes Merkmal war dabei die starke Zunahme der inländischen Franken-Festgelder auf eine Rekordhöhe von 74,1 Mrd. Gegenüber dem Stand vom März 1988 entspricht dies einer Steigerung von 42,3%. Die Verlagerung bei den Publikumsgeldern von den Kreditoren auf Sicht (-10,4%) zu den Termingeldern (31,7%) ist auf den starken Anstieg der Festgeldsätze zurückzuführen.

Im Ausserbilanzgeschäft nahmen die Treuhändergelder mit 44,8% kräftig zu.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale soumis au Conseil de banque pour sa séance du 29 juin 1989*

A. Situation économique et monétaire à l'étranger

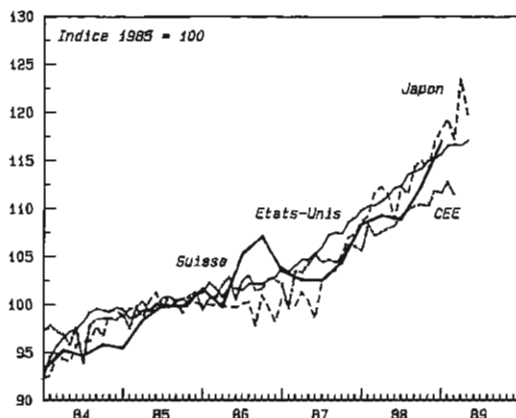
1. Aperçu

Evolution de la conjoncture

Dans les pays industrialisés, la conjoncture est restée bonne, au premier trimestre de 1989, malgré l'apparition de quelques signes annonçant un ralentissement de la croissance. Ces signes ont été perceptibles tout particulièrement aux Etats-Unis; la production industrielle a stagné à partir du début de l'année, et l'activité a faibli nettement dans la construction. En termes réels, la progression du produit national brut américain a été néanmoins beaucoup plus rapide qu'au dernier trimestre de 1988. Cette croissance est due, pour une forte part, au fait que l'influence de la sécheresse sur les récoltes se faisait toujours sentir, à la fin de 1988, sur la production. Les éléments moteurs ont perdu de leur vigueur, au Royaume-Uni également, mais la conjoncture est restée solide dans les pays de l'Europe continentale et au Japon. Grâce à la clémence de l'hiver, l'activité a été exceptionnellement soutenue dans la construction. Dans l'ensemble, les chefs d'entreprise continuent à porter un jugement optimiste sur les perspectives économiques. La plupart des pays industrialisés ayant resserré leur politique monétaire à partir du milieu de l'année dernière pour juguler le danger inflationniste, la croissance économique devrait, selon des prévisions de l'OCDE, passer en moyenne de 3,5% au premier semestre de 1989 à 2,75% dans la seconde moitié de l'année.

Le taux d'utilisation des capacités de production étant élevé, l'emploi a continué à progresser, dans la plupart des pays industrialisés, au pre-

Graphique 1: Production industrielle



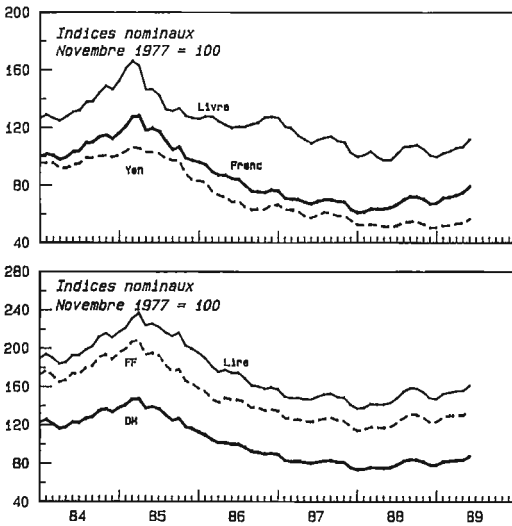
Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et Office fédéral de la statistique

mier trimestre. Aux Etats-Unis, le taux de chômage est tombé à un niveau qui n'avait plus été observé depuis le début des années septante; au Royaume-Uni, il a fléchi à son niveau le plus bas depuis le début des années quatre-vingt. La situation s'est améliorée également sur le marché du travail des autres pays de la CEE. En République fédérale d'Allemagne, le recul du taux de chômage, observé à partir du milieu de l'année dernière, s'est poursuivi et, en France, le nombre des chômeurs a diminué légèrement.

Le taux moyen d'inflation de la zone de l'OCDE a passé de 4,4% en décembre à 4,9% en mars; un taux aussi élevé n'avait plus été enregistré depuis le mois de novembre 1984. Cette vive accélération du renchérissement est due en partie à des facteurs particuliers. En effet, le gouvernement allemand a relevé les impôts indirects au début de l'année. En outre, le fort renchérissement des denrées alimentaires, consécutif à la sécheresse dont ont souffert les Etats-Unis l'an dernier, se reflète actuellement dans les prix à la consommation. En dehors des Etats-Unis, le raffermissement du dollar et la hausse des prix

* Le rapport, achevé à la mi-mai, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de février et d'avril 1989

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



pétroliers ont renforcé les poussées de renchérissement.

Politique économique

Face à la reprise de l'inflation, la plupart des grands pays industrialisés ont poursuivi leur politique monétaire restrictive au premier trimestre, de sorte que les taux d'intérêt à court terme ont marqué une tendance à la hausse dans la zone de l'OCDE. Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale a relevé le taux de l'escompte, au début de mars, confirmant ainsi son intention d'endiguer l'inflation. La Banque fédérale d'Allemagne et plusieurs autres banques centrales ont elles aussi augmenté leurs taux directeurs en avril. La Banque de France a toutefois maintenu inchangé son taux d'intervention sur le marché monétaire, étant donné la croissance monétaire modérée et de la fermeté du franc au sein du Système monétaire européen (SME). Quant à la Banque du Japon, elle a mené une politique monétaire légèrement plus restrictive au premier trimestre.

En 1988, la plupart des pays industrialisés ont réalisé de nouveaux progrès dans la consolidation des finances publiques, progrès qui ont été favorisés par la vigoureuse croissance économi-

que. Le déficit des comptes des Etats membres de l'OCDE a fléchi à 1,7% du produit national brut, soit à son niveau le plus bas depuis le début des années quatre-vingt. En matière de finances publiques, la politique de la plupart des pays restera fondamentalement restrictive en 1989, et les déficits devraient, selon des estimations de l'OCDE, reculer à 1,4% du PNB.

En mars, le gouvernement britannique a présenté son budget pour l'exercice 1989. Il prévoit un excédent de recettes de 14 milliards de livres sterling, excédent qui sera consacré essentiellement au remboursement de la dette publique. En Italie, le déficit tendant à dépasser le montant figurant au budget de 1989, le Sénat a proposé un programme d'économies en vue de ramener l'excédent de dépenses au niveau prévu.

Marchés des changes

Le mouvement de hausse que le dollar a enregistré à partir de décembre 1988 a continué entre les mois de février et de mai 1989. Le dollar s'est apprécié ainsi de 9,4% par rapport à la livre sterling, de 8,6% face au franc suisse et de 7% vis-à-vis du yen; en moyenne, il valait 131 yens, contre 127 yens pendant la période correspondante de l'année précédente. Par rapport aux monnaies du SME, le dollar est resté stable durant les mois de février à avril, puis il s'est raffermi progressivement en mai. Son cours moyen pour les mois de février à mai a atteint 1,88 mark allemand, contre 1,68 mark pour la même période de 1988. Les principales banques centrales sont intervenues par moments sur les marchés des changes pendant la période allant de février à mai. Aucune tension notable n'est apparue au sein du SME, les monnaies du système ayant enregistré des fluctuations semblables face au dollar.

En moyenne du premier trimestre, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, était supérieur de 0,5% en termes nominaux et de 1,9% en termes réels à ses niveaux des mois correspondants de 1988. Pendant la même période, la valeur extérieure du yen, en données pondérées par le commerce extérieur, a fléchi de 3,3% en termes réels; celle du mark allemand a

diminué de 2,6% en termes nominaux et de 4,5% en termes réels. Comparée à ses niveaux des trois premiers mois de 1988, la valeur extérieure du franc suisse, pondérée par le commerce extérieur, a perdu 6,8% en termes nominaux et 8,1% en termes réels.

Problèmes de l'endettement international

A la mi-mars, M. Brady, secrétaire au Trésor des Etats-Unis, a présenté de nouvelles propositions en vue de résoudre le problème de l'endettement. A la différence des plans précédents, ces propositions mettent davantage l'accent sur la réduction de l'endettement et sur l'allègement du service de la dette des pays en développement; toutefois, elles soulignent aussi la nécessité d'appliquer des programmes d'ajustement économique dans les pays débiteurs, afin d'encourager la reprise des investissements et le rapatriement des capitaux en fuite. M. Brady a suggéré notamment que les banques commerciales renoncent pour un temps à l'application de certaines conditions générales des contrats de prêt en vue de permettre des négociations cas par cas sur la réduction de la dette et du service de celle-ci. Il a invité les gouvernements des pays créanciers à supprimer les dispositions légales, comptables et fiscales qui entravent l'allègement de la dette. Pour soutenir les efforts visant à diminuer l'endettement, le Fonds monétaire international et la Banque mondiale sont appelés notamment à financer des rachats de dettes et à offrir des garanties lors de conversions.

Lors de sa séance de printemps, le Comité intermédiaire du FMI a réservé un bon accueil aux propositions de M. Brady et recommandé un examen plus approfondi. Il a rappelé qu'il ne peut être question de décharger les créanciers du secteur privé au détriment de ceux du secteur public.

2. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

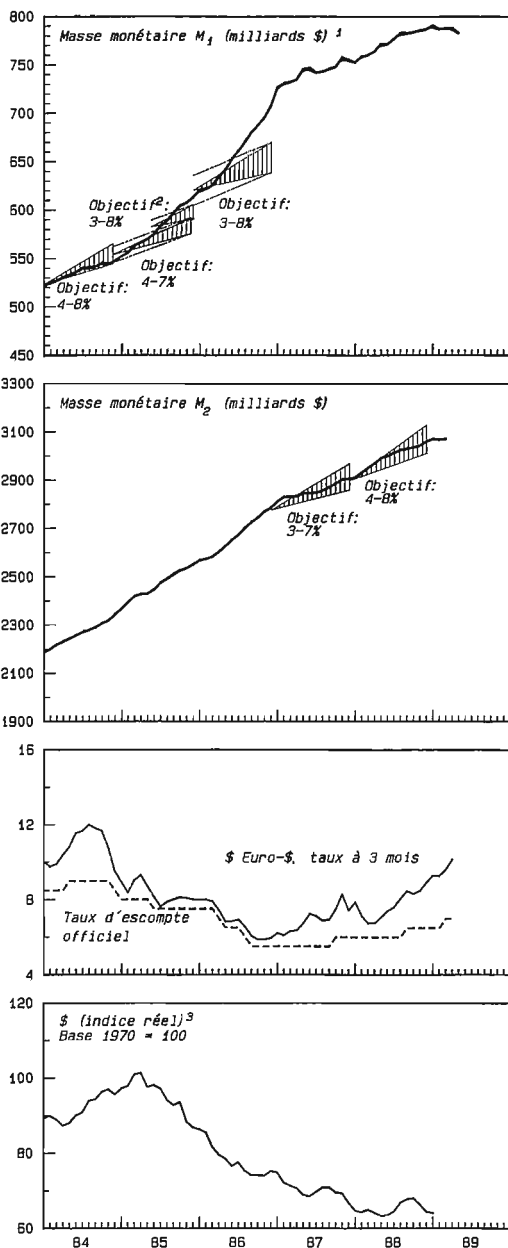
Par rapport aux trois mois précédents, la progression du produit national brut réel a passé, en taux annualisé, de 2,4% au quatrième trimestre de 1988 à 4,3% au premier trimestre de 1989. Ce taux donne toutefois de la conjoncture une image meilleure qu'elle n'a été; en effet, les conséquences que la sécheresse a eues sur la production agricole ont influé encore sur le produit national brut des trois derniers mois de 1988. En données corrigées des effets de la sécheresse, la croissance économique s'est inscrite à 1,8% au premier trimestre.

Les exportations et les investissements ont été les principaux éléments moteurs de la conjoncture; ils ont augmenté aux mêmes rythmes que le trimestre précédent. En taux annualisés, les exportations ont progressé de 15,3%, et les importations, de 0,9% seulement. Quant aux investissements, ils se sont accrus de 7,6%. La consommation privée, qui n'a augmenté que de 1,1%, a montré des signes de faiblesse; les achats de biens durables ont fléchi de 4,3%. La construction de logements a elle aussi diminué, mais de 5,4%.

Les achats d'automobiles et les permis de construire – tous deux réagissent fortement aux fluctuations des taux d'intérêt – ont reculé, ce qui incite à penser que la politique monétaire plus restrictive, menée par la Réserve Fédérale en 1988, commence à exercer ses effets sur l'économie. Après avoir marqué une interruption au second semestre de 1988, la diminution du solde passif de la balance commerciale a repris au premier trimestre, grâce à la vigueur des exportations et à la stagnation des importations. En moyenne, le déficit mensuel s'est inscrit à 9,4 milliards de dollars au premier trimestre, contre 11 milliards le trimestre précédent.

Le nombre des personnes occupées – cette variable suit, avec un certain délai, l'évolution conjoncturelle – a augmenté au premier trimestre de 290 000 par mois en moyenne. Comme le pourcentage de la population active dans la popula-

Graphique 3: Etats-Unis



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

² Du 2e trimestre au 4e trimestre 1985

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

tion totale a fléchi, le taux de chômage a diminué fortement, passant de 5,4% en janvier à 5% en mars. Un taux aussi bas n'avait plus été observé depuis 1973. En avril toutefois, il a augmenté à 5,3%.

Au premier trimestre, la hausse des prix s'est accélérée, tant au niveau de la production que de la consommation. En taux annualisé, les prix à la consommation se sont accrus de 6% en moyenne. Par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, ils ont augmenté de 4,8%, contre 4,3% au quatrième trimestre de 1988. Le taux annuel de renchérissement a passé à 5% en avril. Quant aux prix à la production, ils ont enregistré une hausse de 9,6%, en taux annualisé, au premier trimestre. Par rapport aux trois mois correspondants de 1988, ils se sont élevés de 5,6%.

A la mi-mai, le gouvernement et le Congrès ont approuvé les grandes lignes du budget du prochain exercice. Ce budget respecte formellement les exigences de la loi Gramm-Rudman-Hollings, mais il repose sur des hypothèses, en matière de croissance économique et de taux d'intérêt, qui sont qualifiées d'incompatibles par la plupart des observateurs. Le déficit prévu est de 95 milliards de dollars, soit 2,0% du produit national brut. Il reste toutefois encore à négocier en détail les réductions de dépenses et les augmentations de recettes qui sont nécessaires.

Etant donné l'accélération du renchérissement, la Réserve Fédérale a maintenu le cours restrictif de sa politique monétaire. La retenue avec laquelle la politique d'open market a été menée et le relèvement du taux de l'escompte au début de mars ont fait passer le taux des fonds fédéraux, en moyenne mensuelle, de 8,65% en décembre à 9,83% en avril. Après avoir augmenté jusqu'au mois de mars, les taux à long terme ont fléchi en avril pour s'inscrire à 9,16%, soit approximativement à leur niveau de décembre. Au premier trimestre, la masse monétaire M_2 a augmenté de 1,9% en taux annualisé, alors que le corridor choisi comme objectif est de 3 à 7%. La progression de M_3 a été de 3,8%, taux qui est à la limite inférieure de la fourchette de 3,5 à 7,5% adoptée pour cet agrégat.

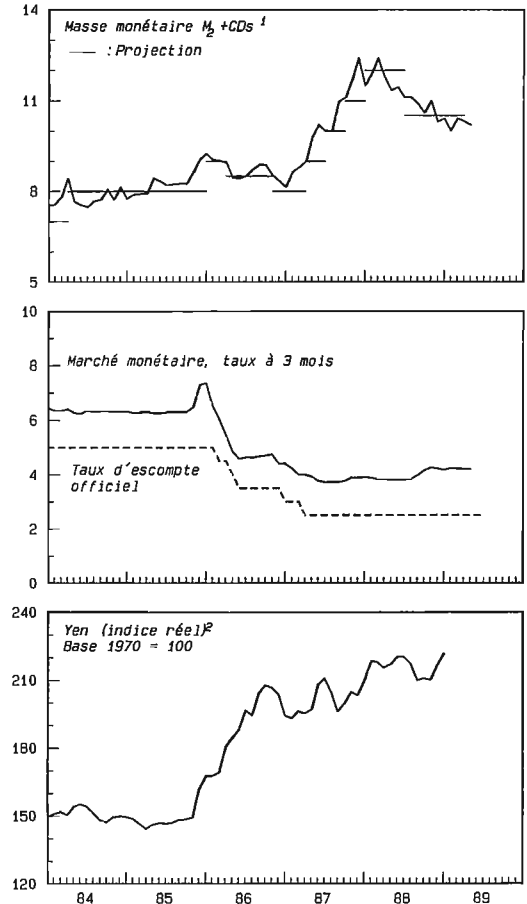
Japon

Au Japon, la croissance économique a été, sur l'ensemble de l'année 1988, la plus forte de tous les pays industrialisés, grâce à la vigueur de la demande intérieure. Vers la fin de l'année toutefois, elle a faibli légèrement. Par rapport aux trois mois précédents, le produit national brut a progressé de 0,7% au quatrième trimestre, contre 2,3% au troisième. Il dépassait de 4,7%, en termes réels, son niveau des trois derniers mois de 1987. Ce ralentissement est dû pour l'essentiel à la consommation privée qui, après plusieurs mois de forte expansion, s'est stabilisée au quatrième trimestre à son niveau des trois mois précédents; par rapport au quatrième trimestre de 1987, sa progression a atteint néanmoins 4,3%. Les investissements du secteur privé en biens d'équipement dépassaient de près de 17% le chiffre des trois derniers mois de 1987. Pour les exportations, la croissance, en volume, s'est élevée à 10%. La demande intérieure étant forte, les importations ont augmenté davantage encore, soit de 18,8% en volume. Par conséquent, le solde actif de la balance commerciale a diminué en termes réels.

Au premier trimestre de 1989, la demande intérieure est restée vive, mais la progression des exportations a fléchi légèrement. Comme au quatrième trimestre, la production industrielle était supérieure de 8% à son niveau de la période correspondante de l'année précédente. En outre, les entrées de commandes ont gardé un rythme soutenu. Dans la construction, le secteur des logements a enregistré une reprise, selon la statistique des mises en chantier, alors que celui des bâtiments Industriels et artisanaux a continué sa vigoureuse expansion.

Selon la statistique douanière, les importations de biens dépassaient en valeur de 19,4% le chiffre observé pour les trois premiers mois de 1988; leur croissance a fléchi quelque peu puisque, pour l'ensemble de 1988, elle atteignait 25%. La même constatation peut être faite du côté des exportations. Leur progression a passé, en valeur, de 15,6% en moyenne de 1988 à 12,7% au premier trimestre. Après correction des variations saisonnières, l'excédent de la balance commerciale s'est inscrit à 26,5 milliards

Graphique 4: Japon



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

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

de dollars, contre 25,5 milliards au quatrième trimestre de 1988. Comme le solde passif des services et des transferts unilatéraux a lui aussi augmenté légèrement, l'excédent de la balance courante est resté approximativement inchangé à 20,9 milliards de dollars, en données corrigées des variations saisonnières. Sur le marché du travail, la situation a continué à s'améliorer. Au premier trimestre, le taux de chômage a fléchi à 2,3%, niveau qui n'avait plus été observé depuis six ans.

Le renchérissement est resté modeste au premier trimestre. Du premier trimestre de 1988 à la période correspondante de 1989, l'indice des prix à la consommation a augmenté de quelque 1%; quant aux prix de gros, ils ont marqué une légère hausse, après avoir reculé pendant des mois. Du fait de l'introduction de la TVA, le renchérissement devrait toutefois atteindre 2,5% à partir d'avril. La productivité du travail ayant progressé encore fortement selon des prévisions, les négociations menées au printemps dans les grandes entreprises industrielles ont abouti à des hausses de salaires de 5% en moyenne pour l'exercice budgétaire 1989 (1988: 4,4%).

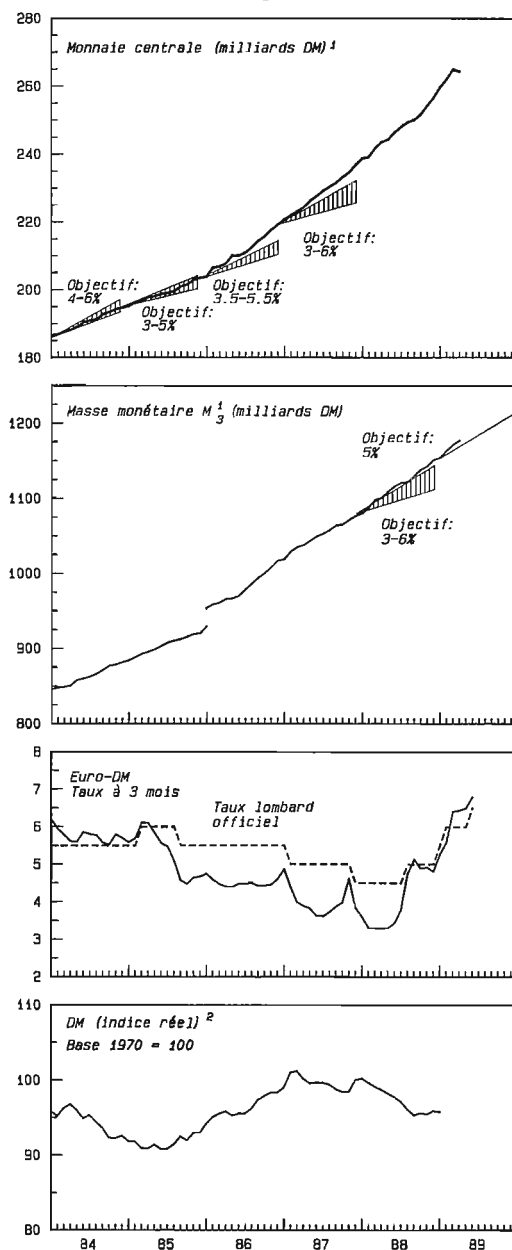
Au premier trimestre, la Banque du Japon a continué à resserrer prudemment sa politique monétaire. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la masse monétaire $M_2 + CD$ s'est accrue de 10,3%, contre 10,6% au quatrième trimestre de 1988. L'institut d'émission a fixé sa projection pour le deuxième trimestre entre 10 et 11%, soit au niveau adopté déjà pour le trimestre précédent. Le taux d'intérêt à trois mois («Gensaki») a passé de 4,16% en décembre à 4,20% en mars. Le 30 mai, la Banque du Japon a porté son taux de l'escompte de 2,5% à 3,25%, étant donné la faiblesse persistante du yen face au dollar.

République fédérale d'Allemagne

La bonne conjoncture s'est maintenue au quatrième trimestre de 1988 en Allemagne fédérale. Le produit national brut réel a progressé de 2,7% par rapport aux trois derniers mois de 1987. La croissance réelle a été particulièrement vigoureuse tant pour les investissements en biens d'équipement (8,8%) que pour les exportations (5,3%), mais la consommation privée a marqué une hausse de 1,1% seulement. Les investissements en constructions, qui avaient augmenté de près de 7% en termes réels au premier semestre de 1988, ont stagné à leur niveau du quatrième trimestre de 1987.

Au premier trimestre de 1989, la production industrielle (y compris le secteur principal de la construction, l'industrie minière et le secteur

Graphique 5: République fédérale d'Allemagne



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

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

énergétique) s'est accrue approximativement au même rythme que les trois mois précédents. Elle dépassait de 5,2% son niveau du premier trimestre de 1988 (second semestre de 1988: 3,9%). L'hiver ayant été doux, la progression de la production a été particulièrement forte dans l'industrie de la construction. Selon une enquête de l'Institut de recherches conjoncturelles Ifo, le taux d'utilisation des capacités de production est resté élevé dans l'industrie manufacturière (87,9%). Etant donné les importantes entrées de commandes enregistrées en février et en mars, la production devrait continuer à croître fortement.

La vigoureuse expansion des exportations en valeur a entraîné une nouvelle hausse de l'excédent commercial. Au premier trimestre, la balance commerciale a dégagé un solde actif de 37,6 milliards de marks, montant qui est supérieur de 5,6 milliards au chiffre trimestriel moyen observé en 1988. Comme la balance des services est redevenue excédentaire, le solde actif de la balance courante a atteint 29,9 milliards de marks (moyenne trimestrielle en 1988: 21,3 milliards).

Une nouvelle amélioration a été observée sur le marché du travail au premier trimestre. Le taux de chômage a passé de 8,3% en décembre à 7,9% en avril. Par rapport au premier trimestre de 1988, le nombre des chômeurs partiels a diminué de près de moitié et celui des places vacantes a augmenté de 22%. Pour une place vacante, il y avait 14 chômeurs au début de 1988 et 9 en mars 1989.

Le renchérissement s'est accéléré, son taux annuel passant de 1,6% en décembre à 3% en avril. Une poussée de renchérissement a eu lieu au début de l'année, du fait du relèvement des impôts indirects; en avril, l'indice des prix à la consommation a augmenté fortement à cause principalement de la hausse des prix du pétrole, hausse qui s'explique en partie par l'évolution des cours de change.

Eu égard au danger inflationniste, la Banque fédérale d'Allemagne a maintenu, au premier trimestre, sa politique monétaire restrictive. Elle y était d'autant plus incitée que la masse moné-

taire M_3 – son objectif monétaire est fixé en termes de M_3 – croissait rapidement. Au premier trimestre, cet agrégat dépassait, en taux annualisé, de 7% le niveau des trois derniers mois de 1988. Son rythme de progression était ainsi supérieur à l'objectif de 5% fixé pour 1989. Au mois d'avril, il a fléchi à 6%. L'approvisionnement de l'économie en monnaie ayant été resserré, le taux des dépôts à trois mois en marks a passé en moyenne de 5,3% en décembre à 6,4% en avril. Comme les taux à long terme ont moins augmenté, l'écart entre les rémunérations servies sur les marchés de l'argent et des capitaux s'est encore resserré. En avril, la Banque fédérale d'Allemagne a porté le taux de l'escompte de 4% à 4½%, et celui des avances sur nantissement, de 6% à 6,5%. Si l'adaptation des taux officiels de janvier visait avant tout à freiner la baisse du mark vis-à-vis du dollar, celle d'avril était destinée principalement à modérer l'expansion rapide des agrégats monétaires.

Royaume-Uni

Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, la croissance du produit intérieur brut réel a atteint 3% au quatrième trimestre de 1988, contre 2,3% – estimation révisée à la baisse – au troisième trimestre. Elle a été ainsi nettement plus faible qu'au premier semestre. Ce ralentissement est dû principalement à l'évolution de la consommation privée et des exportations. Les autres composantes de la demande y ont également contribué.

Au premier trimestre de 1989, la demande de consommation a perdu encore de son dynamisme. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a fléchi légèrement en termes réels, par rapport aux trois mois précédents, les importations de biens de consommation ont stagné et la demande de prêts à la consommation a diminué. La croissance de la production industrielle, qui s'était inscrite à 7% en 1988, a fléchi elle aussi nettement. Selon une enquête de la Confédération of British Industries (CBI), les entreprises sont moins optimistes qu'auparavant au sujet des perspectives économiques.

Contrairement aux importations de biens de con-

somation, les achats à l'étranger de biens d'équipement ont continué sur leur forte lancée au premier trimestre, ce qui indique une propension à investir toujours vive. En volume, l'expansion des importations par rapport aux trois premiers mois de 1988 a atteint 18% et celle des exportations, 4,5% seulement. Au premier trimestre, la balance courante britannique s'est soldée par un déficit de 4,5 milliards de livres sterling, soit un montant dépassant de 1,5 milliard le chiffre de la période correspondante de 1988. Pour 1989, le gouvernement britannique partait de l'idée que le solde passif de la balance courante se maintiendrait à son niveau de 1988, soit à 14,5 milliards de livres.

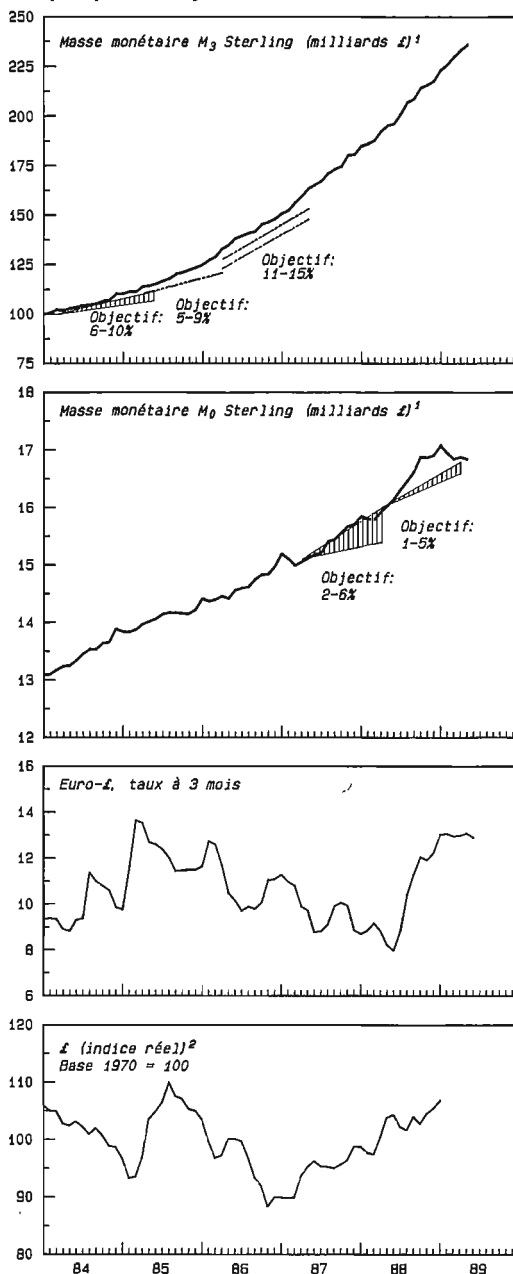
Au mois d'avril, le nombre des chômeurs a diminué à 1,86 million, soit son niveau le plus bas depuis huit ans; le taux de chômage a passé de 7,2% en décembre 1988 à 6,5% en avril. Quant au taux annuel d'inflation, il a augmenté en moyenne de 6,5% au quatrième trimestre de 1988 à 7,7% les trois mois suivants et à 8% en avril.

Le budget de l'exercice 1989, que le Chancelier de l'Echiquier a présenté en mars, prévoit un excédent de recettes de 14,3 milliards de livres ou de 3% du produit intérieur brut. La vente d'entreprises publiques rapportera quelque 7 milliards de livres. En 1988, un excédent de 14 milliards de livres avait déjà été obtenu. En dépit de cette bonne situation financière, le gouvernement britannique a renoncé à abaisser les impôts sur une large échelle, car cette mesure aurait réduit à néant les efforts pour modérer la demande intérieure. Pour l'essentiel, il n'envisage que de relever le montant exonéré de l'impôt sur le revenu et de diminuer les cotisations au système public de prévoyance vieillesse.

Lors de la publication du budget, le Chancelier de l'Echiquier a exprimé son intention de maintenir les taux d'intérêt à un niveau élevé, étant donné la forte reprise du renchérissement. Le gouvernement espère ainsi pouvoir ramener le taux d'inflation à 5,5% d'ici la fin de l'année.

A la fin du mois de mai, la Banque d'Angleterre a fait passer le taux de base à 14%. Ce taux, que les banques appliquent à leurs débiteurs de pre-

Graphique 6: Royaume-Uni



¹ Données cvs; objectifs de 1982 à 1985: du mois de février au mois de mars de l'année suivante; à partir de 1986: du mois d'avril au mois de mars de l'année suivante (source: Banque d'Angleterre)

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

mier ordre, était à 13% depuis le mois de novembre. Les autorités monétaires ont voulu ainsi lutter contre l'affaiblissement de la livre face au dollar et, partant, contre les poussées inflationnistes venant de l'extérieur.

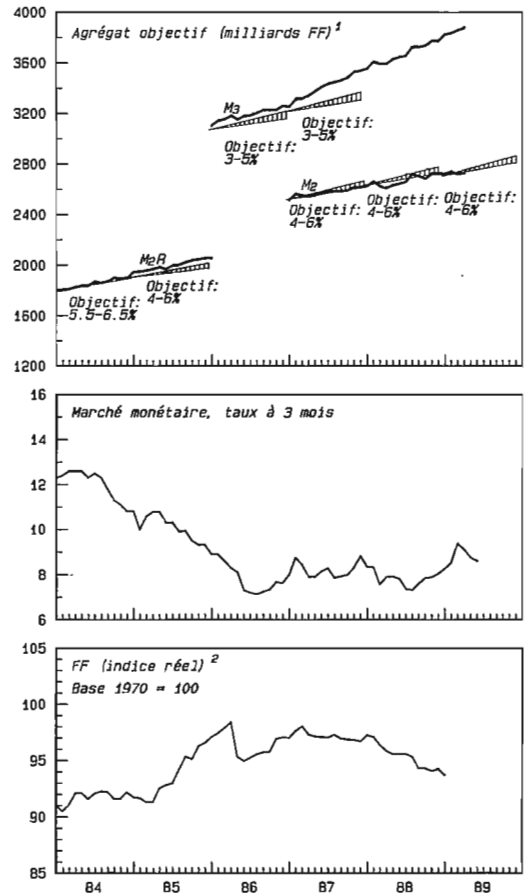
Pour l'exercice budgétaire 1989, un objectif monétaire a été fixé en termes de M_0 . Comme l'année précédente, les autorités monétaires entendent maintenir la progression de cet agrégat entre 1 et 5% et continuer à suivre attentivement l'évolution des autres agrégats, pour lesquels aucune fourchette n'a été adoptée officiellement. Pendant l'exercice budgétaire 1988, qui a pris fin en mars 1989, la masse monétaire M_0 a augmenté en moyenne 7,2%, alors que l'objectif était de 1 à 5%. Vers la fin de l'exercice, l'expansion de M_0 a faibli puisqu'elle a passé en moyenne de 8% au quatrième trimestre de 1988 à 7% les trois mois suivants. Comme M_0 se compose presque exclusivement des billets en circulation, la demande joue un rôle décisif dans l'évolution de cet agrégat. La diminution du taux de progression peut être considérée par conséquent comme un signe de ralentissement de la croissance économique. Les autres agrégats monétaires ont par contre augmenté à des rythmes accrus. Au premier trimestre, M_3 dépassait de 21,8% le niveau observé un an plus tôt (quatrième trimestre de 1988: 20%) et M_4 , de 18,4% (quatrième trimestre de 1988: 17,5%). L'accélération de l'expansion de M_3 et de M_4 s'explique principalement par la vigoureuse demande de crédits des entreprises.

France

En 1988, l'économie française a enregistré sa plus forte croissance depuis 1976. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,7%, et l'emploi, de quelque 1%. Au quatrième trimestre toutefois, la demande, tant intérieure qu'étrangère, a perdu un peu de sa vigueur, si bien que l'expansion du produit intérieur brut réel par rapport à la période correspondante de l'année précédente a faibli à 2,8%.

Dans l'ensemble, la conjoncture est restée favorable au premier trimestre de 1989. La production industrielle a augmenté à peu près au même

Graphique 7: France



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

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

rythme que le trimestre précédent; en moyenne des mois de janvier et de février, elle dépassait de 5,1% le niveau observé un an auparavant. Selon la statistique douanière, les importations de biens se sont accrues de 20% en valeur, et les exportations, de 19%. La balance commerciale s'est soldée par un déficit de 3,8 milliards de francs français au premier trimestre, montant qui est nettement inférieur aux 5,4 milliards enregistrés un an plus tôt. Le gouvernement français

s'attend à un déficit de 35 milliards de francs français en 1989, après 32,9 milliards en 1988.

L'effectif des chômeurs s'est résorbé légèrement, et le taux de chômage a diminué à 10% en mars. Le taux annuel de renchérissement a passé, en moyenne, de 3% au quatrième trimestre de 1988 à 3,4% au premier de 1989. En avril, il s'établissait à 3,6%.

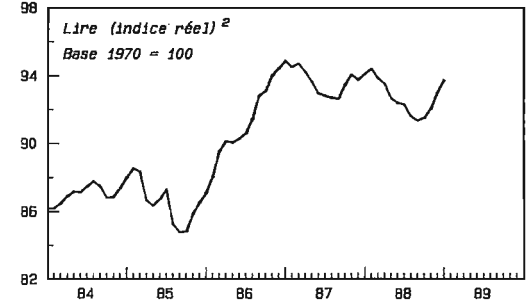
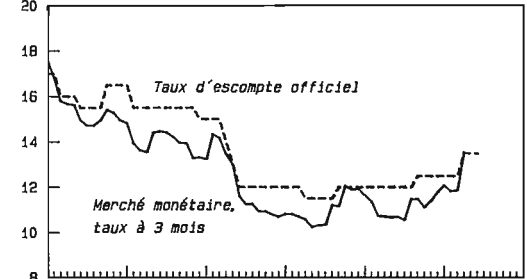
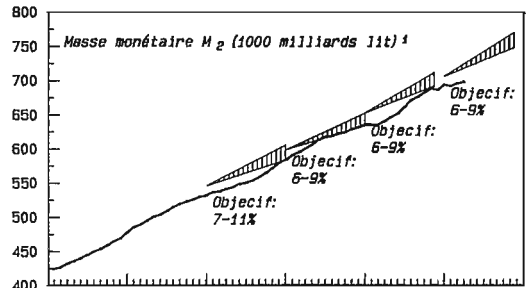
En 1988, les comptes de l'Etat se sont soldés par un déficit de 114,8 milliards de francs français, soit quelque 2% du produit intérieur brut. Ce résultat correspond à ce qui figurait au budget. Les dépenses publiques ont augmenté de 2,7% en termes nominaux et stagné en termes réels, tandis que les recettes ont progressé de 3,6%. Pour l'année 1989, le budget prévoit une réduction du déficit à 100 milliards de francs français ou à 1,7% du produit intérieur brut.

La masse monétaire M_2 , qui sert d'agrégat de référence à la Banque de France, s'est accrue en moyenne de 3,8% entre le premier trimestre de 1988 et la même période de 1989. Ce rythme est légèrement plus faible que les 4 et 6% choisis comme objectif. Compte tenu de cette expansion monétaire modérée et de la fermeté du franc français au sein du Système monétaire européen, la Banque de France a renoncé à relever ses taux directeurs en avril; en janvier, quand d'autres instituts d'émission européens avaient augmenté leurs taux directeurs, elle avait porté de 7,75% à 8,25% son taux des appels d'offres. Les taux à court terme, en hausse depuis l'automne de 1988, ont amorcé un léger repli en mars et en avril. A fin avril, la rémunération des dépôts à trois mois s'inscrivait à 8,7%.

Italie

La croissance de l'économie italienne a été forte pendant les mois d'octobre à décembre 1988. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1% par rapport aux trois mois précédents et de 3,7% par rapport à la même période de 1987. La consommation privée et les investissements ont été les principaux moteurs de cette vigoureuse expansion. Mais les exportations, qui ont pro-

Graphique 8: Italie



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

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

gressé de 3,6% en volume, ont apporté elles aussi un important soutien à la conjoncture.

Au premier trimestre de 1989, la production industrielle n'a pas atteint son niveau des trois mois précédents. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, sa croissance a fléchi de 6,7% au quatrième trimestre de 1988 à 2,9% seulement le trimestre suivant. En valeur, les exportations dépassaient de 15,2% leur niveau des trois premiers mois de 1988, et les

importations, de 14,4%. La balance commerciale s'est soldée par un déficit de 5320 milliards de lires, montant qui est à peu près aussi élevé que le déficit du premier trimestre de 1988. En janvier, le taux de chômage s'inscrivait à 12%, soit au même niveau qu'un an auparavant.

En comparaison annuelle, la hausse de l'indice des prix à la consommation atteignait en moyenne 6,1% au premier trimestre, contre 5,2% le trimestre précédent. Il faut remonter au deuxième trimestre de 1986 pour observer un plus mauvais résultat (6,3%). La progression de l'indice des prix de gros a été elle aussi forte (6,7%). Au mois d'avril, le taux annuel de renchérissement s'élevait à 6,7%.

Pour l'exercice 1989, le déficit public italien pourrait atteindre le chiffre record de 134 500 milliards de lires, soit plus de 12% du produit intérieur brut. Des mesures permettant de réduire les dépenses de quelque 12 000 milliards de lires ont été proposées. Ces mesures ont déjà été approuvées par le Sénat, mais pas encore par l'autre Chambre. On ne peut toutefois guère

s'attendre à ce qu'elles ramènent le déficit au montant prévu dans le budget, soit à 117 350 milliards de lires.

Au premier trimestre, la masse monétaire M_2 dépassait de 9% son niveau de la période correspondante de 1988. Elle était ainsi à la limite supérieure de la fourchette de 6 à 9% choisie comme objectif. En moyenne des mois de janvier et de février, le taux annuel de croissance des crédits atteignait 20%, rythme qui est bien plus élevé que les 6 à 10% visés par les autorités monétaires. En vue de modérer la demande intérieure et les anticipations inflationnistes croissantes, la Banque d'Italie a porté son taux de l'escompte de 12,5% à 13,5% au début de mars. La rémunération des bons du Trésor à six mois a passé en moyenne de 11,4% au dernier trimestre de 1988 à 13% le trimestre suivant. En outre, les autorités italiennes ont décidé de prélever des réserves minimales sur les fonds que les résidents se procurent à l'étranger. Elles entendent ainsi freiner l'expansion trop rapide des crédits bancaires en monnaies étrangères.

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1985	1986	1987	1988a)	1988						1989a)
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	
Etats-Unis	3,4	2,8	3,4	3,9	5,0	4,8	4,3	3,8	2,7	2,8	
Japon	4,9	2,4	4,3	5,7	5,7	7,0	5,7	5,7	4,7	–	
Rép. féd. d'Allemagne	1,9	2,3	1,8	3,4	2,4	4,4	3,4	3,4	2,7	–	
Royaume-Uni b)	3,7	3,0	4,4	3,8	4,2	5,6	4,2	2,3	3,0	–	
France b)	1,7	2,1	2,4	3,6	2,7	3,5	3,2	3,4	2,8	–	
Italie b)	2,9	2,9	3,0	3,9	2,8	3,4	3,3	3,9	3,7	–	
Suisse b)	4,1	2,8	2,3	3,0	2,6	2,4	3,5	2,9	2,8	3,2	

a) Chiffres provisoires b) PIB

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

	1985	1986	1987	1988	1988						1989
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril	
Etats-Unis	3,5	1,9	3,7	4,1	4,3	4,8	4,7	4,8	4,9	5,0	
Japon	2,0	0,6	0,1	0,7	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1	–	
Rép. féd. d'Allemagne	2,2	–0,2	0,2	1,2	1,5	2,6	2,6	2,6	2,7	3,0	
Royaume-Uni	6,1	3,4	4,2	4,9	6,5	7,7	7,5	7,8	7,9	8,0	
France	5,8	2,7	3,1	2,7	3,0	3,4	3,3	3,4	3,4	3,6	
Italie	8,6	6,1	4,6	5,0	5,2	6,1	5,7	6,3	6,4	6,7	
Suisse	3,4	0,8	1,4	1,9	1,9	2,3	2,2	2,3	2,3	2,6	

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

	1985	1986	1987	1988	1988						1989
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril	
Etats-Unis	7,1	6,9	6,2	5,5	5,3	5,2	5,4	5,1	5,0	5,3	
Japon	2,6	2,8	2,8	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	–	
Rép. féd. d'Allemagne e)	9,3	9,0	8,9	8,7	8,5	7,9	8,0	7,9	7,8	7,9	
Royaume-Uni b), d)	11,1	11,4	10,2	8,2	7,5	6,8	7,0	6,8	6,7	6,5	
France b)	10,2	10,5	10,6	10,2	10,1	10,0	10,1	10,0	10,0	10,0	
Italie b)	10,6	11,0	12,0	12,0	11,9c)	12,0c)	12,0	–	–	–	
Suisse	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	

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

1.4 Balance des transactions courantes (balance des revenus; solde en milliards de dollars, données cvs)

	1985	1986	1987	1988a)	1988						1989a)
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	
Etats-Unis	–117,7	–140,6	–154,0	–135,3	–33,5	–36,9	–33,7	–32,6	–31,9	–	
Japon	49,2	85,8	87,0	79,5	20,5	23,1	16,8	17,8	21,5	20,9	
Rép. féd. d'Allemagne	16,4	39,2	44,8	48,3	10,3	9,0	15,7	11,9	11,4	16,2	
Royaume-Uni	4,3	–0,2	–3,0	–26,1	–3,6	–5,4	–5,0	–5,8	–9,8	–7,8	
France	–0,2	2,9	–4,1	–4,2	–2,6	1,0	0,0	–1,1	–3,8	0,8	
Italie	–4,1	2,2	–1,0	–4,2	–1,7	–1,8	0,3	–2,6	–0,1	–	
Suisse b)	5,0	6,9	7,3	6,3	1,9	3,3	1,0	0,7	1,4	2,3	

a) Chiffres provisoires b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

La haute conjoncture a persisté en Suisse au cours des trois premiers mois de 1989. Le produit intérieur brut réel a progressé en effet de 3,2% par rapport au premier trimestre de 1988 (quatrième trimestre de 1988: 2,7%). La croissance s'est donc poursuivie aux rythmes enregistrés durant les trimestres précédents. Toutes les composantes de la demande ont contribué à cette croissance. Les exportations ont augmenté dans une mesure particulièrement forte. De leur côté, les importations, notamment celles de matières premières et de produits semi-finis, ont également haussé considérablement grâce au dynamisme de l'essor industriel et à la vigueur persistante de la demande intérieure. L'expansion de la demande globale a entraîné une recrudescence des achats à l'étranger et une nouvelle hausse de la production en Suisse. C'est pourquoi le taux d'utilisation des capacités de production a atteint un nouveau record. Les stocks que les entreprises évaluaient généralement trop bas n'ont pu être reconstitués dans la mesure voulue, du fait de la rapide progression des ventes.

Les signes précurseurs d'un ralentissement de l'essor largement réparti sur les secteurs ne sont guère perceptibles. Dans ses prévisions pour 1989 publiées au printemps, le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ estime que la croissance du produit intérieur brut sera à peine inférieure à celle de 1988.

La hausse persistante de la production s'est également reflétée sur le marché du travail, où le manque de main-d'œuvre s'est fait de plus en plus sentir. Au premier trimestre de 1989, le taux de chômage est resté à 0,6%, mais l'emploi et le nombre des places vacantes annoncées ont encore augmenté.

Malgré les tensions sur le marché du travail et le taux élevé d'utilisation des capacités de production, les prix à la consommation des marchandises suisses n'ont enregistré qu'une légère accélération. Les prix des biens et des services importés ont par contre progressé sensiblement

au cours des derniers mois. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a passé de 1,8% au dernier trimestre de 1988 à 2,3% au premier de 1989. Il atteignait 2,6% en avril et 3% en mai.

Pour faire face à la pression croissante du renchérissement, la Banque nationale a resserré les rênes de la politique monétaire durant le quatrième trimestre de 1988. De février à avril, la monnaie centrale dessaisonnalisée a diminué de 1,4%, en taux annualisé, par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de 1988. Les avoirs en comptes de virements ont encore reculé durant ce même laps de temps. L'objectif monétaire de 2% pour 1989 ne sera vraisemblablement pas atteint.

Le resserrement de l'offre de monnaie a entraîné un net accroissement des rémunérations à court terme. Les taux à long terme ont été orientés eux aussi à la hausse, mais dans une mesure nettement moins forte que les rémunérations à court terme. La structure inverse des taux, qui est observée depuis le mois de novembre 1988, a encore provoqué des réaménagements de portefeuilles. Des dépôts d'épargne ou à vue, pas ou peu rémunérés, ont été transformés en dépôts à terme fixe. En mai, les banques ont donc relevé une nouvelle fois les taux des anciennes et des nouvelles hypothèques. Du fait de l'évolution observée sur le marché monétaire, la Banque nationale a augmenté les taux de l'escompte et des avances sur nantissement en janvier et en avril. Le 26 mai, elle a en outre décidé d'introduire un système de taux lombard flottant, afin de maintenir ce taux au-dessus des taux du marché monétaire et, partant, de réserver les avances sur nantissement à la couverture de besoins exceptionnels de banques.

Le franc suisse s'est encore déprécié entre les mois de février et de mai. Face au dollar américain, il a enregistré la plus forte baisse. La valeur extérieure du franc a reculé également en termes réels. Au premier trimestre de 1989, elle a diminué de 8,1% par rapport à la période correspondante de 1988.

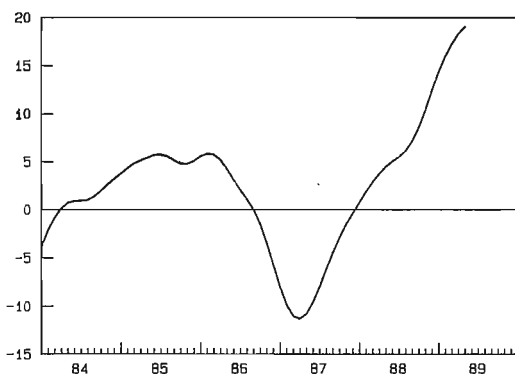
2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Au premier trimestre de 1989, le produit intérieur brut réel a dépassé de 3,2% le niveau de la période correspondante de 1988 (dernier trimestre de 1988: 2,7%). La croissance économique est donc restée à peu près au niveau des rythmes observés depuis le milieu de 1987. La hausse de la production, qui se répartit assez équitablement entre les branches, a résulté de l'évolution de la demande en Suisse et à l'étranger.

Les dépenses de consommation privée ont continué de progresser, et les investissements sont restés soutenus. Les investissements en biens d'équipement ont augmenté au même rythme qu'au quatrième trimestre de 1988, soit de 4%, et ceux en constructions, qui avaient enregistré un léger ralentissement de leur croissance à la fin de 1988, ont de nouveau haussé fortement. Les exportations ont encore progressé vigoureusement grâce à la croissance de 5,3% des ventes de biens à l'étranger et, pour la première fois

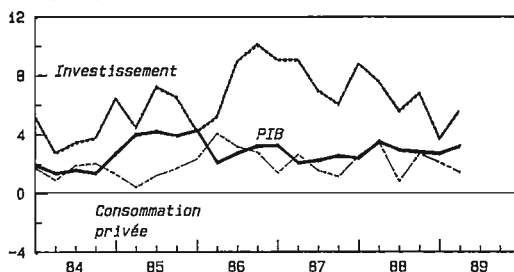
Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹



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

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

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral des questions conjoncturelles

depuis la fin de 1987, à celle de 4,3% des exportations de services (tourisme).

Les indicateurs disponibles pour le secteur industriel confirment la situation très favorable de la conjoncture. La production industrielle s'est élevée de 2% par rapport au premier trimestre de 1988; durant les trois derniers mois de 1988, elle avait haussé de 8%. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, qui fait l'objet d'une enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, a encore progressé durant le premier trimestre de 1989. Avec 89,3% en moyenne, il s'est inscrit à un niveau jamais atteint depuis le début des années septante. L'industrie d'exportation a également enregistré un taux d'utilisation élevé puisque, après avoir de nouveau augmenté légèrement, ce dernier a atteint 92,1% (quatrième trimestre de 1988: 91,6%).

Les appréciations qualitatives résultant de l'enquête que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ effectue chaque mois auprès des entreprises confirment également la bonne situation de l'industrie. Au premier trimestre de 1989, l'indicateur sur la «marche des affaires dans l'industrie» est resté orienté à la hausse pour les entreprises exportatrices et aussi pour celles qui sont axées sur le marché intérieur. Les entrepreneurs estiment que l'évolution économique à très court terme sera favorable; les résultats des enquêtes sur l'appréciation des carnets de commandes et l'estimation des entrées de commandes se sont de nouveau améliorés un peu au cours de ces derniers mois.

Consommation privée

Au premier trimestre de 1989, les dépenses de consommation ont augmenté de 1,4%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1988. Leur croissance s'est donc inscrite légèrement au-dessous des rythmes d'un peu plus de 2% observés depuis 1985. Ce ralentissement s'explique essentiellement par un nombre de jours ouvrables moins élevé qu'au premier trimestre de 1988.

Les dépenses liées aux services sont une nouvelle fois à l'origine de l'expansion de la consommation. La consommation de biens ne s'est accrue que modérément dans l'ensemble, ce qui résulte – la statistique du chiffre d'affaires réel du commerce de détail le montre – de l'évolution inégale des achats de produits courants et des acquisitions de biens durables. La demande a stagné pour les denrées alimentaires et les vêtements, alors qu'elle augmentait considérablement dans les autres branches. Quant aux ventes de voitures, elles ont été particulièrement importantes.

Les résultats des sondages montrent que la forte propension à consommer a faibli un peu. D'après l'enquête effectuée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ auprès des détaillants, ces derniers n'ont plus jugé, en avril, avec le même optimisme qu'auparavant leurs perspec-

tives de ventes; dans le secteur de l'alimentation, des boissons et du tabac, les avis sont particulièrement réservés au sujet de l'évolution du chiffre d'affaires. L'enquête que l'Office fédéral des questions conjoncturelles a effectuée en avril auprès des consommateurs confirme l'attente des vendeurs. Les consommateurs ne jugent la situation économique et leur propre situation financière plus aussi favorablement qu'au début de l'année. Ils ne sont donc plus aussi incités que précédemment à se lancer dans des achats importants.

Investissements

Au premier trimestre de cette année, le montant des investissements dépassait de 5,7%, en termes réels, le niveau de la période correspondante de 1988. Les investissements en biens d'équipement ont progressé à peu près au même rythme qu'au trimestre précédent, soit de 4%, contre 4,5%. La hausse des investissements en constructions, qui avait légèrement ralenti à la fin de 1988 (quatrième trimestre de 1988: 3,2%), a atteint 7,3%. La propension à investir est donc restée très vive. L'enquête que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a faite au printemps montre que la fin du boom des investissements, stimulé par les bons résultats des ventes, les bénéfices et des consi-

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

	1985	1986	1987	1988	1989					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Importations de biens d'équipement (volume) ¹	8,7	14,5	10,0	-	19,0	-	-	-	-	-
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes	-15,0	3,2	-13,2	7,5	-31,6	28,3	5,7	-13,8	18,4	-30,4
Logements construits dans 96 villes	-2,3	-1,5	-16,3	2,1	-15,7	-11,4	13,6	-15,2	18,0	-1,9
Projets de constructions industrielles ²										
- volume des projets	34,4	21,8	-0,1	-15,9	-3,5	-14,3	-32,0	-0,6	-15,7	17,7
- nombre de projets	12,6	5,2	0,1	-5,0	-0,6	7,5	-24,0	-1,0	1,1	-15,7

¹ A partir de 1988, du fait de la révision de la statistique douanière, les données afférentes au commerce extérieur par catégories d'utilisation ne sont pas comparables, pour le moment, à celles des années précédentes.

² Constructions nouvelles et agrandissements

dérations de rationalisation, ne devrait pas se produire cette année.

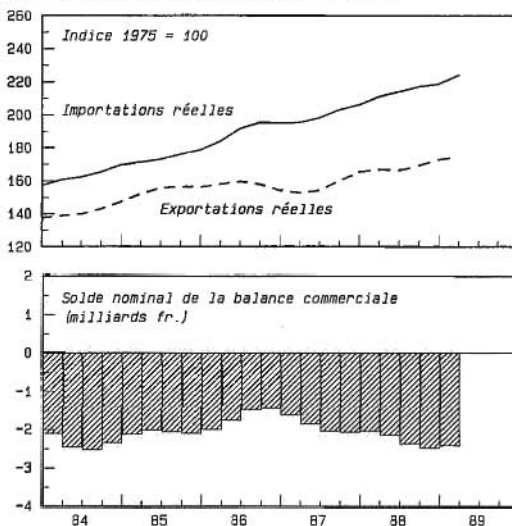
Au premier trimestre, le manque de main-d'œuvre a posé une nouvelle fois des problèmes à l'industrie de la construction pour faire face à la forte demande. D'après l'enquête effectuée en février par la Société suisse des entrepreneurs, la réserve de travail et les entrées de commandes du secteur principal de la construction dépassaient de 16% chacune, en termes nominaux, et de plus de 10% chacune, en termes réels, les niveaux de l'année précédente. La demande est restée particulièrement dynamique dans le domaine des constructions industrielles et artisanales; elle est devenue plus importante pour les constructions des entreprises de services. En outre, les pouvoirs publics ont manifesté une forte propension à investir dans des travaux de génie civil. Les récentes hausses de taux d'intérêt n'ont jusqu'à présent pas influencé la demande de constructions; un certain ralentissement de l'activité est toutefois attendu, notamment par la Société des entrepreneurs.

Les indicateurs disponibles confirment les résultats de l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, à savoir que la forte propension à investir en biens d'équipement a persisté au cours des premiers mois de 1989. Au premier trimestre de 1989, les importations de biens d'investissement ont de nouveau augmenté considérablement (13,7%, en valeur, par rapport à la même période de 1988), et l'industrie des machines a annoncé d'importantes entrées de commandes de la clientèle suisse.

Commerce extérieur et balance courante

Au premier trimestre de 1989, les exportations de marchandises (sans les métaux précieux) ont progressé de 10,3%, en valeur, et de 5,3%, en volume, par rapport à la période correspondante de l'année précédente (quatrième trimestre de 1988: 8,2% et 4,9%). Aussi leur croissance s'est-elle encore accélérée, après avoir atteint des rythmes non négligeables en 1988. Quant aux importations, elles ont haussé plus vigoureusement. Elles dépassaient de 15,9%, en valeur, et de 7,8%, en volume, les niveaux du premier

Graphique 11: Commerce extérieur¹



¹ Données cvs et lissées

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

trimestre de 1988 (quatrième trimestre de 1988: 10,9% et 5,7%).

La répartition par pays montre que la valeur des biens (métaux précieux compris) livrés aux Etats de la Communauté européenne a augmenté de 11% et celle des marchandises vendues aux pays de l'AELE, de 7,8%. Si les exportations vers la France ont progressé dans une très forte mesure, les livraisons à l'Allemagne, le premier partenaire commercial de la Suisse, ont été inférieures à la moyenne. Pour ce qui est des exportations extra-européennes, celles à destination des Etats-Unis notamment ont haussé vigoureusement, alors que les ventes aux pays de l'OPEP reculaient.

Une comparaison par branches indique que la demande étrangère a été particulièrement soutenue pour les produits de l'industrie horlogère et de la métallurgie. En particulier, l'industrie de la chaussure, celle de la technique du chaud et du froid ainsi que les télécommunications ont enregistré des mouvements de baisse au premier trimestre de 1989.

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

	1984	1985	1986	1987a)	1987a) 1988a)b)				1989a)b)	
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Exportations, volume	6,4	9,1	0,6	1,5	9,6	9,4	7,0	6,4	4,9	5,3
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	9,8	7,9	0,0	1,6	8,5					
biens d'équipement	3,1	10,7	3,9	1,6	8,1					
biens de consommation	6,4	8,8	-2,7	1,7	13,2					
Valeurs moyennes à l'exportation	4,5	1,9	0,8	-1,1	-2,9	1,3	1,6	4,7	2,9	5,7
Importations, volume	7,3	5,2	8,2	6,4	12,7	9,3	8,7	9,0	5,7	7,8
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	10,1	7,6	3,7	3,2	8,2					
biens d'équipement	3,6	8,7	14,5	10,0	19,0					
biens de consommation	9,6	2,5	9,0	8,1	11,9					
Valeurs moyennes à l'importation	4,0	4,7	-9,4	-4,2	-1,8	-1,7	1,6	3,1	3,6	6,7

a) Chiffres provisoires

b) Estimations de l'Office fédéral des questions conjoncturelles (OFQC). A partir de 1988, du fait de la révision de la statistique douanière, les données afférentes au commerce extérieur par catégories d'utilisation ne sont pas comparables, pour le moment, à celles des années précédentes.

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

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

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

	1986	1987	1988	1987		1988		1989	
				4 ^e trim. (*)	1 ^{er} trim. (*)	2 ^e trim. (*)	3 ^e trim. (*)	4 ^e trim. (*)	1 ^{er} trim. (*)
		a))						
Recettes									
Exportations de marchandises	69,2	69,5	76,3	19,3	18,3	18,8	18,3	20,9	20,4
Commerce spécial (indice I)	67,0	67,5	74,1	18,8	17,7	18,3	17,8	20,3	19,8
Autres exportations de marchandises ²	2,2	2,0	2,3	0,5	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6
Exportations de services	19,9	20,7	20,8	4,0	5,5	4,9	6,3	4,2	5,7
Revenus de facteurs ³	27,0	27,7	28,8	7,0	7,1	7,0	7,2	7,4	8,1
Transferts sans contrepartie	2,8	2,8	2,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Total	118,9	120,8	128,7	31,1	31,6	31,5	32,5	33,2	34,9
Dépenses									
Importations de marchandises	76,6	78,1	85,5	20,9	20,1	21,6	21,0	22,9	23,2
Commerce spécial (indice I)	73,5	75,2	82,4	20,2	19,3	20,8	20,2	22,1	22,3
Autres importations de marchandises ²	3,1	2,9	3,1	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,9
Importations de services	9,8	10,3	10,9	2,0	1,6	2,8	4,4	2,1	1,6
Revenus de facteurs ³	15,4	16,6	17,6	4,3	4,2	4,3	4,5	4,7	5,2
Transferts sans contrepartie	4,7	5,1	5,4	1,2	1,3	1,4	1,5	1,3	1,3
Total	106,5	110,0	119,5	28,4	27,1	30,0	31,3	31,1	31,3
Solde de la balance des transactions courantes	12,3	10,8	9,2	2,7	4,5	1,5	1,2	2,1	3,6

a) Chiffres provisoires

*) Selon de premières estimations

¹ En milliards de francs: des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis² Y compris l'énergie électrique³ Revenus du travail et des capitaux

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

L'expansion des importations de marchandises est restée très élevée grâce à la bonne conjoncture. Les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis se sont accrus à un rythme particulièrement rapide. Par contre, les livraisons de produits énergétiques étrangers ont reculé de 7,1%, en termes réels, bien qu'elles aient dépassé de 6%, en valeur, – du fait de la hausse des prix – le montant enregistré un an auparavant.

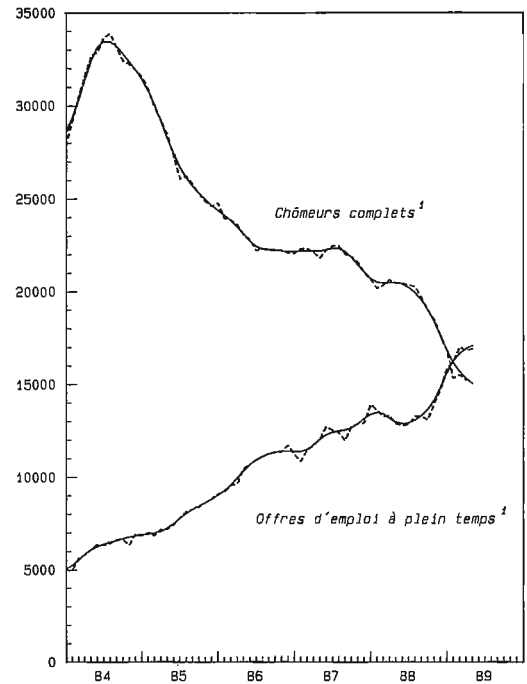
Au premier trimestre de 1989, l'excédent de la balance des transactions courantes a atteint 3,6 milliards de francs, soit 0,9 milliard de moins qu'un an auparavant. Ce repli s'explique uniquement par le déficit du trafic des marchandises, qui a passé de 1,8 milliard au premier trimestre de 1988 à 2,8 milliards une année plus tard.

L'augmentation de 0,2 milliard de l'excédent de la balance des services est due principalement aux recettes accrues du tourisme. Les soldes des autres postes de la balance courante, soit ceux des revenus de facteurs et des transferts unilatéraux, n'ont guère varié durant le trimestre considéré. Parmi les revenus de facteurs, l'augmentation des revenus nets de capitaux a presque compensé la croissance persistante des salaires versés aux frontaliers étrangers.

Emploi et marché du travail

Au premier trimestre de 1989, l'indice de l'emploi a progressé de 1,4% par rapport à la période

Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et lissées

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

correspondante de 1988, contre 1,2% au quatrième trimestre de l'année dernière. L'emploi a augmenté de 3,1% dans la construction, enregistrant ainsi la plus forte croissance. Dans le secteur des services, il a haussé de 1,3%. Le nom-

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

	1985	1986	1987	1988	1988		1989			
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Indice de l'emploi ¹	0,8	1,0	1,2	1,3	1,2	1,4	–	–	–	–
Taux de chômage ^{2,3}	0,9	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Chômeurs ³	27 025	22 770	21 918	19 524	17 584	17 801	18 893	18 048	16 463	15 835
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	2 133	2 058	4 142	3 948	2 231	846	1 002	1 006	531	775
Offres d'emploi à plein temps ³	7 898	10 734	12 348	13 552	14 023	16 217	14 963	16 595	17 093	17 044

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

Source: La Vie économique, OFIAMT

bre des personnes occupées dans l'industrie s'est accru de 0,8%, soit une nouvelle fois moins que la moyenne de l'économie, mais nettement plus qu'au quatrième trimestre de 1988 (0,4%).

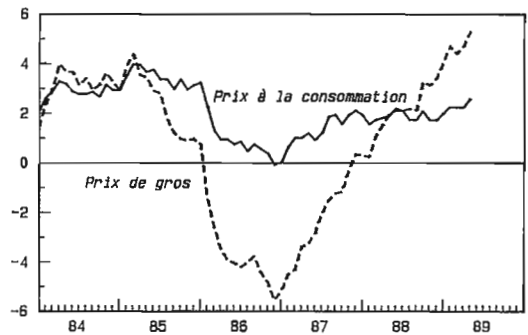
Le taux de chômage est resté au bas niveau des trois mois précédents. Il s'est donc établi à 0,6% en données corrigées des variations saisonnières. Le nombre des chômeurs complets a passé de 26 000 au premier trimestre de 1988 à 20 000 une année plus tard. Les places vacantes annoncées aux offices du travail ont de nouveau été plus nombreuses. Quant aux chômeurs partiels, ils ont diminué sensiblement en l'espace d'une année. Les tensions observées depuis quelques mois sur le marché du travail ont donc eu plutôt tendance à se renforcer durant le premier trimestre de 1989.

Prix et salaires

Mesuré par l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel a atteint 2,3% au premier trimestre de 1989, contre 1,9% au trimestre précédent. Après avoir baissé à la fin de 1988, l'indice du groupe «chauffage et éclairage» a progressé de 5,8% sous l'effet de la hausse du prix de l'huile de chauffage. Il a ainsi contribué fortement à l'accroissement de l'indice global au début de cette année. La répartition selon la provenance montre que les prix des biens et services indigènes ont de nouveau augmenté plus fortement que ceux des biens et services d'origine étrangère. Toutefois, l'écart entre les deux taux de croissance a diminué puisque le premier a atteint 2,4% et le second, 1,9%. Comme précédemment, la hausse des prix des services a été nettement supérieure à celle des marchandises (3%, contre 1,4%). Le taux d'inflation s'est élevé à 2,6% en avril et à 3% en mai.

L'expansion annuelle de l'indice des prix de gros s'est inscrite à 4,6% au premier trimestre de 1989, contre 3,5% au précédent. Les marchandises étrangères ont renchéri de 8,6%, et les produits suisses, de 3,2%. Les indices de tous les groupes de marchandises ont augmenté. L'accélération de la hausse de l'indice global est due surtout à la croissance de 7% des prix des

Graphique 13: Evolution des prix¹



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

matières premières et des produits semi-finis et à celle de 4% des prix des agents énergétiques et connexes. En revanche, les prix des biens de consommation n'ont progressé que de 0,8%. En avril, les prix de gros se sont accrus de 5,3%.

Selon des calculs de l'OFIAMT, les gains des travailleurs ont augmenté au premier trimestre de 3,8% en termes nominaux. Abstraction faite du renchérissement, qui est mesuré par l'indice des prix à la consommation, les salaires réels ont haussé de 1,5%.

3. Evolution monétaire

Politique monétaire

Afin de faire face au danger inflationniste, la Banque nationale a adopté une politique monétaire restrictive au quatrième trimestre de 1988. Pour 1989, elle a fixé à 2% l'objectif de croissance de la monnaie centrale dessaisonnalisée. Si les billets en circulation devaient augmenter de 4%, cet objectif monétaire impliquerait une baisse des avoirs en comptes de virements des banques et, pour autant que la demande de ces avoirs ne se modifie pas, une hausse des taux d'intérêt.

Comme prévu, les avoirs en comptes de virements ont reculé jusqu'au mois d'avril, alors que les taux d'intérêt augmentaient. Ces mouvements ont toutefois été plus amples que ce qui

Tableau 6: Monnaie centrale ajustée

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ^{2,7}	MC ^{1,3}	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1,4}	Variation en % ²
1985	23 626	1,6	8 090	3,6	31 716	574	31 142	2,2
1986	23 951	1,4	8 297	2,5	32 248	481	31 768	2,0
1987	24 785	3,5	8 647	4,2	33 432	724	32 708	2,9
1988	25 819	4,2	5 667	- 33,9	31 486	66	31 420	- 3,9
1988 1 ^{er} trim.	25 525	3,6	7 620	- 9,3	33 145	125	33 020	1,3
1988 2 ^e trim.	25 516	4,3	5 627	- 34,3	31 143	47	31 096	- 3,6
1988 3 ^e trim.	25 660	4,5	5 247	- 37,8	30 906	50	30 856	- 4,5
1988 4 ^e trim.	26 574	4,3	4 175	- 54,0	30 749	41	30 708	- 8,7
1988 octobre	25 792	4,4	4 310	- 47,9	30 102	0	30 102,	- 6,5
1988 novembre	26 008	4,3	4 014	- 53,7	30 022	0	30 022	- 8,6
1988 décembre	27 923	4,2	4 200	- 60,5	32 123	123	32 000	- 11,0

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ^{2,7}	MC ^{1,3}	Coefficients saisonniers	MCD ^{1,5}	Variation en % ⁶
1988 4 ^e trim.	26 574	4,3	4 175	- 54,0	30 749	1,015	30 308	—
1989 1 ^{er} trim.	26 727	4,7	3 867	- 48,5	30 594	1,012	30 242	—
1989 janvier	27 117	4,9	3 894	- 56,1	31 011	1,029 ^P	30 137 ^P	- 3,3 ^P
1989 février	26 439	4,8	3 775	- 49,0	30 214	0,999 ^P	30 244 ^P	- 0,8 ^P
1989 mars	26 625	4,5	3 931	- 40,3	30 556	1,007 ^P	30 344 ^P	0,4 ^P
1989 avril	26 332	3,7	3 495	- 43,2	29 827	1,000 ^P	29 827 ^P	- 3,8 ^P
1989 mai	26 373	3,3	3 788	- 28,6	30 161	0,997 ^P	30 252 ^P	- 0,4 ^P

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

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

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

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

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

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

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

^P chiffre provisoire

était attendu. Le net recul des avoires en comptes de virements s'explique essentiellement par la diminution de la demande de monnaie centrale, une conséquence de l'introduction du système de paiements interbancaires SIC. Si l'offre d'avoires en comptes de virements était restée inchangée, les rémunérations à court terme auraient fléchi. Une telle évolution aurait été inopportune dans une phase de tensions conjoncturelles et de pressions inflationnistes, mais également en raison de la dépréciation du franc. Aussi la Banque nationale a-t-elle réduit depuis le mois de mars le niveau des avoires en comptes de virements.

Les taux d'intérêt ont toutefois augmenté dans une mesure particulièrement forte. Cette évolution s'explique en partie par la nette dépréciation du franc depuis le mois de mars. Les anticipations inflationnistes à court terme en ont été révisées à la hausse par le biais du renchérissement des biens importés. Par conséquent, les taux d'intérêt nominaux ont augmenté, car ils reflètent non seulement la rémunération réelle mais aussi le taux d'inflation anticipé. Si la Banque nationale s'était opposée à cette croissance, elle aurait assoupli le degré de rigueur de sa politique pour entraîner le repli des taux d'intérêt nominaux et, par voie de conséquence, des taux

réels. Telle n'était pas son intention. La Banque nationale n'a donc pas empêché la hausse des taux; en avril, elle a adapté les taux officiels de l'escompte et des avances sur nantissement à la nouvelle situation du marché.

L'écart entre le taux des avances sur nantissement et les rémunérations à court terme n'a cependant pas cessé de varier fortement. Finalement, le taux lombard s'est une nouvelle fois inscrit nettement au-dessous des rémunérations à court terme. Il en a résulté un recours nettement accru aux avances sur nantissement, ce qui n'était pas opportun du point de vue de la politique monétaire. C'est pourquoi la Banque nationale a décidé le 26 mai 1989 d'introduire un système de taux lombard flottant. A l'avenir, le taux s'inscrira un point au-dessus du niveau des taux de l'argent au jour le jour. L'institut d'émission s'assure ainsi que les avances sur nantissement sont réservées à la couverture de besoins exceptionnels de banques et non utilisées pour l'alimentation générale du marché monétaire en liquidités (voir texte sur l'introduction d'un système de taux lombard flottant, page 179 du présent bulletin trimestriel).

Agrégats monétaires

De février à avril 1989, la monnaie centrale desaisonnalisée a diminué de 1,4%, en moyenne et en taux annualisé, par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de 1988, qui est la période de référence pour le calcul de l'objectif de croissance monétaire en 1989. Elle a donc évolué à un rythme inférieur à l'objectif monétaire de 2% fixé pour cette année. Durant ces mêmes mois, les avoirs en comptes de virements ont atteint 3,7 milliards de francs en moyenne, contre 4,2 milliards au dernier trimestre de 1988. Quant aux billets en circulation, ils ont passé de 26,6 milliards au quatrième trimestre de 1988 à 26,5 milliards de francs en moyenne au premier trimestre de 1989.

Les agrégats monétaires M_1 , M_2 et M_3 et leurs composantes ont évolué de façon très inégale au premier trimestre de 1989. Le numéraire en circulation a augmenté de 4,5% par rapport au premier trimestre de 1988 (quatrième trimestre

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M_1	M_2	M_3
1985	0,1	7,3	4,8
1986	5,0	5,9	6,7
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,5	7,9	9,8
1988 1 ^{er} trim. ²	17,4	10,2	11,2
1988 2 ^e trim. ²	18,5	8,9	11,2
1988 3 ^e trim. ²	14,0	7,9	9,8
1988 4 ^e trim. ²	8,2	4,5	6,8
1989 1 ^{er} trim. ²	-2,9	13,0	6,6
1988 décembre ²	3,8	3,9	5,7
1989 janvier ²	-1,0	9,7	6,5
1989 février ²	-4,4	12,7	6,4
1989 mars ²	-3,4	16,5	6,9
1989 avril ²	-7,3	16,2	5,7

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

² Chiffres provisoires

M_1 = Numéraire en circulation + dépôts à vue (sans métaux précieux)

M_2 = M_1 + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

M_3 = M_2 + dépôts d'épargne

de 1988: 5,5%), alors que les dépôts à vue reculaient de 6,1% (+9,4%). La masse monétaire M_1 a donc diminué de 2,8%, après avoir enregistré une hausse de 8,2% au quatrième trimestre de 1988. En revanche, les dépôts à terme, qui sont compris dans M_2 , ont progressé vigoureusement, soit de 33,1%, contre 0,5% au quatrième trimestre de 1988. Cette évolution est surtout due au fait que les taux à court terme se sont nettement redressés en l'espace de douze mois. Comme les taux d'épargne ont baissé durant le même temps, des fonds d'épargne ont aussi été transformés en placements à terme. De ce fait, l'expansion de la masse monétaire M_2 a passé de 4,5% au quatrième trimestre de 1988 à 13% au premier trimestre de 1989; la croissance de M_3 a atteint 6,6%, contre 6,8% au quatrième trimestre de 1988.

Marché monétaire

La baisse des avoirs en comptes de virements que les banques détiennent à la Banque natio-

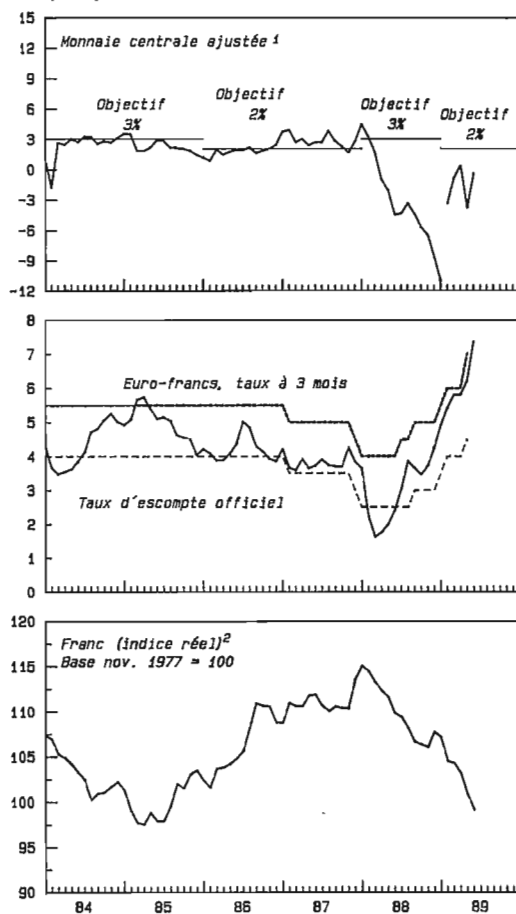
nale a continué au premier trimestre de 1989 et durant la première moitié du deuxième. Dans le même temps, les taux d'intérêt ont haussé sur le marché monétaire. Après s'être établi à 3,8% en moyenne au dernier trimestre de 1988, le taux de l'argent au jour le jour a atteint 5% en moyenne au premier trimestre de 1989. Il a augmenté à 5,7% en avril et à 7,1% en mai. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a passé de 4,3% au quatrième trimestre à 5,7% au premier trimestre de 1989; il s'est inscrit en moyenne à 6,2% en avril et à 7,4% en mai.

Comme les taux à court terme servis sur les monnaies étrangères ont aussi progressé, l'écart d'intérêt en faveur notamment des placements en marks allemands et en dollars américains n'a diminué que faiblement au premier trimestre. La différence de rémunérations entre les marchés suisse et allemand, qui joue traditionnellement contre notre monnaie, a profité au franc suisse dans le courant du deuxième trimestre seulement; quant à l'écart d'intérêt favorisant les dépôts à court terme en dollars, il s'est réduit fortement.

La Banque nationale a confirmé sa politique monétaire restrictive en relevant ses taux officiels à trois reprises en l'espace de moins de quatre mois. Lors de la dernière hausse, avec effet au 14 avril, elle a porté de 4 à 4½% le taux de l'escompte et de 6 à 7% celui des avances sur nantissement. Ainsi, le taux lombard s'est inscrit dans un premier temps une nouvelle fois au-dessus des rémunérations à court terme, dissuadant les banques de recourir à ces crédits pour s'approvisionner en liquidités à des conditions plus avantageuses que celles du marché monétaire. Comme les rémunérations à court terme ont continué de progresser fortement en mai, une adaptation du taux lombard devenait de nouveau nécessaire. Celle-ci eut lieu le 26 mai grâce à l'introduction d'un système de taux lombard flottant. A la fin du mois de mai, le taux des avances sur nantissement atteignait 9½%.

A la suite de la hausse des taux sur le marché des euro-francs, les banques ont relevé à plusieurs reprises les taux de leurs dépôts à terme fixe. Du début de l'année à la fin du mois de mai, les grandes banques ont augmenté graduelle-

Graphique 14: Suisse



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

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

Depuis 1989: la croissance de la monnaie centrale ajustée (dessaïsonalisée) est calculée en taux annualisé, par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est centrée sur novembre. Objectif: moyenne des taux de croissance calculés chaque mois par rapport au niveau du quatrième trimestre de l'année précédente et annualisés.

² Cours pondéré par les exportations

ment de 2¾ de points au total la rémunération qu'elles servent sur les dépôts à trois mois pour la porter à 7¼%. Le rendement des créances

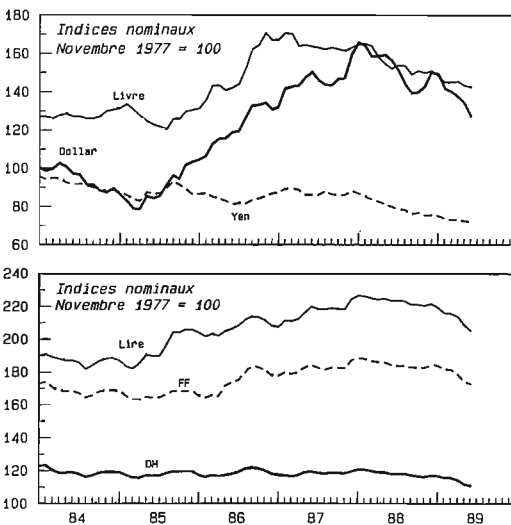
comptables à trois mois sur la Confédération a passé de 5,25% en janvier à 6,7% en mai.

Marché des changes

De février à mai 1989, le franc suisse s'est déprécié face à toutes les monnaies importantes. Il a enregistré la plus forte baisse vis-à-vis du dollar américain et la plus faible face à la livre sterling. En moyenne, le cours du dollar a atteint fr. 1,63 (même période de 1988: fr. 1,39), le cours du yen japonais, fr. 1,24 pour cent unités de monnaie (fr. 1,10) et celui du mark allemand, 86,89 centimes (82,62 centimes). Le mark s'est revalorisé continuellement par rapport au franc, passant de 85 centimes à 89 centimes entre le début du mois de février et la mi-mai; durant la dernière semaine de mai, il s'est replié légèrement pour s'établir à 87 centimes.

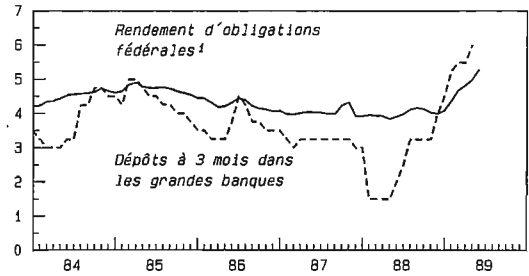
Durant les quatre mois considérés, les banques centrales ne sont intervenues que rarement sur les marchés des changes. Dans le cadre d'interventions coordonnées avec d'autres instituts d'émission, la Banque nationale a vendu 300 millions de dollars.

Graphique 15: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt



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

Orienté à la baisse depuis le début de 1988, le cours réel du franc a poursuivi son mouvement de recul au premier trimestre de 1989. Par rapport à la période correspondante de 1988, le franc a diminué le plus fortement face au dollar américain et à la livre sterling, soit respectivement de 14,9% et de 15,1% en termes réels. Vis-à-vis du mark allemand, il a baissé de 3,9% en termes nominaux et de 4,3% en termes réels. Pondéré par le commerce extérieur, le cours réel du franc s'est déprécié de 8,2% entre le premier trimestre de 1988 et la même période de 1989.

Marché des capitaux

Les rendements des obligations n'ont cessé de s'élever depuis le début de l'année. Le rendement moyen des emprunts fédéraux, calculé en tenant compte des clauses de dénonciation, a passé de 4,11% au début du mois de janvier à 5,36% à fin mai. Comme les rémunérations à court terme ont progressé dans une plus forte mesure, la structure inverse des taux, qui est observée depuis le mois de novembre 1988, s'est encore renforcée.

Les grandes banques ont relevé les taux des obligations de caisse à trois et quatre ans. Ces taux ont passé d'à peine 4,5% au début de l'année à plus de 5% en mars et à 5,5% à la mi-mai. La différence habituelle entre les taux à court et à long terme a ainsi disparu, les rémuné-

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1985	36 400,1	7 748,5	1 940,0	46 088,6
1986	43 359,4	6 768,0	1 259,7	51 387,1
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1988 1 ^{er} trim.	13 538,7	2 905,5	143,2	16 587,4
1988 2 ^e trim.	8 691,0	3 027,5	280,8	11 999,3
1988 3 ^e trim.	10 802,1	2 370,0	179,2	13 351,3
1988 4 ^e trim.	6 997,4	1 614,2	338,2	8 949,8
1989 1 ^{er} trim.	7 291,0	1 775,7	137,0	9 203,7

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

rations à court terme ayant même parfois dépassé celles à long terme.

Au début du mois de mai, des banques ont augmenté les taux des nouvelles hypothèques pour la deuxième fois cette année. Elles les ont ainsi portés de 5,5% à 6%. Annoncées trois mois auparavant, les premières hausses de taux touchant les anciennes hypothèques et les dépôts d'épargne sont entrées en vigueur au même moment. A fin mai, plusieurs banques ont relevé à 6,5% les taux des nouvelles hypothèques. En outre, des augmentations de taux touchant les anciennes hypothèques ont été annoncées; la plupart de ceux-ci seront portés à 6%.

Au premier trimestre de 1989, les émissions d'actions et d'obligations ont totalisé 11,5 milliards de francs, contre 17,8 milliards au trimestre correspondant de 1988. Les débiteurs suisses y ont contribué pour plus d'un tiers. Comme les remboursements se sont élevés à 2,5 milliards de francs, le montant net prélevé sur le marché des capitaux par des débiteurs suisses a atteint 1,7 milliard de francs, contre 2,8 milliards une année auparavant.

Exportations de capitaux

Les exportations de capitaux soumises à autorisation se sont chiffrées à 9,2 milliards de francs au premier trimestre de 1989, diminuant ainsi de 44% par rapport au niveau enregistré un an auparavant. Les crédits ont fléchi de 37%, et les emprunts, de 46%. Le fort recul des émissions

soumises à autorisation est dû surtout à la baisse de plus de 70% des emprunts ordinaires («straight bonds»). La structure inverse des taux et la tendance à la baisse du franc sont principalement à l'origine de cette évolution. Il convient toutefois de relever que les émissions d'emprunts ordinaires avaient atteint un volume record de 10,6 milliards de francs au premier trimestre de 1988. Par contre, les emprunts assortis de droits de conversion ou d'option ont progressé de 47% en l'espace d'une année, si bien qu'ils ont représenté 60% du volume total des émissions du premier trimestre de 1989, contre 22% une année auparavant. La tendance observée durant ces trois premiers mois sur le marché des émissions s'est maintenue au cours des mois d'avril et de mai.

La répartition par pays a également subi d'importantes modifications. La part du Japon au total des exportations de capitaux soumises à autorisation a passé de 18% au premier trimestre de 1988 à plus de 40% au premier trimestre de 1989 (1988: 30% en moyenne), alors que celle de l'Europe reculait de 60% à 35% environ. Atteignant 10% en chiffres ronds, la part de l'Amérique du Nord est restée quasiment inchangée. Quant à la part des banques de développement, elle a progressé de 4% à 9% en l'espace d'une année.

Bilans bancaires et crédits

Le total des bilans des 71 banques qui remettent des relevés a augmenté de 8,2% entre le pre-

mier trimestre de 1988 et la même période de 1989.

Parmi les placements financiers, les liquidités, les avoirs nets résultant des opérations interbancaires, les effets de change et les papiers monétaires ont diminué au premier trimestre de 1989; seuls les titres ont enregistré une évolution différente. Du fait des nouvelles prescriptions, les liquidités avaient fléchi de 19,2 milliards de francs à 8,5 milliards entre les mois d'octobre 1987 et de décembre 1988. A la fin des trois premiers mois de 1989, elles s'établissaient à 8,2 milliards de francs, reculant de 2,1% par rapport à la période correspondante de 1988. En outre, la modification des prescriptions afférentes aux liquidités a influé de façon indirecte sur le solde des opérations interbancaires. Au premier trimestre de 1988, les banques avaient placé auprès d'établissements étrangers les avoirs en comptes de virements devenus disponibles, entraînant ainsi une forte croissance du solde des opérations interbancaires. Depuis, ce dernier a été réduit afin de financer en partie les crédits octroyés. A fin mars, les avoirs nets résultant

des opérations interbancaires s'inscrivaient donc 27,1% au-dessous du niveau observé un an auparavant.

Les crédits à la clientèle suisse ont encore augmenté, dépassant de 13,7% au premier trimestre le montant relevé un an auparavant. Il s'agit du taux de croissance le plus élevé du présent cycle conjoncturel. Un tel rythme ne laisse guère présager un ralentissement de la conjoncture.

A fin mars, l'expansion annuelle des fonds de la clientèle atteignait 8,5%. L'évolution la plus marquante a résidé dans la croissance de 42,3% des dépôts à terme fixe libellés en francs et détenus par des résidents; ces dépôts ont totalisé 74,1 milliards de francs, soit un nouveau montant record. Le transfert de fonds des comptes créanciers à vue (-10,4%) vers les comptes créanciers à terme (+31,7%) s'explique par la forte hausse des taux appliqués aux dépôts à terme fixe.

Dans le domaine des opérations hors bilan, les affaires fiduciaires ont progressé de 44,8%.

Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank*

François Schaller, Präsident des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank

Seitdem ich vor sechzehn Jahren in den Bankrat der Schweizerischen Nationalbank gewählt wurde, geniesse ich den Vorteil, die Geldpolitik nicht nur in der Theorie, sondern auch in der Praxis verfolgen zu können. Wie gelingt es unserer Zentralbank mit den alles in allem beschränkten Mitteln, die ihr zur Verfügung stehen, auf das allgemeine Preisniveau einzuwirken und überdies die gesamte Wirtschaft zu beeinflussen? Der Ausgangspunkt – die Steuerung der Geldmenge – ist allgemein bekannt. Das Endziel – die Wahrung der Preisstabilität – wird von keiner Seite in Frage gestellt. Für den Laien weniger offensichtlich ist wohl die Reihe von Schritten, die, gelegentlich mit Verzögerungen, über die Anpassung der Geldmenge zu einer relativen Stabilisierung des allgemeinen Preisniveaus führen. Die Komplexität der Übertragungsmechanismen rührt daher, dass sich das zu lösende Problem sowohl in psychologischer wie auch in quantitativer Hinsicht in seiner Grundstruktur wandelt, je nach dem Zeitpunkt, den äusseren Umständen und den unterschiedlichen Erwartungen der Wirtschaftsträger. Im «Seidenen Schuh» schreibt Paul Claudel: «Denn was ihr nicht versteht, ist immer das Schönste, und das Längste ist das Interessanteste.» Ich war eigentlich immer der Meinung, dass der grosse französische Schriftsteller und Philosoph diese Worte auf die Geldpolitik bezog.

Der Transmissionsmechanismus

Angesichts einer Konjunkturbelebung und eines allgemeinen Teuerungsdrucks wird die Zentralbank beschliessen, das Wachstum der Geldmenge zu bremsen. In diesem Anfangsstadium ändert kein Produzent und kein Verkäufer spontan sein Verhalten. Wertmässig nimmt das Brut-

toinlandprodukt somit weiter zu. Die Geldnachfrage vergrössert sich, während das Geldangebot, als Folge der von der Nationalbank eingeleiteten restriktiven Politik, sich kaum mehr spürbar ausweitet. Dies führt zu einem sukzessiven Anstieg der kurzfristigen Geldmarktsätze. Erst jetzt fühlen sich auch die Wirtschaftsträger direkt betroffen von der Neuorientierung der Geldpolitik. Üblicherweise sind verschiedene Reaktionen zu erwarten.

Erstens wird die Nachfrage durch die Erhöhung der Geldmarktsätze gedämpft. Die Haushalte beanspruchen weniger Konsumkredite. Die Unternehmen sind bemüht, ihre Lager abzubauen. Einzelne Bauprojekte werden aufgeschoben. Das Ausmass der Reaktionen hängt ab von der Mentalität und den Gewohnheiten der betreffenden Bevölkerung. In den Vereinigten Staaten beispielsweise, wo die private Verschuldung zum täglichen Leben gehört, hat ein Druck auf die Konsumkredite viel weitreichendere konjunkturelle Folgen als bei uns, wo wiederum die Bauwirtschaft eine bedeutendere Rolle als anderswo spielt.

Zweitens reagieren Anleger und Finanzinstitute auf aussergewöhnliche Situationen in der Absicht, Nutzen daraus zu ziehen. Tatsächlich übersteigen die kurzfristigen Zinssätze in der ersten Phase jeweils die langfristigen Sätze. Eine solche Umkehrung der normalen Relation führt vernünftigerweise dazu, langfristige Obligationen zu verkaufen und den Erlös für den Erwerb von kurzfristigen Forderungen zu verwenden. Dieses grössere Angebot an längerfristigen Titeln löst jedoch einen Kurszerfall aus, der wiederum zu höheren Kapitalmarktzinsen führt. In der Folge sinkt die Investitionsnachfrage, und die Überhitzungstendenzen schwächen sich ab.

Angezogen durch die steigenden Zinsen in unserem Land, neigen ausländische Anleger dazu, ihre verfügbaren Geldmittel in der Schweiz zu

* gehalten in Bern am 28. April 1989, Übersetzung aus dem Französischen

plazieren. Unter dem Druck der erhöhten Nachfrage steigt der Kurs des Schweizerfrankens. Eine solche Aufwertung wirkt sich negativ auf den Export aus und fördert die Importe. Der inländische Produktionsapparat wird weniger stark beansprucht, einerseits wegen geringerer Auftragseingänge aus dem Ausland und andererseits weil die Inlandnachfrage sich vermehrt auf Importgüter konzentriert. Der Teuerungsdruk lässt somit in doppelter Hinsicht nach.

Trotzdem darf diese erfreuliche Entwicklung nicht zum Schluss verleiten, hohe Wechselkurse seien das ideale Mittel zur Dämpfung der Überkonjunktur. Sie zeitigen lediglich eine vorübergehende Wirkung; sollte diese länger andauern, würde dies früher oder später ein Ertragsbilanzdefizit zur Folge haben. Daraus ergäben sich wiederum für den Import weniger günstige Wechselkurse. Die Politik der Zentralbank muss deshalb in erster Linie auf die Binnenwirtschaft ausgerichtet sein.

Im grossen und ganzen ist angesichts des Rückgangs in der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen eine Änderung im individuellen Verhalten festzustellen. Mehr Zurückhaltung ist geboten bei der Produktion und bei der Festlegung von Preisen, die bisher durch die von der Überhitzung ausgelösten Teuerungserwartungen in die Höhe getrieben wurden. Die konjunkturelle Stimmung verliert an Euphorie. Auf Arbeitgeberseite bestehen Zweifel, ob die Lohnerhöhungen ohne weiteres auf die Verkaufspreise geschlagen werden können. Die Arbeitnehmer ihrerseits haben erkannt, dass der Arbeitsmarkt wieder eine gewisse Flexibilität aufweist. Der Lohnauftrieb verlangsamt sich. Auch wenn dadurch der Konsum nicht angekurbelt wird, verringert sich doch die Belastung der Unternehmen. Die Investitionstätigkeit bleibt erhalten, und das Wirtschaftswachstum setzt sich fort. Lohnerhöhungen sind in den seltensten Fällen der Hauptgrund für die Inflation, die letzten Endes immer einen geldpolitischen Ursprung hat. Dennoch ist die Lohnentwicklung von entscheidender Bedeutung im Kampf gegen die Teuerung, in der Schweiz wahrscheinlich noch mehr als anderswo. In einem Land ohne Rohstoffe und ohne natürliche Ressourcen, die exportiert werden können, besteht das Volkseinkommen vorwie-

gend aus dem Mehrwert aus der Arbeit. Je grösser in einem Industrieland dieser Mehrwert und je qualifizierter die Arbeitskräfte, desto höher sind die Löhne und desto ausgeprägter ist der Einfluss von Lohnschwankungen auf das allgemeine Preisniveau.

Der Faktor Zeit und unvorhersehbare Ereignisse

Obwohl einfach in der Theorie, ist eine solche Geldpolitik oft weniger einfach in der Anwendung. Ein unvorhersehbares Ereignis im Ausland kann schlagartig die Grundlagen, auf denen das Vorgehen der Zentralbank beruhte, verändern. Der Preis des Erdöls oder anderer Rohstoffe kann entweder zusammenbrechen oder sich in sehr kurzer Zeit verdoppeln oder gar vervierfachen. Gelegentlich kommt es vor, dass die Geldpolitik eines anderen Landes der unsrigen entgegenläuft, statt in die gleiche Richtung zu zielen und deren Wirkung zu verstärken. Ein massiver Kurseinbruch auf den internationalen Wertpapiermärkten kann unter Umständen bereits in wenigen Stunden geldpolitische Massnahmen auslösen, die am Vorabend noch undenkbar gewesen wären. Zahlreiche weitere Gründe rechtfertigen eine derartige Flexibilität bei der Wahl von Massnahmen. Die Verantwortlichen der Zentralbank müssen sich bei der Verfolgung ihres Ziels als anpassungsfähig erweisen, wenn sie einem ständig sich verändernden Umfeld gerecht werden wollen.

Im übrigen muss der Zeitfaktor berücksichtigt werden. Auf diesem Gebiet wirkt nichts sofort. Bis die erwarteten Reaktionen einsetzen, vergeht immer eine gewisse Zeit, die kaum genau abzuschätzen ist. Vom Moment an, da entschieden wird, das Wachstum der zur Verfügung gestellten Notenbankgeldmenge zu begrenzen, dauert es einige Wochen, bis die Kreditnehmer ihren Appetit gezügelt haben. Ebenso viel Zeit verstreicht, bis die Anleger einen Teil ihrer langfristigen Titel durch kurzfristige Anlagen ersetzen und auf diese Weise eine Zinserhöhung auf dem Kapitalmarkt auslösen. In der Schweiz dauert es jeweils ein bis zwei Jahre, bis die Konjunktur auf geldpolitischen Druck reagiert. Möglicherweise braucht es sogar noch länger, bis sich der Impuls

endlich auf die Preise auswirkt und der Aufwärtstrend gebrochen ist. Diese Verzögerung ist kaum auf ein Kartellverhalten zurückzuführen, sondern hat ihren Grund in den üblichen langfristigen Verträgen, beispielsweise den kollektiven Arbeitsverträgen oder den Mietverträgen.

Der psychologische Faktor

Der Eindruck, ein jeder reagiere fast mechanisch auf die Entscheidungen der Zentralbank, sollte keine falschen Hoffnungen wecken. Das Verhalten der Wirtschaftsträger entspricht nur unter ganz bestimmten Voraussetzungen den Erwartungen der Verantwortlichen für die Geldpolitik.

Zunächst müssen die Notenbankpolitiker dafür besorgt sein, dass jedermann im Lande das von Ihnen angestrebte Ziel und den vorgesehenen Weg – wenn nicht die Mittel –, es zu erreichen, kennt. Information ist in diesem Zusammenhang von allergrösster Bedeutung. Dabei geht es weniger um rein technische Fragen, die nicht bis in alle Einzelheiten von jedermann verstanden werden können, als um das leicht zu formulierende, für jedermann erfassbare Ziel. Die Teuerung geht alle an und ist für die gesamte Bevölkerung ein Grund zur Besorgnis. Jedem sollte klar sein, dass es das erklärte Ziel des Noteninstituts ist, mit allen ihm zur Verfügung stehenden Mitteln die Preisstabilität zu garantieren. Wie dies unter diesen oder jenen Umständen zu bewerkstelligen ist und welche Methoden vorzugsweise angewandt werden, interessiert eher die Verantwortlichen im wirtschaftlichen und sozialen Bereich als die grosse Masse der Konsumenten. Letztere ändern ihr von den Inflationserwartungen beeinflusstes Verhalten wohl unbedeutend, wenn sie informiert sind über die Absicht der Zentralbank, einen Preisauftrieb zu bekämpfen. Die Information ist hier deshalb weniger ein Gebot der Ethik als eine Bedingung für den Erfolg. Wenn sie auf allen Ebenen verbreitet wird, ist das Spiel bereits halb gewonnen.

Abgesehen von einer grosszügigen Informationspolitik und verbalen Zusicherungen dürfen auch keine Zweifel aufkommen am unerschütterlichen Willen der Verantwortlichen, ihre Ziele zu erreichen. Man kann wohl sagen, das kollektive

Gedächtnis sei kurz, indessen fürchtet nicht nur das gebrannte Kind das Feuer. Gewitzigt durch die schlechten Erfahrungen, die einige Länder im Laufe der letzten Jahre gemacht haben, weiss man, welche Rolle das Vertrauen auf diesem wie auf anderen Gebieten spielt. Wenn der von der Zentralbank bekundete Wille, eine bestimmte Politik zu verfolgen, nicht in die Tat umgesetzt oder vor Erreichung des Ziels – beispielsweise unter politischem Druck – aufgegeben wird, bleibt der Schaden nicht auf die Gegenwart begrenzt. Auch die Zukunft ist für längere Zeit belastet. Verfügen die Verantwortlichen für die Geldpolitik nicht über absolute Glaubwürdigkeit, bleiben die meisten der oben beschriebenen Reaktionen aus oder spielen sich anders ab.

Wird allgemein eine rasche Lockerung der restriktiven Geldpolitik erwartet, bedeutet dies, dass die Geldnachfrage kaum nachlässt, die Zusammensetzung der Portefeuilles unverändert bleibt, die Lohnansprüche weiter steigen, die weltweite Nachfrage grösser wird und die Teuerung zunimmt. Dann steht das Noteninstitut vor einem unlösbaren Dilemma. Hält es die geldpolitischen Zügel weiterhin straff, klettern die kurzfristigen Zinssätze auf Höhen, die bald einmal als historisch gelten werden. Gewiss wird die Inflation früher oder später zurückgehen, allerdings so plötzlich, dass die Wirtschaft dadurch in eine tiefe Rezession gestürzt wird, für die die Zentralbank verantwortlich gemacht werden wird. Wenn hingegen der Markt mit zusätzlicher Liquidität versorgt wird, bevor die Teuerung unter Kontrolle gebracht worden ist, triumphieren die Skeptiker, die Preise klettern noch höher, und die Währungsbehörden werden nicht mehr ernst genommen. Die Glaubwürdigkeit, die sie mit ihrer Entschlossenheit erweckt, das Ziel zu erreichen, ist das wertvollste Gut einer Zentralbank. Glaubwürdigkeit ist unerlässlich für das Bemühen, die Preise sanft – auf dem Wege eines möglichst kurzen und gleichmässigen Anpassungsprozesses – zu stabilisieren, das heisst ohne übermässige konjunkturelle Schwankungen auszulösen.

Jetzt, da mein Mandat zu Ende geht, ist es mein grösster Wunsch, dass die Nationalbank dieses Vertrauenskapital, das sie sich während vieler Jahre zum Wohle aller Bürger unseres Landes erworben hat, bewahren wird.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse*

Allocution d'ouverture de François Schaller,
président du Conseil de banque de la Banque nationale suisse

Appelé il y a seize ans au Conseil de la Banque nationale, j'eus dès lors le privilège d'observer la politique monétaire dans les faits et non seulement en théorie. Comment notre banque centrale parvient-elle, à l'aide des moyens somme toute limités dont elle dispose, à agir sur le niveau général des prix et, au-delà, à étendre son influence sur l'économie tout entière? Le point de départ, l'action sur la quantité de monnaie mise à disposition du pays, est connu de chacun. L'objectif final, la mise sous contrôle du niveau des prix, est accepté par tous. Moins clairement perceptible par le profane est peut-être la succession des enchaînements qui conduisent, au terme de délais parfois longs, d'une variation de la quantité de monnaie à la stabilisation relative du niveau général des prix. La complexité des mécanismes de transmission tient au fait que les données du problème à résoudre, de nature autant psychologique que quantitative, se modifient selon le moment, les circonstances extérieures et les anticipations variables auxquelles se livrent les agents économiques. Dans «Le Soulier de satin» Paul Claudel nous dit: «C'est ce que vous ne comprenez pas qui est le plus beau, c'est ce qui est le plus long qui est le plus intéressant.» J'ai toujours pensé que le grand écrivain et philosophe français se référait ici à la politique monétaire.

L'ordre des enchaînements

Face à une conjoncture qui s'emballa et au renchérissement général qui menace, la banque centrale décidera de freiner la croissance du volume de monnaie. A ce stade initial du processus, nul producteur ou vendeur ne modifiera spontanément son comportement. Le produit national brut mesuré en valeur continuera donc de s'accroître. La demande de monnaie s'amplifie-

ra, alors que son offre, sous l'effet des restrictions imposées par la banque centrale, n'augmentera plus que faiblement. Du coup, le prix de l'argent à court terme s'élèvera par bonds successifs. C'est alors seulement que les agents économiques se sentiront directement concernés par la nouvelle orientation de la politique monétaire. Plusieurs réactions peuvent être normalement attendues.

D'abord, le renchérissement de l'argent à court terme tempère la demande. Les ménages solliciteront moins de crédits à la consommation. Les entreprises tendront à réduire leurs stocks. Dans la construction, la réalisation de certains projets sera différée. La portée de chacune de ces réactions est fonction de la mentalité et des habitudes de la population. Aux Etats-Unis par exemple, où l'économie d'endettement est ancrée dans les mœurs, une pression sur les crédits à la consommation a des conséquences conjoncturelles beaucoup plus profondes que chez nous où le rôle de la construction est en revanche plus marqué qu'ailleurs.

Ensuite, les financiers et autres gérants de portefeuilles réagiront face à une anomalie dont ils entendent tirer parti. En effet, les taux d'intérêt à court terme dépassent dans ce premier temps ceux des placements à long terme. Semblable inversion de l'ordre normal des choses incite à un comportement rationnel qui consiste à vendre des obligations à échéance reculée pour en affecter le produit à l'acquisition de créances à court terme. Mais, cette offre accrue de titres à maturité éloignée en fait baisser le prix, ce qui signifie que les taux d'intérêt s'élèvent également sur le marché des capitaux. Du coup, la demande à des fins d'investissement se réduira, entraînant une accalmie de la surchauffe.

A l'étranger, les financiers et les épargnants, attirés par la hausse des taux d'intérêt dans notre pays, seront enclins à placer leurs disponi-

* Berne, le 28 avril 1989

bilités chez nous. Sous l'effet d'une demande accrue, le franc suisse verra son cours s'élever. Semblable revalorisation, en principe peu favorable aux exportations, encouragera les importations. L'appareil de production national sera plus modérément mis à contribution à la fois par des commandes extérieures moins nombreuses et par une demande intérieure qui se tournera davantage vers les biens importés. La pression inflationniste se relâchera donc doublement. Toutefois, cette conséquence bienvenue ne permet pas de conclure que la hausse des cours du change constitue le moyen idéal de réduire la surchauffe. L'effet ne sera que momentané, car s'il se prolongeait, un déficit de la balance courante apparaîtrait tôt ou tard, déficit qui générerait à son tour des relations de change moins favorables aux importations. L'action de la banque centrale doit donc s'exercer en priorité sur l'économie nationale elle-même.

Au total, face à une réduction de la demande globale de biens et de services le comportement de chacun évolue. Plus de retenue s'impose dans les programmes de fabrication et dans la fixation des prix jusqu'alors propulsés à la hausse par les anticipations inflationnistes que suscite la surchauffe. Le climat économique devient moins euphorique. Du côté des employeurs, on doute de parvenir à répercuter aisément les hausses de salaires sur les prix de vente. Quant aux employés, ils s'aperçoivent que le marché du travail retrouve une certaine flexibilité. La hausse des salaires se ralentit. Même si cette réaction ne stimule pas la consommation, les charges qui pèsent sur les entreprises s'allègeront. Les investissements pourront alors se poursuivre et la croissance économique se maintenir. La hausse des salaires est rarement la cause première de l'inflation, dont l'origine ne peut être en dernière analyse que monétaire. Toutefois, dans la lutte contre le renchérissement le comportement des salaires est crucial, chez nous probablement davantage encore qu'ailleurs. Privés que nous sommes de matières premières et de richesses naturelles exportables, notre revenu national se compose principalement de l'addition des revenus du travail. Dans une nation industrielle, plus la valeur ajoutée est grande, plus la qualification professionnelle de la main-d'œuvre est élevée, plus les

salaires sont hauts et plus leurs variations influencent le niveau général des prix.

Les impondérables s'ajoutent à la servitude du temps

Simple en théorie, une telle politique monétaire l'est souvent moins dans son application. Un choc totalement imprévisible peut se produire à l'étranger et modifier brusquement les données sur lesquelles reposait l'action de la banque centrale. Le prix du pétrole ou des matières premières est capable de s'effondrer ou au contraire de doubler ou de quadrupler en très peu de temps. Il arrive parfois que la politique monétaire pratiquée ailleurs contrarie la nôtre au lieu d'agir dans le même sens et d'en renforcer l'impact. Une chute brutale du cours des valeurs mobilières sur les marchés internationaux obligera peut-être à prendre dans les heures qui suivent des mesures d'ordre monétaire qui n'étaient nullement envisagées la veille. Bien d'autres raisons encore justifient cette grande flexibilité dans le choix des mesures dont doivent faire preuve les responsables de la banque centrale dans la poursuite de l'objectif fixé, afin de s'adapter à un environnement perpétuellement changeant.

De plus, il faut compter avec le temps. En ce domaine, rien n'est instantané. La succession des réactions attendues exigera toujours un laps de temps qu'il est difficile d'estimer avec précision. A partir du moment où la décision est prise de restreindre l'augmentation du volume de monnaie centrale mis à disposition, quelques semaines seront nécessaires pour que les demandeurs de crédits modèrent leur appétit. Il en faudra autant pour que les financiers troquent une partie de leurs titres à échéance reculée contre des placements à court terme et provoquent par là une hausse du taux d'intérêt sur le marché des capitaux. En Suisse, ce n'est qu'après une à deux années que la conjoncture économique réagira à une pression monétaire. Peut-être en faudra-t-il davantage encore pour qu'enfin les prix accusent le choc et que leur ascension soit brisée. Plutôt que par un comportement cartellaire, ce dernier décalage s'explique par l'existence normale de contrats à long

terme, en matière de conventions collectives de travail ou de baux à loyer par exemple.

Le facteur psychologique

L'aspect quasi mécanique de ce jeu d'actions et de réactions de chacun face aux décisions prises par la banque centrale ne doit pas faire illusion. Le comportement des agents économiques ne répondra à l'attente des responsables de la politique monétaire que sous certaines conditions très précises.

Il faudra d'abord que les artisans de cette politique aient pris soin de faire connaître à chacun dans le pays le but qu'ils poursuivent et la voie – sinon les moyens – qu'ils entendent suivre pour l'atteindre. L'information est ici d'importance primordiale. Elle doit porter moins sur les questions purement techniques dont la claire compréhension ne peut être à la portée de quiconque, que sur l'objectif final facile à formuler de manière à être saisi par chacun. Tout le monde est concerné par le renchérissement qui est un sujet d'inquiétude pour l'ensemble de la population. Aussi personne ne doit-il ignorer que la stabilité des prix est ce que l'institut d'émission déclare vouloir assurer par tous les moyens dont il dispose. Comment conviendra-t-il de s'y prendre en telle ou telle circonstance et quelles méthodes faut-il privilégier intéressera davantage les milieux placés aux responsabilités économiques et sociales que la masse des consommateurs. Ces derniers, prévenus de l'intention de la banque centrale de s'opposer à la montée des prix, modifieront même inconsciemment le comportement que ne manqueraient pas de leur dicter les redoutables anticipations inflationnistes. L'information est donc moins ici une exigence de l'éthique qu'une condition de succès. Si elle est diffusée à tous les niveaux, la partie est déjà à moitié gagnée.

Pour le reste, il faut qu'au-delà d'une information largement dispensée et des promesses verbales, la détermination inébranlable des responsables d'arriver à leurs fins ne soit mise en doute par personne. On a beau dire que la mémoire collective est courte, les chats ne sont cependant pas les seuls à craindre l'eau froide après avoir

été échaudés. Instruit par les expériences malheureuses auxquelles certains pays se sont livrés au cours de ces dernières années, on sait le rôle que joue la confiance en ce domaine comme en d'autres. Si la volonté affichée par la banque centrale de suivre telle ligne de conduite ne se traduit pas dans les faits ou est abandonnée avant d'avoir atteint l'objectif, sous des pressions politiques par exemple, les dommages ne se limitent pas au présent. L'avenir est lui aussi compromis pour longtemps. Dès que la crédibilité des artisans de la politique monétaire est sujette à caution, la plupart des réactions décrites précédemment ne se produisent pas ou prennent un autre cours.

Que l'on s'attende à ce que le frein monétaire soit vite relâché, alors la demande de crédits ne se ralentit guère, les portefeuilles ne sont pas réajustés, les prétentions salariales ne cessent de s'exacerber, la demande globale n'en finit pas de croître et l'inflation de s'aggraver. Du coup, l'institut d'émission se trouve en face d'un dilemme cornélien. Qu'il maintienne sa pression sur la monnaie, et les taux d'intérêt à court terme s'envoleront vers des sommets qu'on s'empresera de qualifier d'historiques. La désinflation se produira certes tôt ou tard, mais si brutalement que l'économie sera plongée dans une récession profonde dont la banque centrale sera portée responsable. Si, au contraire, de nouvelles liquidités sont injectées dans le marché avant que l'inflation ne soit jugulée, les sceptiques triompheront, les prix s'élèveront de plus belle et les autorités monétaires ne seront plus prises au sérieux. La crédibilité qu'elle inspire dans sa détermination d'atteindre l'objectif est donc le bien le plus précieux dont puisse jouir une banque centrale. Elle est indispensable à qui se propose de stabiliser les prix en douceur par un processus d'ajustement aussi court et régulier que possible, c'est-à-dire sans provoquer de fluctuations conjoncturelles de grande ampleur.

Au moment où mon mandat prend fin, mon vœu le plus cher est qu'à l'avenir la Banque nationale conserve ce capital de confiance qu'elle n'a cessé d'accumuler, depuis de nombreuses années, à l'avantage de chacun dans notre pays.

Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

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

Die Geldpolitik der achtziger Jahre – Erfolg oder Misserfolg?

Die Nationalbank hält heute die letzte Generalversammlung, die in die achtziger Jahre fällt, ab. Ich möchte dies nutzen, um Bilanz zu ziehen. Die Notenbanken haben Anlass zu einer solchen Besinnung. Sie haben vor zehn Jahren – Ende der siebziger Jahre – ihre Politik grundlegend umgestaltet. Die Bekämpfung der Inflation trat in den Mittelpunkt der Geldpolitik. Seither bekundeten die Notenbanken immer wieder ihren festen Willen, die Fehler der Vergangenheit zu vermeiden und ein Wiederaufflackern der Inflation zu verhindern. Der Desinflationsprozess der achtziger Jahre war in der Tat beeindruckend. Die jüngste Zeit konfrontiert uns allerdings mit der Gefahr einer Rückkehr der Inflation. Dies wirft ernste Fragen auf. Handelten die Notenbanken der grossen Industrieländer in den letzten Jahren ihrer Rhetorik entsprechend? War ihre Geldpolitik umsichtig genug? Ich möchte den heutigen Anlass nutzen, um die Geldpolitik der achtziger Jahre einer genaueren Prüfung zu unterziehen und daraus einige Lehren für die neunziger Jahre ziehen.

Die achtziger Jahre lassen sich vom Standpunkt der Geldpolitik in drei Phasen unterteilen:

- Die Notenbanken versuchten zwischen 1980 und 1983, den Inflationsprozess zu beenden und die tiefverwurzelten Inflationserwartungen zu brechen.
- Sie bemühten sich während der Jahre 1984 und 1985, die Wirtschaft im richtigen Masse mit Geld zu versorgen und so die Grundlagen für ein langfristiges inflationsfreies Wirtschaftswachstum zu legen.
- In den folgenden Jahren – ab 1986 bis zum Sommer 1988 – kamen sie vom Pfad der Tugend ab. Sie beachtetten die Gefahr, dass

die reichlich geschaffene Liquidität früher oder später einen Inflationsprozess auslösen musste, zu wenig. Deshalb sehen wir uns heute im Kampf gegen die Teuerung von einem Rückschlag bedroht.

Wir erkennen das geschilderte Muster der Geldpolitik am deutlichsten in den Vereinigten Staaten. Es hat sich aber über verschiedene Kanäle auf die übrige industrialisierte Welt übertragen. Es erscheint mir deshalb wichtig, die drei skizzierten Etappen unter die Lupe zu nehmen.

1. 1980–1983: Die Inflationsspirale wird gebrochen

Die Industrieländer litten seit Ende der sechziger Jahre unter der Inflation. Der Prozess verlief allerdings nicht kontinuierlich. Inflationäre Schübe wechselten mit Bremsmanövern. Jeder neue Inflationsschub setzte von einem höheren Niveau aus ein. Er erreichte immer höhere Werte, da den Notenbanken der Mut oder die Fähigkeit, die Inflation gänzlich zu beseitigen, abging. Sie lockerten, sobald sich die Konjunktur abzuschwächen begann, die geldpolitischen Zügel, um die Wirtschaft wieder anzukurbeln. Die Zentralbanken reagierten im Jahre 1974 nach dem gleichen Verhaltensmuster auch auf den ersten Erdölchock. Sie dehnten das Geldangebot aus, um den Anstieg der Kosten, den die massive Erhöhung des Erdölpreises verursacht hatte, zu akkomodieren. Damit verzögerten sie die Anpassung der Wirtschaft an die neuen Preisverhältnisse. Gleichzeitig verstärkten sie die inflationären Tendenzen.

Die Notenbanken zogen aus den Erfahrungen von 1974 glücklicherweise die Lehren. Sie entschieden sich fünf Jahre später – beim zweiten Erdölchock – dafür, die Inflation zurückzudämpfen. Die durchschnittliche Teuerungsrate war im OECD-Raum mittlerweile auf 13 Prozent gestiegen. Sie bewegte sich in den Vereinigten

*gehalten in Bern am 28. April 1989

Staaten um 10 Prozent. Die Kehrtwendung erforderte in den meisten Ländern eine grundlegende Änderung des geldpolitischen Instrumentariums. Die Notenbanken mussten ihre bisherige Geldpolitik, die sich ausschliesslich an den Zinssätzen orientiert hatte, aufgeben. Die Geldaggregate traten an deren Stelle. Diese Neuorientierung war von den Monetaristen seit langem gepredigt worden. Sie wurde zu einer der wichtigsten Voraussetzungen für die Bekämpfung der Inflation.

Lassen Sie mich dies kurz erläutern! Die Zinssätze sind vor allem in Zeiten starker Inflation eine trügerische Orientierungsgrösse. Sie enthalten dann zusätzlich zur normalen Rendite des Aktiums einen Zuschlag: die sogenannte Inflationsprämie. Wer ist schon bereit, in inflationären Zeiten Geld zu einem Zinssatz, der unter der erwarteten Teuerungsrate liegt, anzulegen? Die Inflationserwartungen, die auf dem Wege über die Inflationsprämie die Höhe der Zinssätze bestimmen, lassen sich indessen nicht direkt messen. Die Zinssätze sind, besonders die kurzfristigen Sätze, in Zeiten schwankender Inflation aus diesem Grunde kein zuverlässiger Indikator für den Restriktionsgrad der Geldpolitik. Es blieb den Notenbanken nichts anderes übrig, als ihre Strategie zu ändern. Die Kontrolle der Geldaggregate trat in den Mittelpunkt. Die Zinssätze wurden den Marktkräften überlassen. Dieser neue geldpolitische Ansatz fiel mit dem Beginn der Liberalisierung der Finanzmärkte zusammen. Ich sehe darin keinen Zufall. Die Beschleunigung der Inflation hatte deutlich gemacht, dass selbst das am dichtesten geflochtene Netz staatlicher Regulierungen über längere Frist unwirksam wird.

Die Umgestaltung der Geldpolitik war in Grossbritannien und in den Vereinigten Staaten besonders ausgeprägt. Die amerikanische Zentralbank beschloss im Oktober 1979, die Geldmenge M_1 strikte innerhalb der gewählten Bandbreite zu halten. Andere Industrieländer folgten. Dies gilt für Japan, das in der Mitte der siebziger Jahre eine Inflationsrate von beinahe 20 Prozent erlebt hatte, wie für die Bundesrepublik Deutschland, die mit ihrem Versuch, die Konjunktur über geldpolitische Massnahmen zu stimulieren, gescheitert war.

Die Nationalbank war bereits im Jahre 1975 dazu übergegangen, die Geldmenge zu kontrollieren. Sie beschloss, jährlich ein Ziel für die Geldmenge M_1 festzulegen. Damit wollte sie das Preisniveau stabil halten. Die übermässige reale Aufwertung des Frankens zwang die Nationalbank 1978 allerdings, von ihrem Geldmengenziel abzuweichen und auf die Festlegung eines Geldmengenziels für 1979 zu verzichten. Die Nationalbank schuf sich damit den Freiraum, den sie für die massiven Stützungskäufe zugunsten des Dollars benötigte. Diese Interventionen blähten die Geldmenge stark auf und schufen ein gefährliches Inflationspotential. Die Nationalbank kehrte zu Beginn der achtziger Jahre zwar zur strikten Kontrolle der Geldmenge zurück. Dabei wählte sie die gut steuerbare bereinigte Notenbankgeldmenge als neue Zielgrösse. Die Inflation flackerte aber wie befürchtet in den Jahren 1980 und 1981 erneut auf. Die Nationalbank verschärfte deshalb ihren geldpolitischen Kurs. Die Geldmengenziele wurden unterschritten. Die Notenbankgeldmenge nahm sogar ab.

Der Übergang zu einer restriktiven Geldpolitik, den die Industrieländer Anfang der achtziger Jahre vollzogen, wirkte sich geradezu lehrbuchmässig auf die Produktion und auf die Preise aus. Der Wirkungsmechanismus lässt sich in drei Phasen unterteilen:

- Die kurzfristigen Zinssätze stiegen stark an. Ein wenig später folgten ihnen auch die langfristigen Sätze.
- Die Konjunktur verlor an Schwung und mündete schliesslich in eine Rezession. Hätten die Notenbanken die Rezession vermeiden können? Die Antwort lautet wahrscheinlich nein. Nur eine Schocktherapie vermochte nach mehr als zehn Jahren Inflation die Inflationserwartungen zu brechen und das Vertrauen in die Stabilitätspolitik der Notenbanken wieder herzustellen.
- Der Desinflationsprozess kam mit einer zeitlichen Verzögerung in Gang. Die durchschnittliche Inflationsrate sank im OECD-Raum von 13 Prozent im Jahre 1980 auf rund 5 Prozent im Jahre 1983. In der Schweiz bildete sich die Teuerung im gleichen Zeitraum von 7 auf 3 Prozent zurück.

Der Desinflationsprozess fand diesmal aber ganz im Gegensatz zu den Erfahrungen der sechziger und siebziger Jahre mit dem wirtschaftlichen Aufschwung, der 1983 einsetzte, nicht sein Ende. Die Inflationsraten bildeten sich in den folgenden drei Jahren vielmehr weiter zurück. Die durchschnittliche Inflationsrate der OECD-Länder betrug 1986 bloss noch 2,6 Prozent.

Diese erfreuliche Entwicklung war zu einem wesentlichen Teil das Verdienst der Notenbanken. Die Währungsbehörden verzichteten darauf, die Konjunktur mit zusätzlichem Geld anzukurbeln. Es gelang ihnen, einen goldenen Mittelweg zu finden. Sie führten eine Geldpolitik, die mittelfristig sowohl ein angemessenes Wirtschaftswachstum wie auch ein hohes Mass an Preisstabilität gewährleistete.

2. 1984–1985: Die schwierige Suche nach dem angemessenen Geldmengenwachstum

Der Übergang zu einer langfristig orientierten Geldpolitik ist immer heikel. Er lässt sich mit einem Krieg vergleichen. Es ist für die Notenbanken einfacher, den Kampf gegen die Inflation aufzunehmen, als ihn zu beenden. Die Wirtschaftssubjekte verändern ihr Verhalten nämlich in dem Moment, in dem es den Währungsbehörden gelingt, die langfristigen Inflationserwartungen zu dämpfen und die Inflationsspirale zu durchbrechen. Bei antizipierter steigender Teuerung besteht der Anreiz, das Vermögen in Sachwerten anzulegen und eine kleine Liquiditätsreserve zu halten. Bilden sich die Inflationserwartungen zurück oder verschwinden sie gar, hält das Publikum wieder vermehrt liquide Mittel. Die Geldnachfrage steigt. Die Notenbanken müssen diese zusätzlich nachgefragte Liquidität bereitstellen. Diese Nachfrage wirkt nämlich nicht inflationär. Die Nationalbank ist Mitte der siebziger Jahre diesem Rezept gefolgt. Sie hatte 1973 und 1974 das Geldmengenwachstum gestoppt. 1975 liess sie die Geldmenge um 6 Prozent anwachsen, ohne dass diese gewichtige Zunahme in den folgenden Jahren zu einer Beschleunigung der Inflation geführt hätte.

Die Zukunft birgt für den Wirtschaftspolitiker im-

mer Unsicherheiten. Eine Notenbank, die sich zum geschilderten Vorgehen entscheidet, hat bereits unter normalen Umständen mit Schwierigkeiten zu rechnen. Ist die Glaubwürdigkeit der Geldbehörde erschüttert, so werden diese Schwierigkeiten fast unüberwindbar. Eine Notenbank, die sich der Forderung nach zusätzlicher Liquidität verweigert, riskiert, eine Rezession auszulösen oder gar eine Deflation heraufzubeschwören. Ist sie in der Bereitstellung der geforderten Liquidität aber zu nachgiebig und lässt sie die Geldmenge schneller als das nominelle Bruttoinlandprodukt wachsen, so vermittelt sie dem Publikum den Eindruck, den Kampf gegen die Inflation aufzugeben. Sie weckt erneut Inflationserwartungen. Viele Notenbanken lehnen wegen dieses Dilemmas quantitative Geldmengenziele ab. Sie kontrollieren statt dessen den Zinssatz. Eine solche Politik befriedigt zusätzliche Liquiditätsbedürfnisse fast automatisch. Sie mag sinnvoll sein, wenn eine Notenbank genau weiss, wann das Geldmengenwachstum beginnt, inflationär zu wirken. Ist sie sich darüber aber nicht voll im klaren, so riskiert sie, die Kontrolle über das Geldmengenwachstum zu verlieren.

Die Notenbanken meisterten diese Schwierigkeiten zwischen 1984 und 1985 recht gut. Sie dosierten gesamthaft gesehen die Geldmenge richtig. Die durchschnittliche Inflationsrate sank weiter. Der Übergang zu einer weniger restriktiven Politik war in den angelsächsischen Ländern am schwierigsten zu bewerkstelligen. Die Glaubwürdigkeit der Währungsbehörden dieser Länder hatte durch die zu expansive Politik in den sechziger und siebziger Jahren nämlich stark gelitten. Die Notenbanken anderer Staaten hatten mit weniger Schwierigkeiten zu kämpfen. Dies galt vor allem für jene Länder, die wie die Bundesrepublik Deutschland oder die Schweiz den Kampf gegen die Inflation bereits Mitte der siebziger Jahre energisch angepackt und die langfristigen Inflationserwartungen erfolgreich niedergehalten hatten.

Die Nationalbank verfolgte ihre mittelfristig auf Preisstabilität ausgerichtete Politik während der Periode von 1984 bis 1986 ohne grosse Schwierigkeiten. Sie ging, um negative Effekte auf die Realwirtschaft zu vermeiden, graduell gegen die Inflation vor. Die Nationalbank wusste, dass die

Notenbankgeldmenge, sollte das Preisniveau stabilisiert werden, nicht um mehr als 2 Prozent im Jahr wachsen durfte. Sie hatte in den Jahren 1982 und 1983 zwar ein Wachstum von 3 Prozent zugelassen, um eine Vertiefung der damaligen Rezession zu verhindern. Die Nationalbank zögerte aber, sobald ihr die Konjunktur in unserem Lande als besser abgestützt erschien, nicht, das Geldmengenwachstum wieder auf das mittelfristige Ziel von 2 Prozent zurückzuführen. Die Teuerung blieb dank dieser Politik gering. Selbst die Schwankungen des Dollars, die den Einfluss der importierten Inflation vorübergehend verstärkten, vermochten diesen Erfolg nicht zu gefährden.

Haben die seit ungefähr sechs Jahren anhaltenden, starken Schwankungen der Wechselkurse die Aufgabe der Notenbanken erschwert? Wir sind auf den ersten Blick geneigt, diese Frage zu bejahen. Eine genauere Prüfung führt uns zur Einsicht, dass die Notenbanken mit ihrer Politik die Instabilität an den Devisenmärkten verstärkt haben. Ändern die Währungsbehörden ihre geldpolitischen Ziele – die Notenbanken der wichtigsten Industrieländer haben dies Mitte der achtziger Jahre öfters getan –, so verunsichern sie die Märkte. Diese werden volatiler. Die erhöhte Volatilität kann wiederum den längerfristigen geldpolitischen Kurs fehlleiten.

3. 1986–1989: Rückschläge in der Inflationbekämpfung

Die Fixierung der Notenbanken auf die Entwicklung der Wechselkurse bedeutete für den Desinflationsprozess, der in den Jahren 1983 bis 1985 so eindrückliche Fortschritte gemacht hatte, einen empfindlichen Rückschlag. Das überaus kräftige Wachstum der Geldmenge während der Jahre 1986 und 1987 liess sich nicht mehr mit einem Anstieg der Geldnachfrage rechtfertigen. Es war die Folge der veränderten Optik der Notenbanken. Sie richteten ihr Augenmerk nun vermehrt auf die Wechselkurse. Zuerst versuchten sie, den Dollarkurs zu senken. Als die amerikanische Währung allzu stark an Wert einzubüssen drohte, konzentrierten die Notenbanken sich mit aller Macht auf eine Stabilisierung des Kurses des Dollars. Sie wollten dessen weiteres

Abgleiten fast um jeden Preis verhindern. Die Notenbanken der europäischen Länder und Japans intervenierten zu diesem Zwecke massiv an den Devisenmärkten. Die Käufe zur Stützung des Dollars blähten die Geldaggregate auf. Dies legte den Keim für das Wiederaufblühen der Inflation.

Wie konnten die Notenbanken in diese Zwickmühle geraten? Wechselkursüberlegungen spielen in der Geldpolitik seit jeher eine bedeutsame Rolle. Wir haben es in der Schweiz hautnah erfahren. Die Wechselkurse können unter bestimmten Umständen nützliche Indikatoren für die Geldpolitik sein. Gezielte Interventionen vermögen Störungen an den Devisenmärkten, die durch falsche Erwartungen ausgelöst werden, oft zu korrigieren. Die Konzentration der Notenbanken auf die Wechselkurse schuf infolge der mit ihr verbundenen Beschleunigung des Geldmengenwachstums jedoch ernste inflationäre Gefahren. Waren die Notenbanken sich dessen zu wenig bewusst? Die Antwort lautet wohl ja. Drei Gründe sind im Rückblick für das unvorsichtige Verhalten der Notenbanken verantwortlich:

- Die spektakulär inszenierten wirtschaftspolitischen Vereinbarungen der sieben grossen Industrieländer engten – erstens – den Handlungsspielraum der Währungsbehörden ein. Die Notenbanken mussten, um ihre Glaubwürdigkeit und die Glaubwürdigkeit ihrer Regierungen zu wahren, die mehr oder weniger explizit vereinbarten Wechselkursrelationen verteidigen. Eines der wichtigsten Ziele der Wechselkurspolitik der Siebnergruppe war es, dem drohenden amerikanischen Protektionismus den Riegel zu schieben. Die Absicht war edel. Die Form der wirtschaftlichen Kooperation wirkte sich jedoch schädlich aus. Sie bürdete den Notenbanken strukturpolitische Aufgaben, die diese nicht zu erfüllen vermochten, auf.
- Der Rückgang der Rohstoffpreise, vor allem der des Erdölpreises war ein zweiter Grund weitverbreiteter Sorglosigkeit gegenüber der Inflationsgefahr. Er vermittelte ein trügerisches Bild ungefährdeter Preisstabilität. Dies nährte selbst bei den Notenbanken den irrigen Glauben, die Inflation endgültig besiegt zu haben.

– Der Börsenkrach vom Oktober 1987 erschwerte – drittens – die Lage der Notenbanken. Die Währungsbehörden sahen sich als «Lender of last resort» gezwungen, die Wirtschaft mit zusätzlicher Liquidität zu versorgen. Sie wollten das Risiko einer Kettenreaktion an den Finanzmärkten möglichst gering halten. Die prompte Ausweitung der Liquidität erscheint angesichts des Ausmasses der Krise – sie weckte Erinnerungen an die katastrophalen Folgen des Börsenkrachs von 1929 – im Rückblick noch immer als richtig. Die Notenbanken schufen mit ihrem Eingreifen aber eine erhöhte Inflationsgefahr. Entscheidender ist allerdings, dass der Börsenkrach den Übergang zu einer restriktiveren Geldpolitik, der sich wegen des starken Geldmengenwachstums der Jahre 1986 und 1987 aufgedrängt hätte, verzögerte. Die Notenbanken wagten erst drei Viertel Jahre später – im Sommer 1988 –, ihre geldpolitischen Zügel anzuziehen und weltweit einen Anstieg der kurzfristigen Zinssätze auszulösen.

Wie hat die Nationalbank sich in den letzten zwei Jahren verhalten? Auch wir wichen vom Pfade, den wir als längerfristig richtig erachteten, ab. Wir überschritten im Jahre 1987 das Geldmengenziel von 2 Prozent um fast einen Prozentpunkt. Wieso liessen wir diese Beschleunigung des Geldmengenwachstums zu? Wir versuchten gleich wie die Notenbanken der anderen Industrieländer mit einer grosszügigeren Geldversorgung, den Risiken des Börsenkrachs Rechnung zu tragen. Die starken Schwankungen des Dollars, die 1987 einen Aufwertungsdruck auf den Franken ausübten, hatten die mit dem Krach verbundene Unsicherheit noch erhöht.

Die neuen Vorschriften über die Liquidität der Banken und der Ausbau des Interbank-Zahlungsverkehrssystems SIC erschwerten uns im folgenden Jahr – vorab in der ersten Hälfte 1988 – die Durchführung der Geldpolitik. Die Nachfrage des Bankensystems nach Giro Guthaben bei der Nationalbank sank infolge der beiden teils gesetzlichen, teils technischen Neuerungen um mehr als 50 Prozent. Wir reagierten im ersten Quartal 1988 auf diesen hohen Rückgang der Geldnachfrage bewusst vorsichtig. Die Liquiditätsversorgung der Banken wurde nur schrittwei-

se reduziert. Die Sätze am Geldmarkt bildeten sich vorübergehend stark zurück. Sie befanden sich vom Sommer 1988 an aber wieder auf einem Niveau, das im grossen und ganzen dem für 1988 ursprünglich vorgesehenen Restriktionsgrad entsprach. Seit November 1988 ist der Kurs unserer Geldpolitik deutlich restriktiver geworden. Wir wirkten aber trotz dieser Korrektur, die sich wegen der unerwartet guten Wirtschaftsentwicklung aufgedrängt hatte, im Jahre 1988 insgesamt wie bereits im Jahre 1987 etwas expansiver, als es unserer Absicht entsprach. Wir müssen deshalb damit rechnen, dass sich die Teuerung in der Schweiz in diesem und im nächsten Jahr verstärken wird. Aus diesem Grunde, aber auch aus Sorge wegen der Überhitzungstendenzen in unserer Wirtschaft, bemühten wir uns, das Geldmengenwachstum so rasch wie möglich auf den Pfad, der mittelfristig ein stabiles Preisniveau gewährleistet, zurückzuführen. Das Ziel von 2 Prozent, das wir für das Wachstum der Notenbankgeldmenge im laufenden Jahr festgelegt haben, bestätigt diese Absicht.

Zu Beginn des Jahres strafften wir die geldpolitischen Zügel nochmals. Die Notenbankgeldmenge wuchs in den ersten vier Monaten des Jahres langsamer als vorgesehen. Sie ging im ersten Quartal, gemessen am Stand im vierten Quartal 1988, sogar zurück. Die kurzfristigen Zinssätze sind heute vergleichsweise hoch. Sie liegen als Folge unserer restriktiven Geldpolitik deutlich über den langfristigen Zinsen. Die Hypothekensätze und weitere Kreditzinsen blieben davon nicht unberührt. Wir haben nicht die Absicht, die Zielunterschreitung in den kommenden Monaten zu kompensieren. Das heisst, dass wir unser Geldmengenziel in diesem Jahr aller Wahrscheinlichkeit nach unterschreiten werden. Die restriktive Gangart dürfte die starke gesamtwirtschaftliche Nachfrage allmählich dämpfen. Sie wird mit einer gewissen Verzögerung – sie beträgt in der Schweiz zwei bis drei Jahre – auch die Inflation zurückdämpfen.

Wie müssen wir vor diesem Hintergrund die relative Schwäche des Schweizer Frankens beurteilen? Ich Sorge mich vor allem um eine Frage. Macht der schwächere Franken unsere Bemühungen, die Teuerung zu bekämpfen, zunichte? Viele würden diese Frage zurzeit vielleicht

bejahen. Sie hätten gegen eine weitere Verschärfung unserer Politik nichts einzuwenden. Wir sollten indessen einen kühlen Kopf bewahren. Vor allem dürfen wir das geldpolitische Steuer nicht herumwerfen, bevor wir den Ursachen der wohl nur vorübergehenden Abschwächung des Frankens auf den Grund gegangen sind. Versuchen wir zunächst, den Rückgang des Frankenkurses im längerfristigen Zusammenhang zu sehen! Wir sollten in der Tat nicht vergessen, dass der reale Kurs unserer Währung Ende 1987 und Anfang 1988 stark angestiegen war. Das heisst, dass wir heute in einem gewissen Ausmass mit einer Korrektur der vorangegangenen Überbewertung des Frankens konfrontiert sind. Wir wissen ausserdem aus langer Erfahrung, dass der Franken auf Bewegungen des Kurses des Dollars übertrieben stark reagiert. Er wertet sich bei einem Rückgang des Dollarkurses auch gegenüber den anderen wichtigen Währungen auf. Und er verliert bei einem Kursanstieg der amerikanischen Währung umgekehrt generell an Wert. Die Entwicklung des Frankenkurses seit Beginn des Jahres kann damit allein nicht vollständig erklärt werden. Drei weitere Ursachen erscheinen mir als wichtig:

- Der Überschuss unserer Ertragsbilanz hat sich – erstens – zwischen 1986 und 1988 um rund 30 Prozent vermindert. Die rückläufige Tendenz hält an. Sinkende Überschüsse in der Ertragsbilanz sind in Zeiten von Hochkonjunktur und Mangel an Arbeitskräften nichts Aussergewöhnliches. Beides, das starke Wachstum der Wirtschaft und die Personalengpässe, führt zu einem Anstieg der Importe. Wir waren in den Jahren der Hochkonjunktur von 1980 und 1981 vom gleichen Phänomen betroffen. Der Überschuss der Ertragsbilanz schrumpfte sogar noch stärker. Dies löste eine vorübergehende Schwäche des Frankens aus. Der Kurs der D-Mark kletterte zu jener Zeit auf über 90 Rappen.
- Der starke Rückgang der Zinssätze im ersten Quartal 1988, der aus dem schrittweisen Abbau der Liquidität resultierte, hat – zweitens – da und dort möglicherweise Zweifel an unserem Stabilitätswillen aufkommen lassen. Diese Zweifel sind unbegründet. Der geldpolitische Kurs, den wir in den letzten Monaten eingeschlagen haben, zeigt es mit aller Deut-

lichkeit: Wir räumen dem Ziel der Stabilität des Preisniveaus unverändert die höchste Priorität ein.

- Die gegenwärtige Zinskonstellation und die Erwartung, dass die Wechselkursrisiken innerhalb des Europäischen Währungssystems kurzfristig vernachlässigt werden dürfen, haben – drittens – ebenfalls zu einer Abschwächung des Frankens beigetragen. Diese Vermutung wird durch eine interessante Beobachtung gestützt. Der Kurs des Frankens und des Yens hat sich in den beiden letzten Monaten gegenüber dem Dollar annähernd parallel entwickelt.

Was lässt sich aus diesen Hinweisen schliessen? Die verschiedenen Faktoren, die die gegenwärtige Schwächeneigung des Frankens jedenfalls zu einem wesentlichen Teil erklären, vermögen dessen Kurs nur vorübergehend zu beeinflussen. Es besteht deshalb kein Anlass, den geldpolitischen Kurs grundlegend zu ändern. Wir führen eine mittelfristig orientierte Geldmengenpolitik. Damit müssen wir akzeptieren, dass die Zinssätze und die Wechselkurse unter bestimmten Umständen schwanken. Es wäre falsch, die Inflation durch eine absichtlich herbeigeführte, reale Aufwertung des Frankens bekämpfen zu wollen. Eine solche Politik mag kurzfristig wirksam sein. Längerfristig liesse sich ihr Erfolg aber nur um den Preis einer wachsenden Arbeitslosigkeit erhalten.

Unsere Philosophie bedeutet nicht, dass wir die Schwankungen der Wechselkurse vernachlässigten. Starke und rasche Fluktuationen der Wechselkurse können die Bedingungen, unter denen unsere Geldpolitik wirkt, verändern. Sie beeinflussen die internationale Wettbewerbsfähigkeit unserer Industrie. Und sie wirken sich auf die Bildung von Preisen und Erwartungen aus. Schwächt sich beispielsweise der Franken markant ab, so erwarten die Wirtschaftssubjekte einen Anstieg der Importpreise und damit eine vorübergehende Beschleunigung der Teuerung. Dies wiederum führt zu einer leichten Erhöhung der kurzfristigen Zinssätze. Die Nationalbank darf in einem solchen Fall den Zinsanstieg nicht hindern. Sie würde sonst eine Senkung der realen Zinssätze bewirken und damit den Restriktionsgrad ihrer Geldpolitik abschwächen. Die Er-

höhung der offiziellen Sätze, die wir Mitte April beschlossen haben, ist vor dem Hintergrund dieser Überlegungen zu sehen. Wir verfolgten mit unserem Schritt auch die Absicht, den Lombardsatz fühlbar über den Marktsätzen zu halten. Dies war vor Mitte April nicht mehr der Fall. Der Lombardsatz soll Strafcharakter haben. Wir möchten, dass die Banken den Lombardkredit nur beanspruchen, wenn sie dringend einen nicht voraussehbaren Bedarf an Liquidität zu decken haben. Mit der Erhöhung der offiziellen Sätze wollten wir aber gleichzeitig auch ein Signal setzen. Dieses Signal soll dem Markt zeigen, dass wir das Tempo, mit dem sich der Kurs unserer Währung seit einigen Wochen verändert hat, als ungerechtfertigt erachten.

Diese Anpassung stellt den Kurs unserer Politik nicht in Frage. Wir führen – ich betone es nochmals – eine geldmengenorientierte Politik. Ich darf gleichzeitig aber daran erinnern, dass wir uns bei der Festlegung des Geldmengenziels jeweils die Möglichkeit vorbehalten, vom Ziel abzuweichen. Solche Abweichungen erweisen sich vor allem bei sehr spekulativen Wechselkursbewegungen als notwendig. Wir werden uns in jedem Fall aber erst nach reiflicher Überlegung dazu entscheiden. Wir haben uns nämlich keine feste Zielzone für den Frankenkurs gesetzt. Die Entwicklung des Wechselkurses muss von Fall zu Fall vor dem Hintergrund der weltwirtschaftlichen Bedingungen beurteilt werden. Feste Zielzonen haben in einem Umfeld, das sich rasch wandelt, keinen Platz.

4. Beurteilung der Geldpolitik der achtziger Jahre – Lehren für die neunziger Jahre

Welche Lehren ziehen wir aus der Geldpolitik der achtziger Jahre? Wir müssen uns die Frage gefallen lassen, ob wir uns nicht im Kreise gedreht hätten. Am Ende der achtziger Jahre herrscht gleich wie am Ausgang der siebziger Jahre Inflation. Haben wir tatsächlich nichts gelernt? Dieses Urteil wäre zu hart. Vor allem aber ist es zu undifferenziert. Ich will die Inflations Tendenzen, die zurzeit spürbar sind, nicht bagatellisieren. Sie sind jedoch bei weitem nicht so gefährlich wie jene vor zehn Jahren. Die Inflationsraten sind in allen Industrieländern viel tiefer als damals. Dies

ist aber nicht der wichtigste Unterschied. Wichtig ist, dass die Notenbanken diesmal trotz des Börsenkrachs von 1987 rasch und energisch auf die Gefahr eines erneuten Aufflammens der Inflation reagiert haben. Diese Beharrlichkeit war nicht selbstverständlich. Einige Notenbanken mussten ihre Stabilitätspolitik unter ungünstigen Bedingungen – ich denke an das steigende Budgetdefizit in den USA und an die hohe Arbeitslosigkeit in Europa – durchsetzen. Trotzdem vermochten sie die Voraussetzungen, die den Desinflationsprozess wieder in Gang bringen, zu schaffen.

Die positiven Aspekte der Geldpolitik der achtziger Jahre überwiegen in meinem Urteil. Ich möchte aus den Erfahrungen dieser Jahre aber doch drei Lehren ziehen:

- Die Inflationsbekämpfung darf – erste Lehre – nicht der Rezession gleichgesetzt werden. Das Gegenteil ist richtig. Die Preisstabilität fördert längerfristig das Wirtschaftswachstum. Die achtziger Jahre, die über weite Strecken durch ein robustes Wirtschaftswachstum gekennzeichnet waren, sind der beste Beweis
- Die Geldpolitik ist – zweite Lehre – am wirksamsten, wenn sie sich auf die Kontrolle der Geldaggregate konzentriert. Eine geldmengenorientierte Geldpolitik kann zwar nicht immer strikte durchgehalten werden. Die Notenbanken müssen fähig bleiben, die Flexibilität, die – zu Recht – von ihnen erwartet wird, in Sondersituationen auch tatsächlich zu beweisen. Wir dürfen aber nie vergessen, dass jede zu starke Ausweitung der Geldmenge über kurz oder lang zur Inflation führt.
- Wir müssen uns – dritte Lehre – vor einem Rückfall in die Stop-and-go-Politik hüten. Ein häufiger Wechsel der geldpolitischen Ziele ist, auch wenn kurzfristig dafür noch so gute Gründe sprechen, längerfristig stets schädlich. Er ist kontraproduktiv. Eine Notenbank, die ihre geldpolitischen Ziele immer wieder ändert, untergräbt ihre Glaubwürdigkeit. Gleichzeitig verunsichert sie die Wirtschaft. Änderungen der geldpolitischen Ziele erhöhen die Volatilität der Finanz- und Devisenmärkte. Sie tragen damit oft die Verantwortung für Konjunkturschwankungen.

Wir sollten diese drei Lehren in Zukunft beherzi-

gen. Die achtziger Jahre könnten dann trotz der ernstesten, unge lösten wirtschaftlichen Probleme, zu denen ich vor allem die internationale Verschuldung zähle, als die Epoche, in der der Grundstein für ein dauerhaftes, inflationsfreies Wirtschaftswachstum gelegt wurde, in die Geschichte eingehen. Dieses Fundament muss

sich allerdings erst noch setzen. Ich hoffe, mein Nachfolger darf Ihnen in zehn Jahren, an der Schwelle zu einem neuen Jahrtausend, berichten, dass die Notenbanken diese Konsolidierung in den neunziger Jahren tatsächlich geschafft haben.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse*

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

La politique monétaire des années quatre-vingt, échec ou succès?

Aujourd'hui, la Banque nationale tient sa dernière Assemblée générale des années quatre-vingt. Je voudrais saisir cette occasion pour dresser un bilan de la décennie qui s'achève. Les banques centrales ont une bonne raison d'effectuer un tel exercice. N'ont-elles pas, voici dix ans, modifié fondamentalement l'orientation de leur politique monétaire et fait passer la lutte contre l'inflation au premier plan de leurs préoccupations? Depuis, elles ont constamment affiché leur ferme volonté d'éviter les erreurs du passé et d'empêcher un retour de l'inflation. Le processus de désinflation qui a eu lieu dans les années quatre-vingt a été effectivement impressionnant. Depuis quelque temps toutefois, nous sommes de nouveau confrontés au danger d'un retour de l'inflation. La réapparition de ce danger soulève de sérieuses questions. Les banques centrales des grands pays industrialisés ont-elles vraiment agi ces dernières années conformément à leur discours? Leur politique a-t-elle été suffisamment prudente? Permettez-moi aujourd'hui de procéder à un examen approfondi de la politique monétaire des années quatre-vingt et d'en tirer des enseignements pour la prochaine décennie.

Sur le plan de la politique monétaire, la décennie qui s'achève peut être subdivisée en trois phases:

- Entre 1980 et 1983, les banques centrales se sont employées à mettre un terme à la spirale de la hausse des prix et à briser les anticipations inflationnistes qui étaient profondément enracinées.
- Durant les années 1984 et 1985, elles ont cherché à maintenir l'approvisionnement de l'économie en monnaie à un niveau approprié

et à jeter ainsi les bases d'une croissance de longue durée sans inflation.

- Entre 1986 et l'été de 1988, elles se sont écartées du bon chemin. Elles n'ont pas pris suffisamment garde au fait qu'une création trop abondante de liquidités devait tôt ou tard déclencher une nouvelle reprise du processus inflationniste. Cela explique pourquoi nous risquons aujourd'hui d'essuyer un revers dans la lutte contre l'inflation.

Ces trois phases sont perceptibles tout particulièrement dans la politique monétaire des Etats-Unis. Par divers canaux, elles se sont transmises aux autres pays industrialisés. Aussi me paraît-il important de les examiner plus en détail.

1. Les années 1980 à 1983: la rupture de la spirale inflationniste

A partir de la fin des années soixante, l'inflation a régné dans les pays industrialisés, sans marquer cependant une accélération continue. Des phases de poussées inflationnistes ont alterné avec des périodes de coups de frein. A chaque reprise toutefois, la hausse des prix repartait de plus belle pour atteindre des taux de plus en plus élevés, les banques centrales n'ayant pas eu le courage – ou la possibilité – d'éliminer totalement l'inflation. Dès que la conjoncture commençait à faiblir, les instituts d'émission avaient tendance à relâcher les rênes monétaires en vue de stimuler l'économie. En 1974, ils n'ont pas réagi différemment après le premier choc pétrolier; leur souci a été d'accroître l'offre de monnaie pour l'adapter à la hausse des coûts consécutive à l'augmentation massive des prix pétroliers. Les autorités monétaires ont ainsi retardé l'ajustement nécessaire de l'économie à la nouvelle structure des prix et contribué au renforcement des tendances inflationnistes.

Heureusement, la leçon a porté. En 1979, lors du deuxième choc pétrolier, les banques centrales

* Berne, le 28 avril 1989

n'ont pas répété leur erreur de 1974. Elles ont choisi cette fois de réduire l'inflation qui atteignait un rythme annuel moyen de 13% dans les pays de l'OCDE et de quelque 10% aux Etats-Unis. Dans la plupart des pays, ce revirement a nécessité une modification fondamentale de la stratégie suivie par les banques centrales. Le rôle d'indicateur de la politique monétaire a été tenu par les agrégats monétaires et non plus par les seuls taux d'intérêt. Prôné depuis longtemps par les monétaristes, ce passage des taux d'intérêt aux agrégats monétaires a été l'une des conditions importantes à la base de la lutte contre l'inflation.

Permettez-moi de le commenter brièvement. En période de forte inflation, les taux d'intérêt ne sont plus des indicateurs fiables de la politique monétaire; en plus de la rémunération normale des actifs, ils englobent une prime d'inflation. Qui serait disposé, dans une phase inflationniste, à placer des fonds à un taux d'intérêt inférieur au rythme attendu de la hausse des prix? Les anticipations inflationnistes qui, au travers de la prime d'inflation, déterminent le niveau des taux d'intérêt ne peuvent cependant pas être mesurées directement. Lorsque le taux d'inflation fluctue, les taux d'intérêt – en particulier les rémunérations à court terme – ne sont par conséquent pas des indicateurs fiables du degré de rigueur de la politique monétaire. Aussi les banques centrales ont-elles dû modifier leur stratégie. Le contrôle de la croissance des agrégats monétaires a occupé le devant de la scène, et les taux d'intérêt ont été laissés au libre jeu des forces du marché. La réorientation de la politique monétaire a coïncidé avec le début du mouvement de libéralisation des marchés financiers. Cette simultanéité n'est pas le fruit du hasard. L'accélération de l'inflation avait montré clairement que même le réseau le plus dense de réglementations étatiques devient inefficace à moyen ou long terme.

Ce changement d'orientation de la politique monétaire a été particulièrement marqué au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Au mois d'octobre 1979, la banque centrale américaine a décidé de maintenir strictement la croissance de la masse monétaire à l'intérieur d'une fourchette. D'autres pays ont suivi. Parmi eux figurent le Japon, qui avait enregistré au milieu des années

septante un taux annuel d'inflation de près de 20%, et la République fédérale d'Allemagne dont la tentative de stimuler la conjoncture par des mesures de politique monétaire avait échoué.

En 1975 déjà, la Banque nationale avait choisi de passer à une politique de contrôle quantitatif de la masse monétaire et de fixer chaque année un objectif de croissance en termes de M_1 . Elle voulait ainsi assurer la stabilité du niveau des prix.

En 1978, donc trois ans plus tard, une hausse extrêmement forte du cours réel du franc l'a obligée toutefois à s'écarter de son chemin et à renoncer à la fixation d'un objectif en termes de M_1 pour l'année 1979. La Banque nationale s'est ainsi donné la marge de manœuvre dont elle avait besoin pour intervenir massivement sur les marchés des changes en faveur du dollar. Ces interventions ont engendré un important gonflement des agrégats monétaires et, partant, un dangereux potentiel inflationniste. Le début des années quatre-vingt a coïncidé avec le retour à un contrôle strict de la masse monétaire, et la Banque nationale a choisi de fixer ses objectifs annuels en termes de monnaie centrale ajustée, agrégat dont la gestion est plus aisée. Mais l'inflation – on s'y attendait – s'est accélérée de nouveau dans les années 1981 et 1982. Aussi la Banque nationale a-t-elle renforcé le caractère restrictif de sa politique monétaire. Les objectifs n'ont pas été atteints, la monnaie centrale diminuant même.

Le cours nettement plus restrictif que les pays industrialisés ont donné à leur politique monétaire au début des années quatre-vingt s'est répercuté sur la production et les prix exactement comme le décrivent les manuels d'économie. Le mécanisme en œuvre peut être décomposé en trois phases:

- Les taux d'intérêt à court terme ont augmenté vigoureusement, puis les taux à long terme ont suivi.
- La conjoncture a perdu de sa vigueur avant de faire place à une récession, évolution qui était probablement inévitable. Seul un remède de choc pouvait, après plus d'une décennie d'inflation, briser les anticipations inflationnistes et

rétablir la confiance des agents économiques dans l'action stabilisatrice des banques centrales.

- Le processus de désinflation s'est engagé après un délai de réaction normal. Le taux annuel moyen d'inflation de la zone de l'OCDE a passé de 13% en 1980 à environ 5% en 1983. En Suisse, le taux de renchérissement a fléchi de 7% à 3% durant la même période.

Contrairement à ce qu'on a pu observer dans les années soixante et septante, le processus de désinflation n'a pas été stoppé par la reprise économique qui, en 1983, a suivi la récession. Jusqu'en 1986, l'inflation a en effet continué son mouvement de repli pour s'inscrire, cette année-là, à 2,6% en moyenne dans la zone de l'OCDE.

Cette évolution réjouissante peut être attribuée en grande partie à l'attitude adoptée par les banques centrales. Celles-ci ont renoncé à stimuler la conjoncture par une création supplémentaire de monnaie. Elles sont parvenues à trouver le juste milieu, en d'autres termes à mener une politique monétaire compatible, à moyen terme, avec une croissance économique raisonnable, mais aussi avec une assez bonne stabilité du niveau des prix.

2. Les années 1984 et 1985: la difficile recherche de la croissance appropriée de la masse monétaire

Le passage à une telle politique monétaire n'est jamais aisé. Il est plus facile, dit-on à juste titre, de commencer une guerre que de la finir. Ce qui est vrai pour la guerre l'est aussi pour la lutte contre l'inflation. Les agents économiques modifient leur comportement, dès qu'ils ont la conviction que les autorités monétaires sont parvenues à réduire les anticipations inflationnistes à long terme et à briser la spirale de la hausse des prix. Quand le public anticipe une inflation de plus en plus forte, il est incité tout naturellement à investir dans des biens réels et à détenir peu d'enchasses. Si les anticipations inflationnistes reculent, ou même disparaissent, le public tend à reconstituer ses encaisses, d'où une augmentation de la demande de monnaie. Les banques centrales doivent alors fournir ces liquidités sup-

plémentaires, car celles-ci ne sont pas source d'inflation. Au milieu des années septante, la Banque nationale n'a d'ailleurs pas agi autrement. Après avoir stoppé la croissance de la masse monétaire en 1973 et 1974, elle a rendu possible, l'année suivante, une progression de 6% de la quantité de monnaie. En dépit de cette sensible augmentation, aucune accélération de l'inflation n'a été observée par la suite.

Ceux qui sont chargés de définir et d'appliquer une politique économique sont inévitablement confrontés aux incertitudes pesant sur l'avenir. Dans des circonstances normales, l'action que nous avons accomplie en 1975 soulève des difficultés. Si les autorités monétaires qui l'entreprennent ne bénéficient pas d'une crédibilité suffisante, ces difficultés sont presque insurmontables. Une banque centrale qui refuse de créer ces liquidités supplémentaires risque d'engendrer une récession, voire un processus de déflation. D'un autre côté, si elle se montre trop généreuse dans l'adaptation de l'offre de monnaie et laisse la masse monétaire croître plus rapidement que le produit intérieur brut nominal, elle donnera au public l'impression d'avoir renoncé à la lutte contre la hausse des prix, ce qui engendrera une nouvelle vague d'anticipations inflationnistes. A cause de ce dilemme, maintes banques centrales refusent d'adopter des objectifs monétaires quantitatifs et préfèrent agir en contrôlant les taux d'intérêt. Une telle stratégie comporte un fort danger de dérapage, car elle tend à étancher presque automatiquement la soif de liquidités des agents économiques. Elle peut toutefois se révéler judicieuse, à la condition que la banque centrale sache précisément quand la croissance de la masse monétaire commence à devenir inflationniste.

Entre 1984 et 1985, les banques centrales ont relativement bien maîtrisé ces difficultés. Dans l'ensemble, elles ont su doser la masse monétaire comme il le fallait, et le taux moyen d'inflation a continué son mouvement de repli. Le passage à une politique moins restrictive a soulevé des difficultés tout particulièrement dans les pays anglo-saxons, étant donné que la politique trop expansionniste des années soixante et septante avait fortement nui à la crédibilité de leurs autorités monétaires. Les banques centrales

d'autres pays ont eu la tâche plus facile. Parmi ces pays figurent ceux qui, comme la République fédérale d'Allemagne et la Suisse, avaient mené résolument la lutte contre l'inflation à partir du milieu des années septante et maintenu à un niveau bas les anticipations inflationnistes à long terme.

Pendant les années 1984 à 1986, la Banque nationale a poursuivi sans grandes difficultés sa politique visant, dans la moyenne durée, la stabilité des prix en Suisse. Pour éviter des effets trop négatifs sur notre économie, nous avons agi graduellement contre l'inflation. Nous savions que, pour stabiliser le niveau des prix, il fallait limiter la progression de la monnaie centrale à 2% par an. Durant les années 1982 et 1983, nous avons cependant toléré une croissance monétaire d'environ 3%, afin de ne pas accentuer la récession qui frappait alors notre économie. Dès que la conjoncture nous a paru mieux assurée en Suisse, nous n'avons pas hésité à ramener la croissance de la monnaie centrale à un rythme compatible avec notre objectif ultime. Grâce à cette politique, le renchérissement est demeuré faible, en dépit des fluctuations du dollar qui, par moments, ont engendré des poussées d'inflation importée.

Les cours de change ont enregistré de fortes fluctuations depuis environ six ans. On serait tenté, à première vue, de dire que ces fluctuations ont compliqué la tâche des banques centrales. Un examen plus attentif montre cependant que les actions des autorités monétaires ont amplifié l'instabilité des changes. Lorsque les banques centrales changent d'objectif monétaire – et plusieurs des plus importantes l'ont fait au milieu des années quatre-vingt – les marchés des changes deviennent plus instables, car ils ont de plus en plus de peine à interpréter les signaux provenant des autorités monétaires. Cette instabilité accrue peut à son tour faire dévier la politique monétaire du cours qui serait idéal à long terme.

3. Les années 1986 à 1989: le dérapage dans la désinflation

Le processus de désinflation, qui avait été remarquable entre 1983 et 1985, est entré par la suite dans une phase de dérapage, à cause précisément de considérations de change. Pendant les années 1986 et 1987, la croissance des agrégats monétaires est allée en effet bien au delà de ce qui était nécessaire pour répondre aux besoins de reconstitution des encaisses dans un environnement moins inflationniste. Les principales banques centrales ne se sont guère souciées de cette croissance excessive, car les cours de change étaient alors au cœur de leurs préoccupations. Après avoir fait baisser le dollar, elles ont cherché à le stabiliser, presque à tout prix. Les autorités monétaires européennes et japonaises sont ainsi intervenues massivement en faveur du billet vert, d'où le gonflement des agrégats monétaires qui est à l'origine des poussées inflationnistes actuelles.

Pourquoi les banques centrales se sont-elles laissées entraîner dans cet engrenage? Dans la politique monétaire, les considérations de change ont toujours joué un rôle important. Nous en avons fait l'expérience en Suisse. Dans certaines circonstances, les cours de change peuvent être des indicateurs fort utiles de la politique monétaire. Des interventions ponctuelles permettent aussi de corriger des perturbations apparues sur les marchés des changes à la suite de fausses anticipations. Mais, la priorité donnée par les banques centrales aux cours de change, alors que les agrégats monétaires croissaient rapidement, comportait de sérieux dangers inflationnistes. Les banques centrales n'en ont pas pris suffisamment conscience. Après coup, on peut avancer trois raisons expliquant leur comportement imprudent:

- La première vient de la réduction de la marge de manœuvre des banques centrales, réduction qui a découlé d'accords de coopération internationale auxquels on a donné un grand retentissement. Pour sauvegarder leur crédibilité et celle de leur gouvernement, les autorités monétaires ont dû défendre des relations de change convenues plus ou moins explicitement. Un des principaux objectifs de la politi-

que des cours de change du Groupe des Sept consistait à éviter l'adoption de mesures protectionnistes aux Etats-Unis. L'intention était louable, mais elle a fait sortir les autorités monétaires de leur rôle en subordonnant leur action à un objectif structurel.

- La baisse rapide des prix des matières premières, en particulier des produits pétroliers, est la deuxième raison de l'insouciance, très largement répandue, face aux dangers inflationnistes. Elle a fait croire à de nombreux observateurs – et même à des banques centrales – que la lutte contre l'inflation était définitivement gagnée.
- Quant à la troisième, elle est liée au krach boursier d'octobre 1987. Etant donné leur rôle de «lender of last resort», les autorités monétaires ont jugé bon d'accroître l'approvisionnement des économies en liquidités, afin de réduire autant que possible le risque de réactions en chaîne sur les marchés financiers. Compte tenu de l'ampleur de la chute des cours des actions – on craignait des répercussions aussi sévères que celles du krach de 1929 –, cette augmentation rapide des liquidités paraît, aujourd'hui encore, tout à fait appropriée. Elle n'était pas inflationniste en soi, mais elle a retardé le passage à une politique monétaire plus restrictive, passage qui était devenu nécessaire après la forte croissance des agrégats monétaires en 1986 et 1987. Les banques centrales ne se sont résolues qu'à partir de l'été de 1988 à resserrer les rênes et à déclencher une hausse généralisée des taux à court terme.

Quelle a été l'attitude de la Banque nationale pendant les deux dernières années? Nous avons nous aussi toléré un léger dérapage du cours de notre politique monétaire. En 1987, la monnaie centrale ajustée s'est accrue de près de 3%, alors que notre objectif était de 2%. Ce dépassement s'explique par le fait que, comme les banques centrales d'autres pays industrialisés, nous avons renforcé la dotation du marché monétaire en liquidités pour tenir compte des risques engendrés par le krach boursier. En outre, les fortes fluctuations du dollar – elles exerçaient alors des pressions à la hausse sur le franc – ajoutaient à l'incertitude liée au krach.

En 1988, l'introduction des nouvelles dispositions sur les liquidités bancaires et la généralisation du système de paiements interbancaires SIC ont rendu sensiblement plus difficile la mise en œuvre de notre politique monétaire. Ces innovations ont entraîné une diminution substantielle de la demande de liquidités des banques; les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale ont même reculé de plus de 50%. Au premier trimestre de 1988, nous avons réagi avec prudence à cette baisse de la demande et réduit graduellement le volume des liquidités à la disposition des banques. Les rémunérations servies sur le marché monétaire ont fléchi fortement. Dès l'été de 1988, elles ont retrouvé un niveau correspondant au degré de rigueur que nous entendions donner à notre action en 1988. Le cours de notre politique monétaire est devenu nettement plus restrictif à partir du mois de novembre. En dépit de cette correction qui s'imposait d'autant plus que, contre toute attente, l'évolution de la conjoncture était bonne, notre politique a été en 1988, comme l'année précédente déjà, un peu moins rigoureuse que ce qui avait été prévu à l'origine. Nous devons par conséquent nous attendre à une accélération du renchérissement en Suisse pendant les années 1989 et 1990. Pour cette raison, mais aussi à cause des tendances à la surchauffe qui se manifestent au sein de notre économie, nous nous efforçons de ramener le plus rapidement possible la croissance des agrégats monétaires à un rythme permettant d'assurer la stabilité du niveau des prix dans la moyenne période. L'objectif de 2% que nous nous sommes fixé pour 1989 confirme cette intention.

Au début de cette année, nous avons resserré encore les rênes monétaires. La monnaie centrale ajustée a progressé, au cours des quatre premiers mois de l'année, à un rythme plus lent que prévu. En moyenne du premier trimestre, elle était même inférieure à son niveau des trois derniers mois de 1988. Aujourd'hui, les taux d'intérêt à court terme atteignent un niveau relativement élevé et, preuve de la rigueur de notre politique, sont nettement supérieurs aux rémunérations offertes sur le marché des capitaux. La hausse des taux d'intérêt n'a pas épargné les taux hypothécaires et ceux des autres crédits

bancaires. Comme nous n'avons pas l'intention d'assouplir notre politique pendant les prochains mois pour compenser la progression plus lente que la monnaie centrale a enregistré au début de l'année, nous n'atteindrons probablement pas notre objectif monétaire en 1989. Le cours de notre politique devrait peu à peu modérer la demande globale, aujourd'hui forte, et permettre, après un délai de réaction qui est de deux à trois ans en Suisse, un retour graduel à la stabilité des prix dans notre pays.

Sur les marchés des changes, le franc suisse traverse actuellement une phase de relative faiblesse. Cette faiblesse est-elle de nature à rendre vaine notre lutte contre l'inflation? Nombreux sont sans doute ceux qui, aujourd'hui, répondraient par l'affirmative à cette question et ne verraient aucune objection à ce que nous renforçons encore le caractère restrictif de notre politique. Mais il faut, je crois, garder notre sang-froid et ne pas donner un brusque coup de barre à la politique monétaire sans avoir au préalable examiné très attentivement les causes de la faiblesse sans doute passagère du franc. Regardons cette baisse dans un contexte plus global! Comme le cours réel de notre monnaie avait augmenté fortement vers la fin de 1987 et au début de l'année suivante, la baisse actuelle est en quelque sorte une correction de ce mouvement. Nous savons également que le franc monte davantage que les principales autres monnaies dans les phases de repli du dollar et qu'il enregistre une baisse généralisée quand la monnaie américaine se raffermi. L'évolution du cours du franc depuis le début de cette année ne peut, j'en suis bien conscient, s'expliquer uniquement par ces facteurs généraux. Trois autres causes me paraissent importantes:

- L'excédent de notre balance courante a diminué d'environ 30% de 1986 à 1988, et la tendance au recul continue. Dans une phase de haute conjoncture et de pénurie de personnel, le repli de l'excédent de la balance courante n'a rien d'exceptionnel. Tant la forte croissance économique que le manque de main-d'œuvre entraînent un gonflement des importations. Nous avons connu ce même phénomène lors de la haute conjoncture des années 1980 et 1981. Le solde actif de notre

balance courante avait alors subi un recul encore plus marqué, et le franc avait fléchi. Le mark allemand avait passé à plus de 90 centimes.

- La nette baisse des taux d'intérêt au premier trimestre de 1988 – une conséquence de notre réaction prudente face à la diminution de la demande de liquidités – a pu inciter certains observateurs à penser à un relâchement de notre volonté de mener une politique axée sur la stabilité des prix. De tels doutes ne sont pas fondés. Le cours donné à notre politique pendant ces derniers mois montre, on ne peut plus clairement, que l'objectif de la stabilité du niveau des prix reste notre plus haute priorité.
- La constellation actuelle des taux d'intérêt et le sentiment que les risques de change au sein du Système monétaire européen peuvent être négligés à court terme ont sans doute contribué également à la faiblesse du franc. Cette constatation est étayée notamment par le fait que, face au dollar, le franc et le yen ont suivi ces deux derniers mois une évolution à peu près parallèle.

Que peut-on conclure de ces propos? Les différents facteurs qui expliquent, en grande partie en tout cas, la tendance actuelle à la faiblesse du franc ont manifestement un caractère temporaire. Il n'y a donc aucune raison de modifier fondamentalement le cours de notre politique. Comme nous menons une politique de la masse monétaire qui est axée à moyen terme, nous devons accepter, dans certaines circonstances, des fluctuations des taux d'intérêt et des cours de change. Il serait faux de vouloir lutter contre l'inflation en provoquant artificiellement une hausse, en termes réels, du cours du franc. Une telle politique serait sans doute efficace à court terme, mais son succès, à plus long terme, ne pourrait être obtenu qu'au prix d'un chômage croissant.

Notre stratégie n'implique cependant pas que nous négligions l'évolution des cours de change. Les fortes variations des changes peuvent modifier les conditions dans lesquelles opère notre politique monétaire. Elles influent sur la compétitivité de nos entreprises, mais aussi sur la formation des prix et des anticipations. Si le franc baisse sensiblement sur les marchés des

changes, les agents économiques s'attendent à une hausse des prix à l'importation et, partant, à une accélération temporaire du renchérissement. Il est alors normal que les taux d'intérêt à court terme enregistrent une légère hausse. La Banque nationale ne doit pas s'opposer à une telle augmentation. Si elle cherchait à empêcher cette réaction, elle provoquerait une baisse du niveau réel des taux d'intérêt et affaiblirait ainsi la rigueur de sa politique. Le relèvement des taux officiels que nous avons décidé à la mi-avril s'inscrit dans cet ordre d'idées. Notre intention était aussi de maintenir le taux lombard sensiblement au-dessus des taux du marché pour qu'il garde un certain caractère de pénalité, les banques ne devant en principe recourir aux avances sur nantissement que pour couvrir des besoins imprévisibles de liquidités. En relevant nos taux, nous avons également voulu donner un signal au marché, pour lui montrer que la rapidité avec laquelle le cours de notre monnaie a évolué ces dernières semaines n'est à nos yeux pas justifiée.

Cette adaption ne remet pas en cause le cours de notre politique monétaire. Nous menons, je l'ai déjà souligné, une politique axée sur la gestion de la masse monétaire. Mais je voudrais également rappeler que la Banque nationale se réserve toujours de s'écarter de son objectif monétaire annuel. Un tel écart peut être nécessaire, en particulier lors d'un fort mouvement spéculatif des cours de change. Toutefois, nous ne nous engagerons jamais dans cette voie sans avoir, au préalable, analysé soigneusement la situation. Nous n'avons en effet pas fixé de zone-cible pour la valeur extérieure du franc. L'évolution des cours de change doit être analysée de cas en cas, en tenant compte du contexte économique international. Dans un environnement qui se modifie rapidement, des zones-cibles fixes n'ont pas leur place.

4. Jugement global sur la politique monétaire des années quatre-vingt et enseignements pour la prochaine décennie

Quelles leçons pouvons-nous tirer de la politique monétaire des dix dernières années? Ne sommes-nous pas finalement retournés à notre

point de départ puisque, comme à la fin des années septante, l'inflation nous menace aujourd'hui? N'avons-nous vraiment rien appris? Ces questions ne doivent pas nous pousser à un constat manquant de nuances. Les tendances inflationnistes actuelles ne sont certes pas à prendre à la légère, mais elles n'ont de loin pas l'intensité de celles qui se manifestaient voici dix ans. Dans tous les pays industrialisés, les taux d'inflation sont nettement inférieurs à leur niveau de la fin des années septante. Il y a, à mes yeux, une différence encore plus importante. En effet, malgré le krach boursier de 1987, les banques centrales ont cette fois réagi rapidement et énergiquement face au danger d'un retour de l'inflation. Leur détermination est d'autant plus remarquable que plusieurs d'entre elles ont dû agir dans des circonstances peu favorables; je pense notamment au lourd déficit budgétaire des Etats-Unis et au chômage toujours élevé en Europe. Les autorités monétaires sont parvenues néanmoins à créer les conditions permettant la reprise du processus de désinflation.

Dans mon jugement, les aspects positifs de la politique monétaire des années quatre-vingt l'emportent. Je voudrais tirer trois leçons de cette période:

- La lutte contre l'inflation n'est pas synonyme de récession. La stabilité du niveau des prix favorise beaucoup plus qu'elle ne décourage la croissance économique à moyen ou long terme. Les années quatre-vingt n'ont-elles pas été caractérisées notamment par de longues phases de croissance économique soutenue?
- Ma deuxième leçon est que la politique monétaire n'est jamais aussi efficace que lorsqu'elle s'attache à contrôler la progression des agrégats monétaires. Une politique de la masse monétaire ne peut cependant pas toujours être appliquée strictement. Dans des situations exceptionnelles, les banques centrales doivent donc montrer la souplesse que l'on attend d'elles, à juste titre. Mais il ne faut jamais oublier que toute expansion trop forte de la masse monétaire conduit tôt ou tard à un regain d'inflation.
- Enfin, troisième leçon, nous devons éviter de retomber dans une politique de «stop and go». Même s'ils peuvent paraître justifiés à court

terme, des changements de cap trop fréquents sont toujours dommageables à moyen terme. Ils portent atteinte à la crédibilité des banques centrales, répandent l'incertitude au sein de l'économie et accroissent l'instabilité des marchés de l'argent, des capitaux et des changes. Ils sont donc souvent à l'origine des fluctuations conjoncturelles.

Si nous agissons à l'avenir en tenant compte de ces trois leçons, les années quatre-vingt entreront peut-être dans l'histoire – en dépit de sé-

rieux problèmes économiques qui, tels l'endettement international, n'ont pas été résolus – comme une période charnière durant laquelle les bases d'une croissance économique durable et non inflationniste ont été jetées. Ces bases doivent cependant être encore consolidées. J'espère que dans dix ans, alors que nous serons à la veille d'un nouveau millénaire, mon successeur pourra vous annoncer que les banques centrales sont parvenues à mener à bien cette consolidation.

Entwicklung der Arbeitsproduktivitäten der Schweiz 1975–1988

von Felix Andrist*

1. Einleitung

Die Arbeitsproduktivität und ihre Veränderung im Laufe der Zeit bilden ein wesentliches Instrument zur Beurteilung der Leistungsfähigkeit bzw. des gesamtwirtschaftlichen Wachstums einer Volkswirtschaft. Die Arbeitsproduktivität bestimmt zusammen mit der potentiellen Arbeitskraft die Entwicklung der potentiellen Produktion. Das Wachstum der potentiellen Produktion ist eine wichtige Grundlage der Berechnung des jährlichen Geldmengenziels. Der Vergleich der Arbeitsproduktivitäten verschiedener Länder hilft ferner mit, die internationale Konkurrenzfähigkeit der Wirtschaft eines Landes zu beurteilen. Die Arbeitsproduktivität ist ein Mass für die Produktion je eingesetzte Arbeitskraft während eines Zeitintervalls.

Als einfachstes Mass der Arbeitsproduktivität gilt die Produktion je Erwerbstätigen. Bei dieser Definition wird die Veränderung der durchschnittlichen Arbeitszeiten nicht berücksichtigt, d. h. die Arbeitszeiten werden als konstant angenommen. Da in der Schweiz die Arbeitszeiten im Zeitraum 1975–1988 reduziert worden sind, sollten sie für die Ermittlung der Arbeitsproduktivitäten mitberücksichtigt werden. Damit gewinnt die Statistik an Aussagekraft.

Die Resultate des kürzlich vom Bundesamt für Statistik veröffentlichten Produktionskontos (Daten über die gesamtwirtschaftliche Produktion) der Schweiz eröffnen die Möglichkeit, Arbeitsproduktivitäten nicht nur auf gesamtwirtschaftlicher Ebene, sondern auch für Branchen, Branchengruppen und Wirtschaftssektoren (allerdings nur für die Zeitspanne 1975–1985) zu berechnen. Anhand des realen Bruttoinlandsprodukts, das im Rahmen der Nationalen Buchhaltung der Schweiz geschätzt wird, kann die jährliche Entwicklung der Arbeitsproduktivität auf gesamtwirtschaftlicher Basis aufgezeichnet werden.

Zur Berechnung der Arbeitsproduktivitäten pro Arbeitsstunde sind drei Elemente notwendig: Die Nettoproduktion¹, die Zahl der Erwerbstätigen und die durchschnittliche Zahl der Arbeitsstunden je Erwerbstätigen.

Die Arbeitsproduktivität pro Arbeitsstunde ist zwischen 1975 und 1985 jährlich um durchschnittlich 1,4% angestiegen. Dabei ist die Anzahl geleisteter Arbeitsstunden über das betrachtete Zeitintervall mit einem jährlichen Anstieg von 0,1% praktisch konstant geblieben. Die nahezu unveränderte Zahl geleisteter Arbeitsstunden bestätigt weitgehend die Annahmen, die in einer früheren von der Schweizerischen Nationalbank durchgeführten Schätzung des Wachstums der potentiellen Produktion in der Schweiz² getroffen wurden. Jene Untersuchung geht von einem durchschnittlichen jährlichen Rückgang der Gesamtzahl geleisteter Arbeitsstunden um 0,3% aus.

Im folgenden wird die Entwicklung der durchschnittlichen Arbeitsproduktivitäten je Arbeitsstunde im Zeitintervall 1975–1985 bzw. der durchschnittlichen Arbeitsproduktivitäten je Erwerbstätigen zwischen 1975 und 1988 aufgezeigt. Daran schliesst sich ein internationaler Vergleich der Entwicklung in der verarbeitenden Industrie an. Technische Details der Berechnungen bzw. Schätzungen finden sich im Anhang.

2. Die Entwicklung der Arbeitsproduktivität

Um Arbeitsproduktivitäten berechnen zu können, müssen die Erwerbstätigen sowie die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden ermittelt werden. Da die Erwerbstätigenstatistik basie-

¹ Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene entspricht sie dem Bruttoinlandsprodukt

² Vgl. H. J. Büttler, F. Etlin und E. Ruoss
Empirische Schätzung des Wachstums der potentiellen Produktion in der Schweiz
Quartalsheft 1/1987 Schweizerische Nationalbank

rend auf der Volkszählung 80 für das Jahr 1985 eine um 250 000 tiefere Zahl Erwerbstätiger ausweist als die Betriebszählung 1985, ist untersucht worden, welche der beiden Datenreihen die Entwicklung der Erwerbstätigen verlässlicher nachzeichnet (vgl. Anhang 3.2). Die Ergebnisse der Betriebszählung scheinen zuverlässiger. Deshalb sind die Erwerbstätigen aus den Resultaten der Betriebszählung geschätzt worden³. Die durchschnittlichen Arbeitsstundenzahlen sind nur für die Jahre 1975, 1980 und 1985 vorhanden. Deshalb können Arbeitsproduktivitäten je Arbeitsstunde nur für die Jahre 1975, 1980 und 1985 ermittelt werden.

Die Zahl der Arbeitsstunden in der Schweiz ist zwischen den Jahren 1975 und 1980 zurückgegangen: Die Abnahme der durchschnittlichen Arbeitszeiten je Erwerbstätigen ist grösser als die Zunahme der Erwerbstätigen (vgl. dazu Tabelle 1). In den Jahren 1980 bis 1985 war die Entwicklung umgekehrt. Über die gesamten zehn Jahre betrachtet, liegt die Zuwachsrate der Erwerbstätigen mit rund 10% leicht über der Abnahme der durchschnittlichen Jahresarbeitszeit. Die Zahl geleisteter Arbeitsstunden stieg deshalb im gleichen Zeitraum lediglich um 1,8%.

Tabelle 1: Erwerbstätige und Jahresarbeitsstunden je Erwerbstätigen der Jahre 1975, 1980 und 1985

Jahr	Erwerbstätige in Mio.	Veränderung in %	Stunden je Erwerbstätigen ¹	Veränderungen in %
1975	3,12	—	2010	—
1980	3,17	1,7	1965	-2,2
1985	3,43 ¹	8,1	1848	-6,0
1975/85		9,9		-8,1

¹ Eigene Schätzungen

2.1 Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde

Die Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde wuchs, wie der Tabelle 2 zu entnehmen ist, in den Jahren 1975 bis 1980 annähernd doppelt so stark wie im Fünfjahresabschnitt 1980/1985. Der Abbau der Erwerbstätigen in den Rezessionsjahren 1974/1975 trug zu dieser Entwicklung bei. Zudem gingen die durchschnittlichen Arbeitszeiten

Tabelle 2: Durchschnittliche Jahresveränderungsraten der Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde und ihrer Komponenten

	Durchschnittliche Jahresveränderungsraten in %		
	1975/1980	1980/1985	1975/1985
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde	1,8	1,0	1,4
BIP real	1,7	1,4	1,5
Erwerbstätige	0,3	1,6	1,0
Stunden je Erwerbstätigen	-0,5	-1,2	-0,8

Quelle: BFS, eigene Schätzungen

in den Jahren 1975–1980 stärker zurück, als die Erwerbstätigenzahl anstieg, so dass die Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität mit 1,8% je Arbeitsstunde sogar leicht über derjenigen des realen Bruttoinlandsprodukts (1,7%) lag.

In der Periode 1980 bis 1985 nahm die Beschäftigung stärker zu als das reale BIP. Der Rückgang der durchschnittlichen Arbeitsstunden kompensierte jedoch die Zunahme der Erwerbstätigen, so dass die Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde weiter stieg. Allerdings war der Zuwachs deutlich geringer als in der vorangegangenen Fünfjahresperiode.

Zwischen 1975 und 1985 betrug die durchschnittliche jährliche Zunahme der Arbeitsproduktivität 1,4%, wobei die Gesamtzahl Arbeitsstunden im Jahre 1985 praktisch gleich gross war wie im Jahre 1975.

Durchschnittliche Arbeitsproduktivitäten je Sektor bzw. Branchengruppen

Die durchschnittliche Arbeitsproduktivität erhöhte sich im zweiten Sektor am stärksten (vgl.

³ Die Korrektur der Zahl der Erwerbstätigen um rund 250 000 Einheiten beeinträchtigt die Resultate der Studie Büttler et al. «Empirische Schätzung der potentiellen Produktion in der Schweiz» nicht, weil sich der unterschätzte Rückgang der durchschnittlichen Arbeitszeiten und das zu kleine Wachstum der Erwerbstätigen gegenseitig kompensierten.

Tabelle 3: Arbeitsproduktivitäten je Arbeitsstunde, Wertschöpfungen real, Erwerbstätige und Arbeitsstunden der Wirtschaftssektoren und einzelner Branchengruppen 1975–1985. Durchschnittliche Veränderungsrate pro Jahr

Sektor/Branchengruppe	Durchschnittliche Veränderungsrate pro Jahr in %			
	Arbeitsproduktivitäten	Wertschöpfung real	Erwerbstätige	Arbeitsstunden
Sektor 1	0,2	-1,0	-1,2	0,0
Sektor 2	2,0	0,4	-0,8	-0,7
Energie- und Wasserversorgung	2,6	2,5	0,6	-0,7
Verarbeitende Produktion	1,9	0,1	-1,1	-0,7
Metall, Maschinen, Elektronik	1,7	0,2	-0,7	-0,7
Baugewerbe	1,8	1,0	-0,1	-0,7
Sektor 3	1,3	2,8	2,4	-1,0
Handel, Gastgewerbe	0,1	0,7	1,6	-1,0
Verkehr, Nachrichtenübermittlung	0,6	1,5	1,3	-0,5
Banken, Versicherungen, Immobilien, Beratung	3,4	6,1	3,6	-1,0
Finanzsektor (Banken, Versicherungen)	4,5	7,3	3,2	-0,6
Sonstige Dienstleistungen	-0,6	4,8	6,2	-0,7
Staat und Sozialversicherungen	-0,2	2,6	3,4	-0,6
Total	1,4	1,5	1,0	-0,8

Quelle: BFS, eigene Schätzung

Tabelle 3). Die reale Wertschöpfung stieg dabei im Durchschnitt um 0,4%, während die Zahl der Erwerbstätigen und der Arbeitsstunden je Erwerbstätigen sank. Die durchschnittliche Arbeitsproduktivität im dritten Sektor wuchs im Vergleich zum zweiten Sektor deutlich schwächer.

Innerhalb des zweiten Sektors entwickelten sich zudem die Arbeitsproduktivitäten, die reale Wertschöpfung, die Erwerbstätigen und die geleisteten Arbeitsstunden einheitlicher als im dritten Sektor. Im dritten Sektor dominierte erwartungsgemäss die Gruppe «Banken, Versicherungen, Immobilien, Beratung». Die Zuwachsraten sowohl der Wertschöpfungen als auch der Erwerbstätigen lagen in diesem Bereich weit über dem Durchschnitt der übrigen Branchengruppen.

2.2 Arbeitsproduktivitäten je Erwerbstätigen

Anhand des jährlichen realen Bruttoinlandsprodukts sowie der Jahresdurchschnitte der Erwerbstätigenreihen kann die durchschnittliche Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen pro Jahr berechnet werden.

Die durchschnittliche Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen entwickelte sich zwischen 1975 und 1985 tendenziell gleich wie die Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde im entsprechenden Zeitintervall: Zwischen den Jahren 1975 und 1980 war die Zunahme der Arbeitsproduktivität grösser als zwischen 1980 und 1985 (vgl. Tabelle 4). Während der Rezession Mitte der 70er Jahre ging die Zahl der Erwerbstätigen stärker zurück als das reale BIP. Hingegen flachte sich die Zunahme der Erwerbstätigen in den Jahren 1981 und 1982 bei kleinem BIP-Wachstum nur ab.

In den Jahren 1986 bis 1988 lag die durchschnittliche jährliche Veränderung der Arbeitsproduktivität mit 1,5% weit über derjenigen des Zehnjahresdurchschnittes 1975–1985 (0,6%). Die vorübergehende Abschwächung des Wachstums im zweiten Sektor in der ersten Hälfte des Jahres 1987 zeigt sich in einem deutlichen Rückgang der Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen. Ab 1986 kann von einer annähernd konstanten Arbeitszeit ausgegangen werden. Deshalb dürften die Arbeitsproduktivitäten je Arbeitsstunde dieser Jahre ungefähr den Arbeitspro-

Tabelle 4: Entwicklung der Arbeitsproduktivitäten je Erwerbstätigen und ihrer Komponenten in der Schweiz, 1975–1988

Jahr	Veränderungsraten in % gegenüber dem Vorjahr		
	Arbeitsproduktivitäten je Erwerbstätigen	BIP real	Erwerbstätige
1976	1,6	-1,4	-3,0
1977	2,0	2,4	0,4
1978	-0,6	0,4	1,0
1979	1,4	2,5	1,1
1980	2,3	4,6	2,3
1981	-1,4	1,5	2,9
1982	-2,0	-1,1	0,9
1983	0,4	0,7	0,3
1984	0,4	1,8	1,3
1985	1,6	4,1	2,5
1986	1,8	2,8	1,0
1987	1,1	2,3	1,2
1988	1,8	3,0	1,2

Quelle: BFS, eigene Schätzung

duktivitäten je Erwerbstätigen entsprechen. Die durchschnittliche Jahreszuwachsrate der Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen der Jahre 1986–1988 weist eine ähnliche Grössenordnung (+1,5%) auf wie die durchschnittliche Zunahme der Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde zwischen 1975 und 1985 (+1,4%).

2.3 Internationaler Vergleich

Die meisten internationalen Vergleiche von Arbeitsproduktivitäten pro Arbeitsstunde beziehen sich auf andere Zeitintervalle als dasjenige, für welches schweizerische Daten vorhanden sind (1975–1985). Das amerikanische Arbeitsministerium (Department of Labor)⁴ hat in einem Artikel die Entwicklung in den Jahren 1973–1986 für die verarbeitende Industrie (Manufacturing) einzelner Länder beschrieben. Die Resultate stimmen mit den Ergebnissen einer von der OECD⁵ für die Zeitabschnitte 1973–1979 und 1979–1985 durchgeführten Studie weitgehend überein. Im folgenden werden die schweizerischen Resultate mit amerikanischen verglichen, da die Ergebnisse der OECD nicht für das Gesamtintervall 1973–1985 vorhanden sind.

Die durchschnittliche Arbeitsproduktivität pro Arbeitsstunde der schweizerischen verarbeitenden Industrie wuchs ungefähr gleich stark wie diejenige der Vereinigten Staaten, Kanadas und

⁴ United States Department of Labor, Bureau of Labor Statistics 1987: «International Comparisons of Manufacturing Productivity and Labor Cost Trends 1986»

⁵ Revue économique de l'OCDE Nr.10/Frühjahr 1988 Tabelle 4, S.22

Tabelle 5: Entwicklung der Arbeitsproduktivitäten je Arbeitsstunde, der realen Wertschöpfungen und der Arbeitsstunden in der verarbeitenden Industrie verschiedener Länder

Land	Durchschnittliche Veränderung in %			
	1973–1986		1975–1985	
	Arbeitsproduktivitäten pro Arbeitsstunden		Wert- schöpfung	Arbeitsstd. (Volumen)
Schweiz		1,9	0,1	-1,9
Belgien	5,8		1,6	-4,0
Bundesrepublik				
Deutschland	3,5		1,4	-2,1
Dänemark	2,6		2,2	-0,4
Frankreich	4,2		1,5	-2,6
Italien	3,3		2,1	-1,1
Japan	5,6		5,4	-0,2
Kanada	1,7		1,6	0,0
Niederlande	5,0		1,5	-3,2
Norwegen	2,0		0,6	-1,4
Schweden	2,8		1,0	-1,8
Vereinigtes Königreich	2,9		-0,7	-3,4
Vereinigte Staaten	2,3		2,0	-0,3

Quelle: United States Department of Labor, BFS, eigene Schätzung

Norwegens (vgl. Tabelle 5). Im Vergleich zu den EG-Ländern und Japan verzeichnete die schweizerische verarbeitende Industrie einen deutlich geringeren Produktivitätszuwachs.

In den meisten Ländern (Ausnahmen Dänemark, Japan, Kanada und Vereinigte Staaten) war die Abnahme der Arbeitsstundenzahl grösser als die Zunahme der Produktion (reale Wertschöpfung). Der Rückgang der Arbeitsstunden in der schweizerischen Industrie lag in etwa im Durchschnitt der betrachteten Länder. Unterdurchschnittliches Wachstum verzeichnete hingegen das Produktionsergebnis (reale Wertschöpfung).

Die Entwicklung der Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde in der verarbeitenden Industrie der Schweiz ist jedoch durch die angewandte Berechnungsmethode eher unterschätzt worden: Da das Wachstum der Arbeitsproduktivität pro Arbeitsstunde in der verarbeitenden Industrie über dem gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt liegt, dürfte durch die Verwendung des BIP-Deflators die Preisentwicklung in diesem Sektor überschätzt worden sein. Entsprechend dürfte die in der Tabelle 3 angegebene Veränderungsrate der Arbeitsproduktivitäten der Schweiz im Sektor 2 eine Untergrenze, in den übrigen Sektoren eine Obergrenze darstellen.

3. Anhang: Daten

3.1 Produktionsergebnis

Das Produktionskonto, das in der Entstehungsrechnung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung berechnet wird, weist Produktionsergebnisse je Branche aus. Das gesamtwirtschaftliche Nettoproduktionsergebnis entspricht dem realen Bruttoinlandsprodukt (BIP). In der Schweiz wird die Entstehungsrechnung jedoch nur in längeren Zeitabständen durchgeführt, da die Erhebung der für die Berechnung des Produktionskontos notwendigen Daten jeweils im Rahmen der Betriebszählung erfolgt. In der Untersuchung sind die Resultate der Produktionskonti der Jahre 1975 und 1985 verwendet worden. Die Ergebnisse sind zu laufenden Preisen publiziert, d. h. zu Preisen des jeweiligen Jahres. Die Berechnung von Arbeitsproduktivitäten verlangt jedoch

den Vergleich der Produktionsergebnisse zu konstanten Preisen. Es ist deshalb notwendig, die publizierten Daten mit einem Deflator (vgl. dazu: Preisbereinigung) zu bereinigen.

3.2 Erwerbstätigkeit und Beschäftigung

Als Grundlage zur Berechnung der Zahl der Erwerbstätigen dienen die Volkszählungsdaten. Die Haushalte geben an, ob und in welchem Umfang ihre Mitglieder erwerbstätig sind⁶. Da die Volkszählung nur alle 10 Jahre stattfindet (letztmals 1980) und Erwerbstätige pro Quartal und Branche berechnet werden, muss die Zahl der Erwerbstätigen in den Zwischenjahren (bzw. Quartalen) anhand des Beschäftigungsindex und anderer Statistiken fortgeschrieben werden. Im Gegensatz zu den Erwerbstätigen stammen die Angaben zur Beschäftigung aus einer Erhebung im Unternehmungsbereich (Betriebszählung). Die Fortschreibung des Beschäftigungsindex erfolgt mit Daten einer vierteljährlich durchgeführten Beschäftigungserhebung auf freiwilliger Basis bei Unternehmungen⁷. Die Resultate werden als Indizes je Branche publiziert.

Wird die Zahl der Erwerbstätigen mit dem Beschäftigungsindex und dem Ausländerregister (ZAR) fortgeschrieben, so ergibt sich für das Jahr 1985 ein Total, das um 250 000 Erwerbstätige bzw. Beschäftigte oder mehr als 7% unter der Gesamtzahl Beschäftigter gemäss Betriebszählung 1985 liegt. Um die Ursachen der Differenz ausfindig zu machen, mussten die beiden Reihen vergleichbar gemacht werden. Dazu wurden folgende Anpassungen vorgenommen:

- Umschlüsselung der Erwerbstätigen von der Wirtschaftssystematik 1975 auf die Wirtschaftssystematik 1985⁸.
- Korrektur von Doppelzählungen⁹

⁶ Vgl. Volkszählung 1980, Band 9, Einleitung und Volkswirtschaft 4/1980, S. 203ff

⁷ Vgl. Volkswirtschaft 2/1982

⁸ Vgl. Allgemeine Systematik der Wirtschaftszweige 1975 und 1985 und Erhebungsgrundlagen zur Eidg. Betriebszählung 1985, Bundesamt für Statistik

⁹ Vgl. dazu: Révision de la statistique de la population active occupée: l'impasse et un choix de solutions insatisfaisantes; Bericht an die WISTA 6/88, Bundesamt für Statistik

- Umschlüsselung der Erwerbstätigenreihen in die Sektoren privatrechtliche Unternehmungen, öffentlich-rechtliche Unternehmungen (Bund, Kantone, Gemeinden, öffentliche Schulen) und Organisationen ohne Erwerbscharakter (O.o.E.)¹⁰.

Im ersten Sektor wurden, wie der Tabelle 6 zu entnehmen ist, die Angaben der offiziellen Statistik übernommen. Im zweiten Sektor kompensierten sich die Anzahl Erwerbstätiger von überschätzten bzw. unterschätzten Branchen, so dass per saldo die Entwicklung der Erwerbstätigkeit recht gut getroffen wurde. Im dritten Sektor dagegen ist der in ziemlich allen Branchen feststellbare Beschäftigungszuwachs klar unterschätzt worden. Ein Grund der Unterschätzung dürfte im Index der Beschäftigten liegen. Die Teilnahme an der Umfrage, die zur Fortschreibung des Index im Unternehmungsbereich durchgeführt wird, ist freiwillig. Leider nehmen kaum neue Unternehmungen an der Umfrage teil. Im Dienstleistungssektor ist zudem die Teilnahmequote an der Umfrage sehr gering. Strukturverschiebungen, die Auswirkungen auf die Beschäftigung haben, werden deshalb nur ungenügend oder gar nicht erfasst.

Ist die Erwerbstätigenreihe, die anhand der Betriebszählung berechnet worden ist, qualitativ brauchbar? Eine Überprüfungsmöglichkeit bietet ein Vergleich der ausländischen Arbeitskräfte, die nicht nur im Rahmen der Betriebszählung erfragt, sondern auch vom Bundesamt für Ausländerfragen ermittelt werden. Da die Zahl der

Tabelle 6: Vergleich der Erwerbstätigenstatistik 1985 mit den Erwerbstätigen aus der Betriebszählung 1985

Sektor	Erwerbstätige 1985 gemäss	
	Erwerbstätigenstatistik in Tausend	Betriebszählung ² in Tausend
Sektor 1	210	210
Sektor 2	1159	1169
Sektor 3	1349	1507
öff. Sektor	341	417
O.o.E.	86	102
Total ¹	3171	3426

¹ Inklusive häusliche Dienste (Hausangestellte etc.)

² eigene Schätzungen

ausländischen Arbeitskräfte gemäss Bundesamt für Ausländerfragen mit 719 291 (Jahresdurchschnitt) nur geringfügig von derjenigen der Betriebszählung (725 985) abweicht, kann der Schluss gezogen werden, dass die Betriebszählung 1985 ein gutes Abbild der Wirklichkeit wiedergibt. Deshalb wird für die Berechnung der Produktivitäten des Jahres 1985 die Zahl der Erwerbstätigen aus den Resultaten der Betriebszählung verwendet.

Zur Berechnung der Arbeitsproduktivitäten der Jahre 1981 bis 1984 wurde die Zahl der Erwerbstätigen aufgrund der Resultate der Jahre 1980 und 1985 linear interpoliert¹¹. Zudem sind die Jahresprofile der Erwerbstätigenstatistik übernommen worden, indem die Jahreswachstumsraten der Erwerbstätigenstatistik zur durchschnittlichen Wachstumsrate der interpolierten Reihe addiert worden sind.

Tabelle 7: Alternative Jahresreihen der Erwerbstätigen 1980–1985

Jahr	Zahl der Erwerbstätigen in Mio.	
	offizielle Reihe	angepasste Reihe ¹
1980	3,17	3,17
1981	3,21	3,26
1982	3,19	3,29
1983	3,15	3,30
1984	3,14	3,34
1985	3,17	3,43

¹ eigene Schätzungen

3.3 Durchschnittliche Arbeitsstunden je Erwerbstätigen und Jahr

Um die durchschnittliche Jahresarbeitszeit pro Erwerbstätigen zu schätzen, sind im vorliegenden Bericht folgende Statistiken der Jahre 1975, 1980 und 1985 verwendet worden:

- Arbeitszeiten verunfallter Arbeitnehmer¹²

¹⁰ Die Gliederung nach Sektoren wurde notwendig, um die Erwerbstätigen den Resultaten des Produktionskontos zu ordnen zu können.

¹¹ Das durchschnittliche Wachstum der offiziellen Statistik ist 0%; der angepassten Reihe 1,57%.

¹² BIGA, Quartalsdaten

- Lohnsätze und Gesamtarbeitsverträge¹³
- Ferien und Feiertage gemäss den Gesamtarbeitsverträgen¹⁴
- Entwicklung der Teilzeitarbeit¹⁵
- Militärdiensttage

Durchschnittliche Wochenarbeitszeit

Die Berechnung der durchschnittlichen Wochenarbeitszeiten beruht im zweiten Sektor auf der Statistik verunfallter Arbeitnehmer. Im dritten Sektor kamen zumeist Angaben der Gesamtarbeitsverträge zur Anwendung. Für den ersten Sektor wurde, da keine genaueren Angaben vorhanden sind, eine über die Zeit konstante Arbeitszeit angenommen. Für den öffentlichen Sektor wurde die Regelung für das Bundespersonal übernommen.

Tabelle 8: Durchschnittliche Wochenarbeitszeiten je Sektor in der Schweiz (in Stunden)

Sektor	Jahre		
	1975	1980	1985
Sektor 1	52,50	52,50	52,50
Sektor 2	44,80	44,10	43,19
Sektor 3	44,98	43,91	43,08
öff. Sektor	44,00	44,00	44,00
Total ohne Landw.	44,76	44,00	43,24
Total mit Landw.	45,35	44,58	43,82

Ferien- und Feiertage

Die Statistiken zu den Ferien- und Feiertagen in der Schweiz des Bundesamtes für Industrie, Gewerbe und Arbeit sind für die Jahre 1975 und

Tabelle 9: Durchschnittliche Anzahl Ferien- und Feiertage in der Schweiz für die Jahre 1975, 1980 und 1985

Jahr	Ferientage	Feiertage
1975	14,3	8,5
1980	14,4	8,4
1985	20	8,6

1980 in die Berechnung eingegangen; für 1985 gilt eine einheitliche Feriendauer von 4 Wochen (20 Tage). In der Berechnung sind nur die gesetzlichen Mindestansprüche berücksichtigt worden. Um einen gesamtschweizerischen Durchschnitt zu ermitteln, sind die kantonalen Regelungen mit den Erwerbstätigen bzw. Beschäftigten je Kanton gewichtet worden¹⁶.

Teilzeitarbeit

Die Ergebnisse der Volkszählung 1980 sind bezüglich der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen feiner untergliedert als diejenigen der Betriebszählungen 1975 und 1985, deshalb wurde die Volkszählung herangezogen. Die durchschnittlichen Wochenarbeitszeiten der Teilzeitarbeit liegen bei 20 Stunden. Es wird angenommen, dass die durchschnittliche Arbeitszeit im Teilzeitbereich sich gleich verändert wie im Vollzeitbereich. Damit ergibt sich für das Jahr 1975 20,35 Stunden pro Woche, für das Jahr 1985 noch 19,65 Stunden pro Woche.

Die Erwerbstätigkeit im Teilzeitbereich hat zwischen 1975 und 1985 um mehr als 20% zugenommen (vgl. Tabelle 10). Während in der Zeit zwischen 1975 und 1980 die Teilzeitarbeit im zweiten und dritten Sektor im gleichen Ausmass wuchs, stagnierte die Teilzeitarbeit im zweiten Sektor in der Periode 1980–1985. In den Jahren 1975–1980 stieg der Anteil des zweiten Sektors von 18,6% auf 20,6% an; von 1980–1985 sank er auf 15,7% zurück. Im öffentlichen Sektor und in den Organisationen ohne Erwerbscharakter stieg dieser Anteil überdurchschnittlich an. Das Resultat dürfte aber aufgrund von Zuweisungsproblemen überzeichnet sein. Der Einfluss lässt sich allerdings nicht abschätzen.

¹³ Sonderhefte Nr. 88, 94, 98 der «Volkswirtschaft»

¹⁴ Sonderhefte Nr. 87, 91, 95 der «Volkswirtschaft»

¹⁵ Auswertungen aus den Betriebszählungen 1975 und 1985 und der Volkszählung 1980

¹⁶ 1975, 1985: Gemäss Betriebszählung Band 4; 1980: Gemäss Volkszählung Band 9

Tabelle 10: Teilzeitarbeit: Erwerbstätige je Sektor und Veränderungsdaten 1975, 1980 und 1985

Sektoren	Jahre				
	1975 (in Tausend)	1980 (in Tausend)	Veränderung 80/75 in %	1985 (in Tausend)	Veränderung 85/80 in %
Sektor 1	42,4	39,2	- 7,5	37,5	- 4,5
Sektor 2	65,5	85,5	30,6	84,0	- 1,8
Sektor 3	162,7	204,9	26,0	273,9	33,7
öff. Sektor	57,6	61,4	6,5	100,8	64,3
O.o.E.	14,9	25,5	71,6	30,8	20,7
Total	351,9	424,3	20,6	533,8	25,8

Militärdiensttage

Ein weiteres Element, das die Arbeitsstunden pro Jahr reduziert, ist die durchschnittliche Anzahl Militärdiensttage je Erwerbstätigen. Sie ist zwischen 1975 und 1985 praktisch konstant geblieben (vgl. Tabelle 11). Für die betrachteten Jahre ergibt sich folgende Situation¹⁷.

Tabelle 11: Durchschnittliche Anzahl Militärdiensttage je Erwerbstätigen 1975, 1980 und 1985

Jahr	Total Arbeitstage im Militär	Erwerbstätige (in Mio.)	Arbeitstage je Erwerbstätigen
1975	7 807 404	3,12	2,5
1980	8 501 787	3,17	2,7
1985	8 882 811	3,43	2,6

Durchschnittliche Arbeitsstunden je Erwerbstätigen

Nicht berücksichtigt werden konnten die Arbeitsstundenausfälle aus Krankheits- und Unfallgründen, da darüber keine Informationen vorhanden sind. Damit wird unterstellt, dass ihr Anteil über die betrachteten 10 Jahre konstant geblieben ist. Ebenfalls als konstant angenommen ist die Zahl der geleisteten Überstunden. Hier existieren Angaben über die Entwicklung im zweiten, nicht aber im dritten Sektor¹⁸. Zudem ist keine Arbeitsstundengliederung der beiden Kategorien Arbeitnehmer/Arbeitgeber vorgenommen worden.

¹⁷ Quelle Eidgenössisches Militärdepartement

¹⁸ Von den Kantonen gemäss Arbeitsgesetz bewilligte Überzeiten, BIGA

3.4 Preisbereinigung

Die Ergebnisse des Produktionskontos der Schweiz werden je Branche in Schweizer Franken zu Preisen des entsprechenden Jahres publiziert. Um die Resultate der Jahre 1975 und 1985 vergleichbar zu machen, müssen diese Angaben preisbereinigt werden. Folgende Preisreihen sind als Deflatoren verfügbar:

- Konsumentenpreise
- Grosshandelspreise
- Export-/Importpreise
- Durchschnittliche Verdienste verunfallter Arbeitnehmer
- BIP-Deflator

Die aufgelisteten Indizes beziehen sich mit Ausnahme der Verdienste verunfallter Arbeitnehmer und des BIP-Deflators auf Preisentwicklungen

Tabelle 12: Durchschnittliche Arbeitsstundenzahl Jahre 1975, 1980 und 1985

Sektor	Jahr		
	1975	1980	1985
Sektor 1	2390	2390	2390
Sektor 2	2044	2006	1899
Sektor 3	1954	1896	1776
öff. Sektor	1852	1865	1744
O.o.E.	1883	1779	1657
Total ohne Landwirtschaft.	1978	1933	1812
Total mit Landwirtschaft.	2010	1965	1848

des Bruttoproduktionswertes. (Der Bruttoproduktionswert enthält die Summe aller Verkäufe von Gütern und Dienstleistungen zuzüglich selbst-erstellter Anlagen und deren Lagerveränderung.) Das Produktionsergebnis berechnet sich aus der Differenz zwischen der Bruttoproduktion und den Vorleistungen. Damit beschreiben die erwähnten Preisindizes nicht die Entwicklung der Produktion, sondern einer Grösse, die u. a. die Produktion enthält. Zudem werden beide Reihen von Inlands- und Auslandspreisen beeinflusst. Für die Berechnung der Produktion hingegen kommt das Inlandsprinzip zur Anwendung. Die ausgewählten Preisreihen müssten dieses Prinzip nach Möglichkeit auch berücksichtigen. Deshalb wurde für die gesamtwirtschaftliche Produktion und mangels entsprechender Preisreihen auch für die Wirtschaftssektoren und Branchen der BIP-Deflator verwendet.

Literaturliste

Arbeitsproduktivitäten

Blattner N., Mordasini B.

Die Arbeitsproduktivität in der Schweiz 1960–1980: Entwicklung und Versuche der Erklärung, *Volkswirtschaft* 55, 1980, H. 4 S. 51–59.

International Comparisons of Manufacturing Productivity and Labor Cost Trends 1986.
Washington: Bureau of Labor Statistics USA, Juni 1987.

Revue économique de l'OCDE, No. 10, printemps 1988, (Tabelle 4, S. 22).

Zur Entwicklung der Arbeitsproduktivität in der Schweiz seit 1960.
Bern: Bundesamt für Konjunkturfragen, Studie Nr. 6, 1981.

Büttler H.J., Ettlín F. und Ruoss E.

Empirische Schätzung des Wachstums der potentiellen Produktion in der Schweiz. Geld, Währung und Konjunktur, 7, 1987, H. 1, S. 61–71.

Produktionsergebnis

Produktionskonto der Schweiz 1975, *Volkswirtschaft*, 53, 1980, H. 11, S. 720–723.

Produktionskonto der Schweiz 1985, Provisorische Resultate.
Bern: Bundesamt für Statistik, August 1988.

Erwerbstätigkeit und Beschäftigung

Erwerbstätigkeit und Beschäftigung, *Volkswirtschaft*, 53, 1980, H. 4, S. 203.

Statistik der Erwerbstätigen, *Volkswirtschaft*, 53, 1980, H. 4, S. 204–209.

Statistik der Beschäftigten, *Volkswirtschaft*, 53, 1980, H. 4, S. 210–213.

Die Grundlagen der revidierten Beschäftigtenstatistik, *Volkswirtschaft*, 55, 1982, H. 2, S. 60–74.

Die neuen Grundlagen der Beschäftigungsstatistik, *Volkswirtschaft*, 60, 1987, H. 8, S. 556–562.

Allgemeine Systematik der Wirtschaftszweige.
Bern: Bundesamt für Statistik, 1975.

Eidgenössische Betriebszählung 1975, Band 2.
Bern: Eidgenössisches statistisches Amt, 1977.

Volkszählung 1980, Band 9.
Bern: Bundesamt für Statistik, 1985.

Allgemeine Systematik der Wirtschaftszweige.
Bern: Bundesamt für Statistik, 1985.

Betriebszählung 1985, Erhebungsgrundlagen.
Bern: Bundesamt für Statistik, 1986.

Eidgenössische Betriebszählung 1985

– Arbeitsstätten und Beschäftigte nach Wirtschaftsarten, Band 2, 1986

– Arbeitsstätten und Beschäftigte nach Kantonen, Band 3, 1987

– Arbeitsstätten und Beschäftigte nach Kantonen, Band 4, 1986

– Beschäftigte nach Heimat, Geschlecht und Arbeitszeit, Band 6, 1988

Bern: Bundesamt für Statistik.

Révision de la statistique de la population active occupée: l'impasse et un choix de solutions insatisfaisantes; Bericht an die WISTA 6/88

Bern: Bundesamt für Statistik, 1988.

Durchschnittliche Arbeitszeiten

Grundlagen der Statistik der Verdienste verunfallter Arbeitnehmer, *Volkswirtschaft*, 47, 1974, H. 8, S. 489–492.

Arbeitszeiten und Überzeitbewilligungen. *Volkswirtschaft*, diverse Jahrgänge

Lohnsätze und Arbeitszeiten in Gesamtarbeitsverträgen

1973–1975: *Volkswirtschaft*, Sonderheft 88, 1976

1979–1981: *Volkswirtschaft*, Sonderheft 94, 1982

1983–1985: *Volkswirtschaft*, Sonderheft 98, 1986

Ferien und Feiertage in den Gesamtarbeitsverträgen

Anfang 1975: *Volkswirtschaft*, Sonderheft 87, 1975

April 1979: *Volkswirtschaft*, Sonderheft 91, 1979

Januar 1983: *Volkswirtschaft*, Sonderheft 95, 1983

Preisbereinigung

Die Neuberechnung des Landesindex der Konsumentenpreise auf der Basis Dezember 1982 = 100, *Volkswirtschaft*, 56, 1983, H. 2, S. 84–94.

Grundlagen und Berechnungsmethode des revidierten Grosshandelspreisindex, *Volkswirtschaft*, 39, 1966, H. 1, S. 2–7.

Rationalität von Inflationserwartungen

Tests basierend auf qualitativen Umfragedaten¹

Robert Fluri und Erich Spöndli*

1. Einleitung

Erwartungen gehören zu den wichtigsten Bestimmungsgründen des wirtschaftlichen Handelns. Die Art, wie Erwartungen gebildet werden, ist deshalb seit jeher ein wichtiges Betätigungsfeld der theoretischen Forschung in der Ökonomie. So sind denn auch verschiedene theoretische Konzepte über den Erwartungsbildungsprozess entwickelt worden. Eine besondere Rolle spielt in der neueren Literatur die Hypothese rationaler Erwartungen (Rational Expectations Hypothesis/REH).

Erwartungen sind im Sinne von Muth (1961) dann rational, wenn die Wirtschaftssubjekte von den Informationen, die im Zeitpunkt der Erwartungsbildung zur Verfügung stehen, den bestmöglichen Gebrauch machen. Die REH geht in ihrer strengen Form zudem davon aus, dass die Individuen über die für die Erwartungsbildung relevanten Vergangenheitsdaten hinaus auch die «wahren» Zusammenhänge zwischen den verschiedenen ökonomischen Variablen – das «richtige Modell» – kennen.

In der vorliegenden Studie wird geprüft, inwieweit die Preiserwartungen schweizerischer Konsumenten den Anforderungen der REH gerecht werden. Inflationsprognosen werden seit Ende 1972 im Rahmen einer Konsumentenumfrage erhoben. Dabei werden allerdings nicht die effektiv erwarteten Veränderungsraten, sondern lediglich die künftigen Preistendenzen (sinkend, gleichbleibend, mässig bzw. stark steigend) erfragt. Zur Durchführung ökonometrischer Tests müssen diese Tendenzangaben so aufbereitet werden, dass sie mit den gemessenen Inflationsraten verglichen werden können. Zu diesem Zweck wird ein spezielles statistisches «Quantifizierungs»-Verfahren benötigt.

Im folgenden werden zuerst die verwendeten Preiserwartungsdaten vorgestellt (Abschnitt 2). Das Verfahren zur Quantifizierung der Tendenzangaben ist Gegenstand von Abschnitt 3. Da es sich um eine nicht allgemein bekannte Methode handelt, wird diese ausführlich dargestellt. In Abschnitt 4 wird die Überprüfung der Erwartungsdaten auf Rationalität beschrieben. Dabei werden zuerst die verwendeten Testansätze präsentiert. Nach einigen Hinweisen auf Schätzprobleme werden sodann die Ergebnisse der Rationalitätstests kommentiert. Abschnitt 5 enthält die Schlussfolgerungen bezüglich der Erwartungsbildung der Konsumenten.

2. Die verwendeten Preiserwartungsdaten

Die in der vorliegenden Untersuchung verwendeten Erwartungsdaten stammen aus der vierteljährlichen Konsumentenumfrage des Bundesamtes für Konjunkturfragen. Die Erhebung wird seit dem vierten Quartal 1972 durchgeführt. Sie beruhte ursprünglich auf einer Stichprobe von jeweils 500 Haushalten; im ersten Quartal 1981 wurde die Stichprobe auf 1100 Einheiten ausgedehnt. Der Fragebogen umfasst neun Fragen, wovon sich je eine auf die vergangene bzw. zukünftige Preisentwicklung bezieht. Die Frage nach der erwarteten Inflationstendenz lautet wie folgt:

«Wie werden sich Ihrer Ansicht nach die Preise in den kommenden 12 Monaten entwickeln?»

- stark steigen
- mässig steigen
- nahezu unverändert bleiben
- zurückgehen
- weiss nicht

¹ Dieser Beitrag stützt sich auf eine Untersuchung, die an der 18. CIRET-Konferenz in Zürich präsentiert wurde (Fluri/Spöndli, 1988).

Aus den Anteilen der auf die einzelnen Kategorien entfallenen Antworten wurden Quartalsreihen (1972:4 – 1985:3) gebildet; sie werden wie folgt bezeichnet:

- A_t : Anteil der im Quartal t auf die Kategorie «Preise werden in den kommenden zwölf Monaten zurückgehen» entfallenen Angaben.
 B_t : Anteil der Antwortkategorie «nahezu unverändert bleiben».
 C_t : Anteil der Antwortkategorie «mässig steigen».
 D_t : Anteil der Antwortkategorie «stark steigen».

Die «weiss nicht»-Antwortkategorie der Umfragedaten wurde nicht in die Berechnung der quantitativen Erwartungsvariablen einbezogen. Die Anteile der übrigen Kategorien mussten deshalb für jedes Quartal neu normiert werden, so dass $A_t + B_t + C_t + D_t = 1$ resultierte.

Als Referenzreihe zu den Erwartungsdaten diente der Landesindex der Konsumentenpreise. Für die Vergleiche mit den in Quartal t geäußerten Preiserwartungen PE_t wurden die Veränderungsraten PC_{t+4} (Jahresteuerraten) des Konsumentenpreisindex im jeweils ersten Monat von Quartal $t+4$ gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat im Quartal t herangezogen.

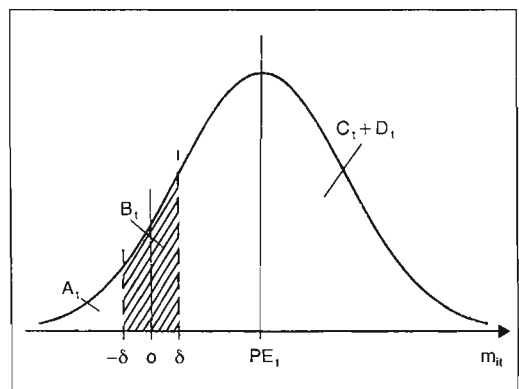
3. Quantifizierung der kategorialen Erwartungsgrößen

3.1 Das Carlson/Parkin-Verfahren (drei Antwortkategorien)

Das von Carlson und Parkin (C/P) entwickelte Verfahren (Carlson/Parkin 1975) zur Berechnung quantitativer Inflationserwartungen aus kategorialen Umfragedaten bezieht sich auf den Fall dreiwertiger qualitativer Angaben (sinkende, ungefähr gleichbleibende, steigende Preise). Die Quantifizierung der Tendenzangaben der Konsumenten mittels der C/P-Methode basiert auf einer ganzen Reihe von Annahmen (vgl. Carlson/Parkin 1975, Batchelor 1986):

- A1. Die Antworten der Konsumenten beziehen sich auf die Preisveränderungen des eigenen Warenkorb.
- A2. Jeder Befragte formuliert seine Antworten aufgrund einer Wahrscheinlichkeitsverteilung der erwarteten Preisveränderungen seines persönlichen Preisindex. Diese subjektiven Verteilungen sind unabhängig voneinander und können sich im Zeitablauf ändern.
- A3. Im Bereich erwarteter Preisstabilität gibt es eine Unschärfezone (Indifferenzintervall). Innerhalb dieses Bereiches können die Konsumenten die Richtung erwarteter Preisniveauperänderungen nicht genau erkennen. Nur wenn sie mit einer subjektiven Wahrscheinlichkeit von mindestens 50% einen über (unter) der Erkennbarkeitsschwelle δ ($-\delta$) liegenden Preisanstieg (-rückgang) erwarten, antworten sie mit «Preise werden steigen» («sinken»); andernfalls wählen sie die Kategorie «ungefähr gleich bleiben».
- A4. Die Grenzen δ bzw. $-\delta$ des Indifferenzintervalls sind über die ganze Beobachtungsperiode hinweg konstant, symmetrisch und für alle Individuen gleich.

Abbildung 1: Dichtefunktion individueller Preiserwartungen (Mediane)



A5. Die Mediane m_t der subjektiven Wahrscheinlichkeitsverteilungen der von den einzelnen Konsumenten erwarteten Preisveränderungen im Zeitpunkt t sind normal verteilt. PE_t bezeichnet den Mittelwert dieser Verteilung.

A6. Die Stichprobenanteile A_t , B_t , C_t und D_t sind gute Näherungswerte der wahren Anteile in der Grundgesamtheit der Haushalte. Es gilt dann beim unterstellten Antwortverhalten gemäss A3.:

Die Wahrscheinlichkeit dafür, dass PE_t (der Mittelwert der Medianverteilung gemäss A5.) über der Erkennbarkeitsschwelle δ liegt, entspricht der Summe der Stichprobenanteile $C_t + D_t$, d. h.

$$\Pr(PE_t > \delta) = C_t + D_t,$$

wobei \Pr für Wahrscheinlichkeit steht.

Entsprechend gelten auch

$$\Pr(-\delta < PE_t \leq \delta) = B_t$$

und

$$\Pr(PE_t \leq -\delta) = A_t$$

A7. Die Mittelwerte PE_t sind über die längere Frist unverzerrt, d. h. über den gesamten Beobachtungszeitraum $t = 1, 2, \dots, T$ gilt:

$$\sum_{t=1}^T PE_t = \sum_{t=1}^T PC_{t+4}$$

Die Abszissen der standardisierten Normalverteilungsfunktion, welche den Wahrscheinlichkeiten A_t und $A_t + B_t$ entsprechen, seien mit a_t und b_t bezeichnet. Dann lassen sich aufgrund der postulierten Annahmen die mittleren Inflationserwartungen PE_t , deren jeweilige Standardabweichungen σ_t sowie die Erkennbarkeitsschwelle δ wie folgt bestimmen:

$$(1) \quad a_t = (-\delta - PE_t) / \sigma_t$$

$$(2) \quad b_t = (\delta - PE_t) / \sigma_t$$

Auflösung von (1) und (2) nach PE_t und σ_t ergibt:

$$(3) \quad PE_t = \delta [(a_t + b_t) / (a_t - b_t)] \text{ und}$$

$$(4) \quad \sigma_t = -2\delta / (a_t - b_t).$$

Mittels Gleichung (3) und Annahme A7. können die Grenzen δ bzw. $-\delta$ des Indifferenzintervalls bestimmt werden:

$$(5) \quad \delta = \frac{\sum_{t=1}^T PC_{t+4}}{\sum_{t=1}^T [(a_t + b_t) / (a_t - b_t)]}$$

Die Grenze δ dient als Skalierungsfaktor in den Gleichungen (3) und (4). Damit – sowie mit den anhand der Umfragedaten ermittelten Werten a_t und b_t – ergibt sich schliesslich aus (3) die Reihe der erwarteten quantitativen Preisveränderungen PE_t . Aus (4) liesse sich die Zeitreihe der Standardabweichungen von PE_t errechnen, die indes im folgenden nicht benötigt wird.

3.2 Erweiterung des Verfahrens auf vier Antwortkategorien

Für die Untersuchung der schweizerischen Umfragedaten mit vier Antwortkategorien für die Preiserwartungen (vgl. Abschnitt 2) wurde das ursprüngliche C/P-Quantifizierungsverfahren erweitert. Es wurden folgende zusätzliche Annahmen getroffen:

A8. Die Antwortkategorie «die Preise werden mässig steigen» entspricht einer Inflationsrate λ , welche für alle Individuen gleich und im Zeitablauf konstant ist.

A9. Als «mässig» werden erwartete Preissteigerungen in einem systematischen Unschärfebereich um λ empfunden; dieses Indifferenzintervall hat die Grenzen $\lambda - \varepsilon$ und $\lambda + \varepsilon$, wobei ε im Zeitablauf variiert.

A10. Das Indifferenzintervall im Bereich erwarteter Preisstabilität ist wiederum symmetrisch; seine obere Grenze fällt mit der unteren ($\lambda - \varepsilon$) der Zone «mässiger Preissteigerung» zusammen.

Unter diesen Zusatzannahmen gilt für den Mittelwert der Preiserwartungen PE_t (vgl. A5. und A6.):

$$\Pr(PE_t > \lambda + \varepsilon_t) = D_t$$

$$\Pr(\lambda - \varepsilon_t < PE_t \leq \lambda + \varepsilon_t) = C_t$$

$$\Pr[-(\lambda - \varepsilon_t) < PE_t \leq (\lambda - \varepsilon_t)] = B_t$$

$$\Pr[PE_t \leq -(\lambda - \varepsilon_t)] = A_t$$

Durch Standardisierung ergibt sich:

$$(6) \quad a_t = [-(\lambda - \varepsilon_t) - PE_t] / \sigma_t$$

$$(7) \quad b_t = [(\lambda - \varepsilon_t) - PE_t] / \sigma_t$$

$$(8) \quad c_t = [(\lambda + \varepsilon_t) - PE_t] / \sigma_t$$

wobei a_t , b_t und c_t für die Abszissen der Standardnormalverteilungsfunktion stehen, welche den Wahrscheinlichkeiten A_t , $A_t + B_t$ und $A_t + B_t + C_t$ entsprechen.

Die Gleichungen (6)–(8) lassen sich wie folgt nach PE , σ und ε auflösen:

$$(9) \quad PE_t = \lambda (a_t + b_t) / (a_t - c_t)$$

$$(10) \quad \sigma_t = -2\lambda / (a_t - c_t)$$

$$(11) \quad \varepsilon_t = -\lambda (c_t - b_t) / (a_t - c_t)$$

Wie im Drei-Kategorien-Fall wird eine Skalierungsannahme benötigt. Unter Verwendung von A7. dient im Falle vierstufiger Antworten λ als Skalierungsfaktor:

$$(12) \quad \lambda = \frac{\sum_{t=1}^T PC_{t+4}}{\sum_{t=1}^T [(a_t + b_t) / (a_t - c_t)]}$$

Wird λ zusammen mit den gemäss der Normalverteilung anhand der Antwortanteile der Umfrage ermittelten Grössen a_t , b_t , c_t in Gleichung (9) eingesetzt, führt dies zu den gesuchten quantitativen Inflationserwartungen PE_t .

3.3 Quantifizierungsergebnisse

Abbildung 2 zeigt die anhand des in 3.2 beschriebenen Verfahrens berechneten, quantitativen Preisänderungserwartungen PE der Konsumenten zusammen mit den späteren tatsächlichen Inflationsraten PC . Die Erwartungsvariable PE ist gegenüber den Preissteigerungsraten PC um vier Quartale verzögert dargestellt; die Prognosefehler sind somit direkt aus der Grafik ersichtlich.

Zum Vergleich mit den Inflationserwartungen der Konsumenten wurden Referenzprognosen auf der Basis eines einfachen Zeitreihenmodells – eines autoregressiven Prozesses achter Ord-

nung $AR(8)^2$ – berechnet. Bei dieser Referenzprognose handelt es sich um eine sogenannte Ex-ante-Prognose. Das bedeutet, dass das $AR(8)$ -Modell für jeden Umfragezeitpunkt in der Beobachtungsperiode von 1973:4 bis 1985:3 mit den bis dahin bekannten Inflationsraten jeweils neu geschätzt und damit die Inflationsrate für den Zeitpunkt $t+4$ prognostiziert wurde. Diese $AR(8)$ -Prognosen sind in Abbildung 3 dargestellt. Der Vergleich mit Abbildung 2 zeigt, dass sie deutlich schlechter sind als die von den Konsumenten erwarteten Preisveränderungen. Die $AR(8)$ -Prognosen wurden auch bei den Tests der Konsumentenerwartungen auf Rationalität eingesetzt (vgl. 4.1, «prognostischer Effizienztest»).

Von Interesse sind neben den Verläufen der errechneten Preiserwartungsvariablen auch die aus dem Quantifizierungsverfahren resultierenden Schätzwerte für die Grenzen der Unschärfezone um eine erwartete Teuerungsrate von Null (Annahme A3.) und für diejenigen des Unschärfereichs um λ (mässig steigende Preise; Annahme A9.). Im Durchschnitt des Beobachtungszeitraums ergaben sich folgende Werte:

Intervall um erwartete Preisstabilität	$\left\{ \begin{array}{ll} \text{untere Grenze} & -2,33\% \\ \text{obere Grenze} & 2,33\% \end{array} \right.$
Intervall um erwartete «mässige» Inflation (λ)	
	$\left\{ \begin{array}{ll} \text{untere Grenze } (\lambda - \varepsilon) & 2,33\% \\ \text{Mittelwert } (\lambda) & 5,00\% \\ \text{obere Grenze } (\lambda + \varepsilon) & 7,67\% \end{array} \right.$

Das durch die obigen Indifferenzzonen beschriebene Antwortverhalten der Konsumenten erscheint plausibel und spricht für das angewandte Quantifizierungsverfahren.

Im Intervall zwischen $-2,33$ und $2,33$ unterscheiden die Konsumenten nicht zwischen einer Null-Preisveränderung und leicht steigenden bzw. leicht fallenden Preisen. Ein Prozentsatz von 5% repräsentiert die Antwortkategorie «mässig steigende Preise». Werden höhere Preissteigerungen als 7,7% erwartet, antworten die Konsumenten gemäss dem Quantifizierungsmodell mit «die Preise steigen stark». Bei der Beurteilung dieser

² Die Anzahl der in das Modell einbezogenen verzögerten Werte wurde gemäss dem Akaike-Kriterium bestimmt.

Abbildung 2) Erwartete und tatsächliche Preisentwicklung

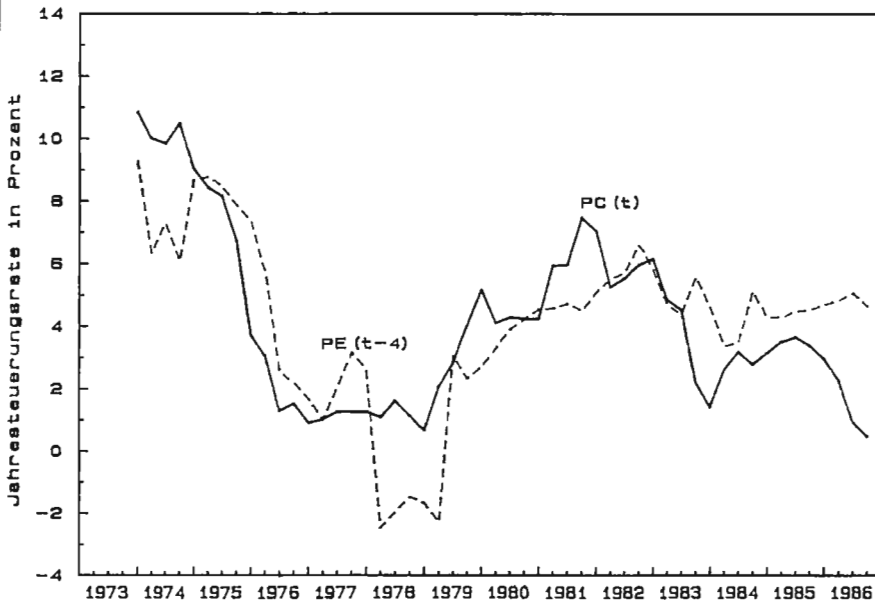
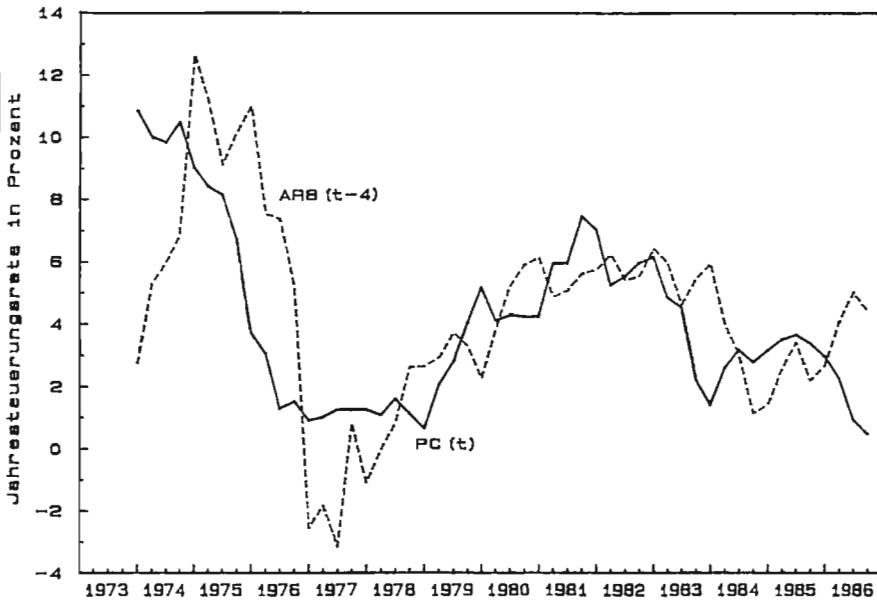


Abbildung 3) AR(8)-Prognose und tatsächliche Preisentwicklung



Durchschnittswerte ist zu beachten, dass in der untersuchten Zeitspanne teilweise beträchtliche Inflationsraten zu verzeichnen waren.

4. Überprüfung der Preiserwartungen auf Rationalität

4.1 Testansätze zur Überprüfung der Hypothese rationaler Erwartungen

Wie in der Einleitung erwähnt, erfordert die REH im Sinne von Muth (1961), dass die Individuen im Zeitpunkt der Erwartungsbildung sowohl die verfügbaren Daten über die Wirtschaftsentwicklung als auch das «richtige ökonomische Modell» kennen, welches die Umsetzung der Informationen in Prognosen³ erlaubt.

Aus den genannten Anforderungen der REH ergibt sich, dass jeder Prognosewert einer Variablen dem wahren mathematischen Erwartungswert dieser Variablen entsprechen muss. Wenn, für den hier behandelten Fall von Preiserwartungen, P_t die tatsächliche Inflationsrate in Periode t , PE_{t-1} die in $t-1$ für Periode t erwartete Inflationsrate und I_{t-1} die zur Zeit der Erwartungsbildung verfügbare gesamte Informationsmenge bezeichnen, dann gilt also gemäss der REH:

$$(13) \quad PE_{t-1} = E[P_t | I_{t-1}].$$

Daraus folgt

$$(14) \quad E[(P_t - PE_{t-1}) | I_{t-1}] = 0,$$

das heisst, die Prognosefehler $ER_t = P_t - PE_{t-1}$ dürfen mit keiner Variablen der Informationsmenge korreliert sein. Beständen nämlich Beziehungen zwischen den Prognosefehlern und den Variablen aus der Informationsmenge, so könnten diese Korrelationen bei der Erwartungsbildung berücksichtigt und damit die Prognosen verbessert werden. Solche durch die Individuen nicht ausgenützte Verbesserungsspielräume widersprächen aber den Voraussetzungen der REH. Weil im Prognosezeitpunkt sowohl die vergangenen Erwartungen als auch die bis dahin realisierten Inflationsraten zur Menge der verfügbaren Informationen gehören, gilt dies auch für

den Prognosefehler ($ER_{t-i} \in I_{t-1}$ für $i > 0$). Somit impliziert (14) auch, dass die Prognosefehler nicht autokorreliert sein dürfen. Die Erwartungsfehler müssen also gemäss der REH einem reinen Zufallsprozess folgen.

Aufgrund der Bedingungen (13) und (14) können verschiedene ökonometrische Tests der REH konzipiert werden. Zwei übliche Tests, nämlich jener auf Unverzerrtheit der Prognosewerte sowie jener auf Abwesenheit von Autokorrelation der Prognosefehler, stellen verhältnismässig geringe Anforderungen an die Erwartungsdaten. Man kann die Überprüfung dieser Eigenschaften deshalb mit Kirchgässner (1982) als Tests auf «schwache Rationalität» bezeichnen.

Test auf Unverzerrtheit der Prognosewerte

Die zu prognostizierende Variable darf gemäss den beschriebenen Rationalitätskriterien weder systematisch über- noch unterschätzt werden. Dies kann mit der Regression

$$P_t = a + b PE_{t-1} + u_t$$

überprüft werden. Dabei muss die Nullhypothese

$$H_0: a = 0 \text{ und } b = 1$$

erfüllt sein und u_t darf keine Autokorrelation aufweisen.

Test auf Autokorrelation der Prognosefehler

Da, wie vorausgesetzt, die Individuen die vergangenen Prognosefehler kennen, dürfen diese keinen signifikanten Zusammenhang mit ihren verzögerten Werten aufweisen. In der Regressionsgleichung

$$ER_t = a + \sum_{i=1}^n b_i ER_{t-i} + u_t$$

darf somit die Nullhypothese

$$H_0: b_i = 0, i = 1 \dots n,$$

nicht verletzt sein.

³ Die Begriffe Prognose/Prognosefehler werden synonym zu Erwartungen/Erwartungsfehler verwendet.

Tests auf Effizienz

Die REH in ihrer strengen Form erfordert, dass die Prognosen effizient sind; d. h. die Varianz der Prognosefehler darf das bei gegebener Informationsmenge I_{t-1} erreichbare Minimum nicht überschreiten, weil andernfalls Bedingung (14) nicht erfüllt wäre. Diese strenge Version der Hypothese rationaler Erwartungen lässt sich überprüfen, indem Regressionen der Prognosefehler auf Variablen durchgeführt werden, die der Informationsmenge I_{t-1} angehören. In der Regressionsgleichung

$$ER_t = a + \sum_{i=1}^n b_i X_{t-i} + u_t$$

wird die Nullhypothese

$$H_0: b_i = 0, i = 1 \dots n,$$

überprüft, wobei X für eine Variable (oder einen Vektor von Variablen) aus der Informationsmenge steht.

Die Prüfung der Erwartungen auf Effizienz ist allerdings nicht völlig problemlos. Erstens ist nicht a priori klar, welche Variablen der für die Prognose relevanten Informationsmenge angehören. Zweitens können wegen der beschränkten Stichprobengrösse nur wenige Regressoren gleichzeitig in die Schätzung der Testgleichung einbezogen werden. Üblicherweise werden bei der Effizienzüberprüfung deshalb mehrere Regressionen der Prognosefehler auf einzelne Untermengen von I_{t-1} durchgeführt. Es liegt nahe, zunächst zu untersuchen, ob die Information aus den Vergangenheitswerten der zu prognostizierenden Grösse genutzt wurde. Zusätzliche Tests erfolgen sodann mit Variablen, die plausiblerweise der Informationsmenge angehören müssten.⁴ Bei der Überprüfung von Preis-erwartungen wird man deshalb sicher die Geldmenge in solche Tests einbeziehen.

Ein weiteres Problem der gängigen Effizienztests ergibt sich daraus, dass es sich dabei um sogenannte Anpassungstests handelt (Kirchgässner 1984). Setzt man nämlich die Inflationserwartungsfehler mit den vergangenen Teuerungs-raten in Beziehung, so werden die Realisationen des gesamten Beobachtungszeitraums in

die Schätzung der Testgleichung einbezogen. Damit wird bei der Schätzung mehr Information benutzt, als dem Konsumenten bei der Erwartungsbildung zur Verfügung steht. Im jeweiligen Erhebungszeitpunkt kennen die befragten Individuen nämlich nur die bis dahin gemessenen Inflationsraten. Ergänzend zu den Anpassungstests sollten daher auch echte Prognosetests durchgeführt werden. Dabei kann wie folgt vorgegangen werden: Für jeden Umfragezeitpunkt wird ein einfaches Zeitreihenmodell mit «echten» Vergangenheitswerten der Inflationsrate geschätzt. Anhand des jeweiligen Modells wird sodann eine Ex-ante-Prognose für das Quartal $t+4$ errechnet. Anschliessend erfolgt eine Effizienzüberprüfung mittels Regression der Erwartungsfehler ER_{t+4} auf diese Referenzreihe echter Prognosewerte. In der vorliegenden Studie wurde dieser Test aufgrund der Ex-ante-Prognosen eines AR(8)-Modells durchgeführt.⁵

4.2 Spezielle Schätz- und Testprobleme

Bevor die empirischen Resultate der Rationalitätstests vorgestellt werden, ist auf einige Besonderheiten der verwendeten Erwartungsdaten hinzuweisen. Die Möglichkeit von Messfehlern in den quantifizierten Daten erfordert nämlich eine sorgfältige Interpretation der durchgeführten Tests. Zudem werden Schätzverfahren und zu prüfende Nullhypothesen durch die zeitliche «Überlappung» der Prognosen aus den vierteljährlichen Umfragen beeinflusst.

Die «Überlappungen» der Erwartungsdaten sind darauf zurückzuführen, dass die Inflationsprognosen einen Zeithorizont von zwölf Monaten aufweisen. Der Prognosefehler der Quartalsumfrage $t-4$ ist somit erst im Quartal t bekannt. Die Erwartungsfehler der Erhebungen $t-3$, $t-2$ und $t-1$ können daher durch die Konsumenten bei der Erwartungsbildung im Zeitpunkt t noch nicht berücksichtigt werden. Damit gilt die Anforderung

⁴ Evans/Gulamani (1984) sowie Blang/Schöler (1985) unterscheiden zwischen Effizienztests (wenn die Regression auf die Vergangenheitswerte der zu prognostizierenden Variable erfolgt) und Orthogonalitätstests (bei Regression auf andere Grössen der Informationsmenge).

⁵ Vgl. für die Reihe der AR(8)-Prognosewerte Abschnitt 3.3.

derung fehlender Autokorrelation der Prognosefehler nicht mehr. Ein Moving-Average-(MA-) Prozess dritter oder vierter Ordnung in den Fehlern verträgt sich vielmehr bei den vorliegenden Daten mit dem Konzept rationaler Erwartungen.⁶ Nur wenn darüber hinaus noch Autokorrelation der Prognosefehler festzustellen ist, kann die REH verworfen werden. Bei sich überlappenden Erwartungen muss deshalb die Testgleichung auf Restautokorrelation den zulässigen MA-Prozess in den Fehlern mitenthalten. Zu prüfen ist bei einem MA(4)-Prozess somit

$$H_0: b_i = 0, i = 1 \dots K,$$

in der Regressionsgleichung

$$ER_t = \sum_{i=1}^K b_i ER_{t-i} + e_t + \sum_{m=1}^4 \Theta_m e_{t-m},$$

wobei $J > 4$ sein muss.⁷

Bezüglich der weiteren REH-Tests ist infolge der Überlappungen zu berücksichtigen, dass das Kleinst-Quadrate-Verfahren (Ordinary Least Squares/OLS) zwar konsistente Parameterschätzwerte liefert, deren geschätzte Varianzen aber nach unten verzerrt sind. Dies würde ohne Korrektur eine Tendenz zu irrtümlicher Ablehnung der Null-Hypothesen bewirken. Ein von Brown/Maital (1981) unter Verweis auf Hansen (1982) vorgeschlagenes Verfahren, das auch hier verwendet wurde, kombiniert die OLS-geschätzten Parameter mit konsistenten Varianzen aufgrund von GLS-Schätzungen.

Fehler in den verwendeten Daten sind in ökonomischen Untersuchungen stets eine mögliche Quelle von verzerrten Resultaten. Bei den hier untersuchten Preiserwartungsdaten mahnen zwei mögliche Fehlerquellen zur Vorsicht bei der Interpretation der statistischen Testergebnisse. Erstens ergeben sich aus dem Stichprobenfehler der Umfrage zwangsläufig Messfehler. Zweitens könnten die Annahmen, die zur Quantifizierung der Umfrageergebnisse benötigt werden, zu systematischen Fehlern führen. Reine Zufallsfehler in den Daten, wie sie sich aus dem Stichprobenfehler ergeben, sind bezüglich der durchgeführten Effizienztests verhältnismässig harmlos. Die Messfehler sind in diesen Fällen nämlich in der abhängigen Variable der Regression ER_t ent-

halten. Dadurch entsteht zwar die Gefahr, dass Effizienz fälschlicherweise nicht verworfen wird; stellt man indessen in einem Effizienztest eine Verletzung der Nullhypothese fest, so kann das Resultat als vertrauenswürdig betrachtet werden. Beim Test auf unverzerrte Erwartungen dagegen sind die Fehler Bestandteil des Regressors PE_{t-1} . Dies führt zu gegen Null verzerrten und inkonsistenten Parameterschätzwerten b_i , was ungerechtfertigte Verwerfungen der getesteten Hypothese zur Folge haben kann.

Folgende systematischen Datenfehler könnten aus den Quantifizierungsannahmen resultieren: In Annahme A7. werden die Durchschnitte von Erwartungen und Realisationen über die ganze Beobachtungsperiode einander gleichgesetzt; dies kann den Test auf Unverzerrtheit der Erwartungen in Richtung einer Annahme der Null-Hypothese verfälschen. In Annahme A5. wurde unterstellt, die Mediane der subjektiven Erwartungsverteilungen seien normalverteilt. Eine schiefe Verteilung (Foster/Gregory 1977) hätte einen systematischen Fehler in PE zur Folge, der mit den tatsächlichen Inflationsraten korreliert wäre. Effizienztests mit den vergangenen Inflationsraten als Regressoren wären deshalb in Richtung einer Verwerfung der Nullhypothese verzerrt, falls die Normalverteilungsannahme nicht zuträfe.

Gewisse Aufschlüsse über die Bedeutung von Messfehlern in quantifizierten Erwartungsdaten finden sich in einer empirischen Untersuchung von Batchelor (1986). Dort wurden quantitative Erwartungsdaten aus einer amerikanischen Kon-

⁶ Vgl. dazu Brown/Maital (1981) und Evans/Gulamani (1984). Ob ein MA(3)- oder ein MA(4)-Prozess in den Prognosefehlern noch als REH-konform zugelassen wird, hängt davon ab, ob die effektive Jahresteuersatzrate gegenüber Quartal $t-4$ im Umfragezeitpunkt bereits bekannt ist. Dies ist nicht der Fall, da die Berechnung des Konsumentenpreisindex Zeit beansprucht. Immerhin sind die Konsumenten wegen der monatlichen Indexberechnung über die aktuelle Teuerung recht gut informiert. Zeigt sich deshalb bei Berücksichtigung eines MA(3)-Prozesses in der Testgleichung signifikante Restautokorrelation, so widerspricht dies zwar der REH nicht eindeutig, lässt aber Zweifel an der vollständigen Nutzung der Vergangenheitsinformation aufkommen.

⁷ Die Schätzung der Gleichung erfolgt mit einem GLS-Verfahren, das in Evans/Gulamani (1984) beschrieben ist.

sumentenumfrage mit quantifizierten Preiserwartungen verglichen, die auf Tendenzangaben derselben Befragung basieren. Die Studie zeigte, dass sowohl die quantitativen als auch die quantifizierten Datenreihen beträchtliche Zufallsfehler aufweisen dürften. Hingegen ergab sich keine Evidenz für das Vorliegen systematischer Datenfehler, die aufgrund des C/P-Verfahrens entstanden wären. Dieses Ergebnis relativiert die Bedeutung der genannten Gefahr verzerrter Effizienztests beträchtlich.

4.3 Testergebnisse

Wie in Abschnitt 4.1 ausgeführt, kann zwischen einer «schwachen» und einer «strengen» Version der REH unterschieden werden. Im folgenden werden zuerst die Resultate der Tests auf schwach rationale Erwartungen dargestellt.

Tests auf Unverzerrtheit und Autokorrelation

Die Schätzung von Gleichung

$$PC_t = a + b PE_{t-4} + u_t$$

ergab folgende Koeffizienten und Test-Statistikwerte:

Regressor	Koeffizient	Standardfehler*
Konstante	1.11	.832
PE _{t-4}	.73	.198

χ^2 -Statistik: 2.06 (Signifikanzniveau: .356)
Standardfehler der Regression: 2.02
Beobachtungszeitraum: 1973:4–1986:3

* Gemäss OLS-GLS-Verfahren nach Hansen, MA(4)-Prozess in den Residuen, vgl. 4.2.

Gemäss dem Wert der χ^2 -Statistik kann die Null-Hypothese, wonach $a = 0$ und $b = 1$ gemeinsam erfüllt sein müssen, nicht verworfen werden. Das Resultat widerspricht somit gemäss diesem Test der schwachen Form der REH nicht.

Aufgrund des Tests auf Autokorrelation höherer Ordnung kann die Null-Hypothese ebenfalls

nicht verworfen werden, wenn der infolge der Datenüberlappungen berücksichtigte MA-Prozess in den Residuen die Ordnung 4 aufweist. Wird hingegen nur ein MA(3)-Prozess zugelassen, so weist der durchgeführte Likelihood-Ratio-Test auf signifikante Restautokorrelation hin. Die Ergebnisse der beiden durchgerechneten Testvarianten sehen folgendermassen aus:

Für die Schätzungsgleichung

$$ER_t = \sum_{i=J}^K b_i ER_{t-i} + e_t + \sum_{m=1}^r \Theta_m e_{t-m}$$

ergaben sich folgende Test-Werte

	MA(4)-Fall (J=5, K=7, r=4)	MA(3)-Fall (J=4, K=6, r=3)
Likelihood-Ratio*	1.29	10.83
Signifikanzniveau	.732	.013

* für den Test der Nullhypothese, dass alle $b_i = 0$ sind.

Gemäss den dargestellten Ergebnissen der Tests auf Unverzerrtheit und Fehlen von Restautokorrelation lässt sich somit die schwache Form der REH für die untersuchten Erwartungsdaten nicht verwerfen. Ein Fragezeichen ist allerdings angebracht, da die Null-Hypothese beim Autokorrelationstest im MA(3)-Fall abgelehnt werden musste.

Effizienztests

Mit einem ersten Effizienztest wurde untersucht, ob die in den Vergangenheitswerten der Inflationsrate enthaltene Information in den Erwartungsdaten berücksichtigt ist. Da die Prognosefehler jeweils erst nach vier Quartalen bekannt sind, dürfen nur realisierte Inflationsraten mit einer Verzögerung von mindestens fünf Perioden in die Testgleichung einbezogen werden:

$$ER_t = \sum_{i=5}^7 b_i PC_{t-i} + u_t$$

Die Schätzung über den Beobachtungszeitraum 1973:4 – 1986:3 führte zu folgenden Resultaten:

Regressor	Koeffizient	Standardfehler*
PC_{t-5}	.043	.192
PC_{t-6}	.198	.202
PC_{t-7}	-.445	.242

χ^2 -Statistik: 3.98 (Signifikanzniveau: .263)
Standardfehler der Regression: 2.08

* Gemäss OLS-GLS-Verfahren nach Hansen, MA(4)-Prozess in den Residuen, vgl. 4.2.

Der gemeinsame Test für die drei geschätzten Koeffizienten zeigt keinen signifikant von Null verschiedenen Zusammenhang zwischen den verzögerten Inflationsraten und dem Prognosefehler. Diese erste Effizianzforderung gemäss REH ist damit nicht verletzt.

Der prognostische Test auf Effizienz, wo die Prognosefehler auf einen Zusammenhang mit der AR(8)-ex ante-Prognose der Inflationsrate untersucht wurden, führte ebenfalls nicht zu einer Verwerfung der Null-Hypothese. Dieses Ergebnis überrascht allerdings nicht, da die Prognose aufgrund des AR(8)-Modells schlecht mit der wahren Inflationsentwicklung übereinstimmt.

Weitere Effizienztests dienten der Untersuchung allfälliger Zusammenhänge der Erwartungsfehler mit zusätzlichen Variablen aus der Informationsmenge I_{t-1} . Zunächst wurden Regressionen auf verzögerte Jahreszuwachsrate der bereinigten Notenbankgeldmenge (BNGM) durchgeführt.⁸ Zusätzlich wurde der Frage nachgegangen, ob die in den siebziger Jahren sehr populäre Preisüberwachung die Bildung der Inflationserwartungen durch die Konsumenten beeinflusst habe. Eine diesbezügliche Vermutung findet sich in Zumstein (1982). Zur Prüfung eines allfälligen Einflusses der Preisüberwachung wurden zwei Dummy-Variablen (PCD) in die Effizienz-Testgleichungen einbezogen, und zwar für die Zeiträume 1974:1 bis 1974:3 und 1978:1 bis 1979:1. Bei dieser Datierung gilt es zu berücksichtigen, dass die Prognosefehler in den Regressionen nicht auf die Umfragequartale, sondern auf die Zeitpunkte der ein Jahr später gemessenen effektiven Teuerung bezogen sind. Die Preisüberwachung wurde mit Bundesbeschluss vom 20.12.1972 eingeführt. Am 1.1.1976 trat ein zweiter Bundesbeschluss in Kraft, der am

5.12.1976 in einer Volksabstimmung mit grosser Mehrheit bestätigt wurde und zu einer bis Ende 1978 dauernden Preisüberwachungsphase führte. Aus Abbildung 2 ist ersichtlich, dass sich die Preiserwartungen der Konsumenten im Anschluss an die Überwachungsbeschlüsse jeweils markant reduzierten.

Der über die Beobachtungsperiode 1973:4 – 1986:3 mit der BNGM sowie den Preisüberwachungs-Dummies durchgeführte Effizienztest ergab signifikante Zusammenhänge dieser Variablen mit den Prognosefehlern:

Schätzgleichung

$$ER_t = a + b_1 BNGM_{t-11} + b_2 PCD_1 + b_3 PCD_2 + u_t$$

Regressor	Koeffizient	t-Statistik*
Konstante	-.82	-2.03
$BNGM_{t-11}$.04	3.21
PCD_1	2.70	3.95
PCD_2	4.00	10.62

Standardfehler der Regression: 1.49
Standardabweichung der Prognosefehler während der Beobachtungsperiode: 2.17

* Gemäss OLS-GLS-Verfahren nach Hansen, MA(4)-Prozess in den Residuen, vgl. 4.2.

Die signifikanten Werte der t-Statistik stehen in Widerspruch zu den Implikationen der strengen REH. Sie besagen nämlich im Falle der monetären Basis BNGM⁹, dass diese Zeitreihe Information über die Inflationsentwicklung enthält, die in den Teuerungserwartungen der Konsumenten nicht berücksichtigt ist. Bezüglich der Preisüberwachung zeigt das Testresultat, dass ihr fälschlicherweise eine stark inflationsdämpfende Wirkung zuerkannt wurde. Hätten die Konsumenten die Entwicklung der monetären Basis bei der Erwartungsbildung korrekt berücksichtigt und den vermeintlichen Einfluss der Preisüberwachung ignoriert, so wäre eine deutliche Verbesserung der Prognosequalität der Preiserwartun-

⁸ Vgl. zur schweizerischen Geldpolitik Rich/Béguelin (1985).

⁹ Die Gleichung mit einer Verzögerung der BNGM um elf Quartale ist repräsentativ für Gleichungen mit anderen Verzögerungslängen in der Grössenordnung von zwei bis drei Jahren.

gen möglich gewesen. Der Standardfehler der obigen Regression beträgt nämlich nur noch knapp drei Viertel der Standardabweichung des unkorrigierten Prognosefehlers.

5. Schlussfolgerungen

In der vorliegenden Studie wurden die mit der Konsumentenumfrage des Bundesamts für Konjunkturfragen erhobenen Tendenzangaben zur erwarteten Preisentwicklung untersucht. Mittels eines speziellen Verfahrens wurde daraus eine Zeitreihe quantitativer Inflationserwartungen erzeugt. Anhand verschiedener ökonomischer Tests wurde sodann abgeklärt, inwieweit die Daten den Anforderungen der Hypothese rationaler Erwartungen genügen. Aus den Ergebnissen lassen sich folgende Schlüsse ziehen:

Die Preiserwartungen der schweizerischen Konsumenten sind nicht streng rational im Sinne der REH. So enthalten die Erwartungen der Konsumenten die Informationen über die vergangene Entwicklung der Notenbankgeldmenge nicht adäquat. Ihre korrekte Berücksichtigung hätte zu besseren Inflationsprognosen geführt. Zudem zeigen die Testresultate, dass die befragten Haushalte den Einfluss der in den siebziger Jahren durchgeführten Preisüberwachungsmassnahmen auf die Inflationsentwicklung jeweils überschätzten. Sowohl bei der Einführung als auch bei der Erneuerung der Überwachungsbeschlüsse verringerten sich die Inflationserwartungen fälschlicherweise deutlich; die Prognosefehler wurden signifikant grösser.

Die Anforderungen einer schwächeren Form der REH werden durch die Daten hingegen nicht widerlegt. Evidenz für systematische Verzerrungen der Inflationserwartungen konnte nämlich durch die entsprechenden Tests nicht gefunden werden. Auch sind die in der Inflationsentwicklung der Vergangenheit enthaltenen Informationen, soweit sie prognostischen Wert besitzen, von den Konsumenten anscheinend korrekt in die Erwartungsbildung einbezogen worden.

Die Verwerfung der strengen REH für die Inflationserwartungen schweizerischer Konsumenten bedeutet nicht, dass letztere ihre Erwartungen

auf «irrationale» Weise bilden. Die Kosten dafür, den Einfluss etwa der Geldpolitik auf die Konsumentenpreisentwicklung korrekt einzubeziehen, dürften nämlich für den Durchschnittshaushalt sehr hoch sein im Vergleich zum Nutzen, den er durch entsprechend verbesserte Inflationsprognosen gewänne. Bei der Beurteilung der Fehleinschätzung der Wirksamkeit von Preisüberwachungsmassnahmen ist den Konsumenten zugute zu halten, dass die Effekte von Politikänderungen erst nach einem gewissen Lernprozess genau abgeschätzt werden können.

Literaturverzeichnis

- Batchelor, R. A., 1986: Quantitative v. Qualitative Measures of Inflation Expectations. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Bd. 48, S. 99–120.
- Blang, H.-G., Schöler, K., 1985: Zur Rationalität der Preis-erwartungen deutscher Unternehmen. *Ifo-Studien*, Bd. 31, S. 239–257.
- Brown, B. W., Maital, S., 1981: What Do Economists Know? An Empirical Study of Experts' Expectations. *Econometrica*, Bd. 49, S. 491–504.
- Carlson, J. A., Parkin, M., 1975: Inflation Expectations. *Econometrica*, Bd. 42, S. 123–138.
- Evans, G., Gulamiani, R., 1984: Tests for Rationality of the Carlson-Parkin Expectations Data. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Bd. 46, S. 1–19.
- Fluri, R., Spöndli, E., 1988: Rationality of Consumers' Price Expectations – Empirical Tests Using Swiss Qualitative Survey Data. In Oppenländer/Poser (1988): *Contributions of Business Cycle Surveys to Empirical Economics*. Gower Publishing, Aldershot / UK., S. 155–177.
- Foster, J., Gregory, M., 1977: Inflation Expectations: the Use of Qualitative Survey Data. *Applied Economics*, Bd. 9, S. 319–329.
- Hansen, L. P., 1982: Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*, Bd. 50, S. 1029–1054.
- Kirchgässner, G., 1982: Sind die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte «rational»? Eine empirische Untersuchung für die Bundesrepublik Deutschland. *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 118, S. 215–240.
- Kirchgässner, G., 1984: Wie gut sind die Prognosen der Arbeitsgemeinschaft wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute in der Bundesrepublik Deutschland? *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 120, S. 279–300.
- Muth, J. F., 1961: Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, Bd. 29, S. 315–335.
- Rich, G., Béguelin, J. P., 1985: Swiss Monetary Policy in the 1970s and 1980s. In Brunner, K. et al. (Hrsg.): *Monetary Policy and Monetary Regimes*. Center Symposia Series CS-17, University of Rochester, S. 76–111.
- Zumstein, M., 1982: Die Teuerungsprognosen der Konsumenten. *Mitteilungsblatt für Konjunkturfragen*, Bd. 38, S. 2–7.

Die Einführung des flexiblen Lombardsatzes

Die Schweizerische Nationalbank führte am 26. Mai 1989 den flexiblen Lombardsatz ein. Da das freie Schwanken eines offiziellen Zinssatzes nicht zum üblichen Instrumentarium einer Zentralbank gehört, bedarf diese Entscheidung einer eingehenderen Erläuterung.

Der Lombardkredit ist ein Kredit, der gegen die Verpfändung von mittel- und langfristigen Wertpapieren gewährt wird.¹ Im allgemeinen handelt es sich um einen kurzfristigen Kredit, dessen Zinssatz – der sogenannte Lombardsatz – für die Dauer des Kreditgeschäfts konstant ist. Dabei ist die Höhe des Kredits grundsätzlich tiefer als der Nominalwert der verpfändeten Titel, so dass der Kreditgeber bei Zahlungsunfähigkeit des Schuldners gegen einen allfälligen Wertverlust des Pfandes abgedeckt ist. Die Schweizerische Nationalbank ist gemäss Nationalbankgesetz (NBG), Artikel 14, Ziffer 4 ermächtigt, Lombardkredite gegen Verpfändung lombardfähiger schweizerischer Titel zu gewähren.²

In der Praxis gelten folgende Bestimmungen:

- Jeder Bank wird eine Kreditlimite eingeräumt³;
- jede Bank hinterlegt zur Deckung der ihr gewährten Kreditlimiten bei der Nationalbank eine genügende Menge lombardfähiger Wertpapiere;
- jede Bank kann nach Erfüllung dieser Konditionen die ihr eingeräumte Kreditlimite nach Bedarf ausnützen. Die Laufzeit eines solchen Kredits beträgt mindestens einen Tag und darf zehn Tage nicht überschreiten. Die Normallaufzeit ist ein Tag. Zur Benützung dieses Kredits entrichtet die Bank der Nationalbank einen Zins, der dem offiziellen Lombardsatz entspricht.

In der Schweiz stellt der Lombardkredit die einzige Möglichkeit der Banken dar, sich auf eigene Initiative hin Notenbankgeld zu beschaffen, denn die anderen Refinanzierungsmittel wie Diskontierung, Devisenswap, Anlage der Bundesgelder unterstehen voll und ganz der Kontrolle der Nationalbank. Es versteht sich daher, dass die Na-

tionalbank die Inanspruchnahme dieser Fazilität soweit wie möglich einschränken möchte. Sie hat die Banken deshalb stets darauf hingewiesen, dass sie eine allzu häufige und ungerechtfertigte Benützung des Lombardkredits missbilligt.⁴

Der Grund für diese Zurückhaltung der Nationalbank liegt in der Art und Weise, wie sie ihre Geldpolitik in die Praxis umsetzt. Grundsätzlich kann eine Notenbank das Wachstum eines Geldmengenaggregats auf zwei Arten steuern. Sie kann erstens auf die kurzfristigen Zinssätze einwirken, um die Geldnachfrage zu beeinflussen. Die Zentralbank erhöht dabei ihren Interventionsatz, wenn die Geldmenge zu rasch wächst, und senkt ihn, wenn sich die Geldmenge zu langsam entwickelt. Diese Methode wird von der Mehrheit der ausländischen Notenbanken angewandt. Die zweite Möglichkeit besteht darin, die den Banken zur Verfügung gestellte Liquidität zu kontrollieren. In diesem Fall wirkt die Notenbank unmittelbar auf das Geldangebot ein, indem sie die Liquidität der Banken verringert, wenn die Geldmenge zu rasch steigt, und sie vergrössert, falls das Geldmengenwachstum zu klein ist. Diese Methode wendet die Nationalbank an. Sie steuert die Notenbankgeldmenge, indem sie die Höhe der mit den Geschäftsbanken durchgeführ-

¹ Beim Lombardgeschäft bleibt der Schuldner Eigentümer des Wertpapiers, während beim Pensionsgeschäft der Schuldner das Eigentumsrecht an seinem Titel für die Dauer des Geschäfts abtritt.

² Gemäss Art. 14 Ziff. 4 NBG ist die Notenbank befugt, «...verzinsliche Darlehen in laufender Rechnung mit höchstens zehntägiger Kündigungsfrist gegen Verpfändung von Schuldverschreibungen auf die Schweiz, von eidgenössischen Schuldbuchforderungen, von diskontierbaren Wechseln sowie von Gold (Lombardvorschüsse)» zu gewähren. Aktien und Genossenschaftsanteile sind von der Belehnung ausgeschlossen. In den Geschäftsbedingungen der Nationalbank werden die Anwendungsmodalitäten in Kapitel C3 genau erläutert.

³ Die den Banken insgesamt eingeräumten Kreditlimiten betragen gegenwärtig etwa 2,5 Mrd. Franken.

⁴ Die Nationalbank behält sich insbesondere das Recht vor, die Kreditlimiten jederzeit innerhalb von zehn Tagen zu kündigen.

ten Devisenswaps variiert.⁵ Bei einer direkten Mengensteuerung müssen die Zinssätze variabel sein, um Angebot und Nachfrage nach Notenbankgeld auszugleichen. Dies gilt auch für die offiziellen Zinssätze, die den Marktbedingungen mehr oder weniger rasch angepasst werden müssen.⁶

Die Umsetzung der Geldpolitik wirkt sich direkt auf die Nachfrage nach Notenbankgeld aus. Jede Bank bemüht sich, eine möglichst tiefe Liquiditätsreserve zu halten, da diese mit Kosten verbunden ist.⁷ Je geringer aber die Liquiditätsreserve ist, desto grösser wird das Risiko, dass die Bank ihren Zahlungsverpflichtungen – zum Beispiel beim täglichen Abschluss des Interbanken-Zahlungsverkehrssystems – nicht mehr nachkommen kann. Dieses Risiko hat zwei Aspekte:

- Im Markt sind unter Umständen keine greifbaren Mittel mehr vorhanden. In diesem Fall müssen die Zahlungen der betreffenden Bank annulliert werden. Dies verursacht der Bank zusätzliche Kosten und schädigt ihren Ruf. Es setzt aber auch das gesamte Interbanken-Zahlungsverkehrssystem der Gefahr einer Kettenreaktion aus;
- auf dem Markt ist zwar Liquidität vorhanden, aber die Bank muss dafür einen hohen Zins bezahlen. In diesem Fall erleidet sie einen Verlust in der Höhe des höheren Zinssatzes, den sie bezahlen muss.

Hätten die Banken stets die Gewissheit, dass sie sich die notwendigen Mittel zu einem relativ günstigen Zinssatz beschaffen könnten, so würden sie kaum mehr liquide Mittel halten.⁸ Dieses Verhalten kann beobachtet werden, wenn die Notenbank eine Zinspolitik verfolgt. Sobald sich eine Bank Mittel auf dem Markt beschaffen will, muss die Notenbank die gewünschte Liquidität zur Verfügung stellen, um den Geldmarktsatz stabil zu halten. Damit die Banken dennoch genügend hohe Liquiditätsreserven halten, werden häufig Mindestreserven eingeführt. Wegen dieser Einführung, durch die den Banken die vorgeschriebenen Mindestreserven bereitgestellt werden müssen, bleibt der Notenbank nichts anderes übrig, als eine Zinssatzpolitik zu führen.

Verfolgt die Notenbank im Gegensatz dazu eine

Geldmengenpolitik und weigert sie sich grundsätzlich, den Banken beim täglichen Clearingabschluss Kredite bereitzustellen, so sind diese bestrebt, möglichst liquide zu bleiben. Dennoch kann es vorkommen, dass die liquiden Mittel einer Bank nicht ausreichen, um alle Zahlungen abzuwickeln.⁹ Sie wird deshalb von Zeit zu Zeit auf dem Geldmarkt zusätzliche Liquidität nachfragen, was zu starken Zinssatzschwankungen führen kann. Dies ist die Lage am schweizerischen Geldmarkt: Die Nationalbank verfolgt keine Zinspolitik, sondern kontrolliert unmittelbar die Höhe der Giro Guthaben. Die Schweizer Banken halten permanent mehr Liquidität als gesetzlich vorgeschrieben ist, da sie nicht damit rechnen können, dass die Notenbank ihnen bei Liquiditätsengpässen automatisch zusätzliche Mittel zur Verfügung stellt.

Welche Rolle kommt dem Lombardkredit in diesem System zu? Vor 1988 wurde der Lombardkredit fast ausschliesslich zur Finanzierung der Liquiditätsbedürfnisse am Ultimo beansprucht, da die Nationalbank nur einen Teil der zusätzlichen Nachfrage nach liquiden Mitteln alimentierte. Der offizielle Lombardsatz lag jeweils unter dem Geldmarktsatz; die Banken schöpften ihre Lombardkreditlimiten deshalb voll aus, so dass sie im Fall eines plötzlichen Liquiditätsbedarfs über keinerlei Refinanzierungsmöglichkeiten mehr verfügten. Auf dem schweizerischen Geld-

⁵ Diese mengenorientierte Geldpolitik wird in der Schweiz durch die Tatsache erleichtert, dass die Notenbankgeldmenge selbst das Zwischenziel darstellt. Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass die Nationalbank von 1975 bis 1978, als sie die Geldmenge M1 als Zielaggregat festgelegt hatte, die gleiche Politik verfolgte.

⁶ In diesem Sinn ist es nicht richtig, wenn wir in der Schweiz von Leitzinsen reden. Dieser Begriff ist nur dann zutreffend, wenn eine Notenbank die Geldmarktsätze tatsächlich stabilisiert. Die Schweizerische Nationalbank kennt nur offizielle Zinssätze.

⁷ Es kommt in diesem Zusammenhang nicht darauf an, ob es sich um die Kosten eines Notenbankkredits oder um entgangene Zinseinnahmen im Fall von zinslos gehaltener Liquidität handelt.

⁸ Ein bestimmter Mindestbetrag an Liquiditäten ist zweifellos notwendig, damit die Banken gewissen Vorgängen wie zum Beispiel dem Einziehen von Banknoten entgegenzutreten können.

⁹ Schliesslich hat eine Bank stets mehr Sichtverbindlichkeiten als greifbare Mittel, da ansonsten das Bankensystem kein Geld schöpfen würde.

markt traten – wie oben beschrieben – dementsprechend starke Zinsschwankungen auf. Während des Monats waren die Banken jedoch sehr liquide, so dass die Tagesgeldsätze weit unter dem Lombardsatz lagen und der Lombardkredit kaum benützt wurde.

Mit der Einführung der neuen Liquiditätsvorschriften der Banken und dem Ausbau des elektronischen Interbanken-Zahlungsverkehrssystems (SIC) Anfang 1988 veränderte sich die geldpolitische Landschaft der Schweiz tiefgreifend; insbesondere verschwanden die markanten Zinsspitzen am Ultimo. Die Nationalbank musste in dieser neuen Situation die Rolle des Lombardkredits überprüfen. Grundsätzlich hätte sie den Lombardsatz unter den Geldmarktsätzen belassen können, wie es früher am Ultimo der Fall gewesen war. In dieser Situation wäre folgendes geschehen: Das Bankensystem schöpft permanent sämtliche Lombardlimiten aus, und die Nationalbank baut Devisenswaps ab, um die Geldschöpfung zu kompensieren. Diese Lösung bereitet auf den ersten Blick hinsichtlich der Steuerung der Geldmenge keine besonderen Probleme; in der Praxis hätte dies jedoch zu einer Destabilisierung der Geldnachfrage der Banken geführt. Wenn die Banken ihre Lombardlimiten voll ausschöpfen, muss die Nationalbank entscheiden, ob sie die Banken refinanzieren will, die beim täglichen Abschluss des SIC nicht über genügend Liquidität verfügen. Sie ist jedoch kaum in der Lage, innert kürzester Zeit zu prüfen, ob der Liquiditätsbedarf berechtigt oder lediglich die Folge einer unvorsichtigen Liquiditätsplanung war. Ist die Nationalbank grosszügig, so hält das Bankensystem immer weniger Reserven. Dies erschwert zusehends die Durchführung einer mengenorientierten Geldpolitik. Lehnt die Nationalbank jegliche zusätzliche Refinanzierung ab, kann dies unter Umständen im SIC-System eine unerwünschte Kettenreaktion auslösen. Die Nationalbank muss deshalb von Zeit zu Zeit eingreifen. Sie verstärkt aber dadurch die Unsicherheit der Banken und destabilisiert ihre Nachfrage nach Giroguthaben.¹⁰

Die Nationalbank hat eine Lösung angestrebt, die die Banken zwar nicht automatisch gegen alle möglichen Verluste absichert, aber die auch das Risiko einer Blockierung des Zahlungsver-

kehrsystems klein hält. Das System des Lombardkredits eignet sich sehr gut, dieses Ziel zu verwirklichen. Es stellt nämlich für jede Bank im Fall einer plötzlichen Illiquidität eine Art Sicherheitsventil dar, ohne dass diese Sicherheit jedoch absolut wäre: Die Bank kann ihre Kreditlimite nicht überschreiten und weiss, dass die Nationalbank eine allzu häufige Beanspruchung dieser Fazilität missbilligt. Um eine Überbeanspruchung des Lombardkredits zu verhindern, muss aber zusätzlich der Lombardsatz über dem Geldmarktsatz liegen. Er stellt in einem gewissen Sinn eine Versicherung gegen Illiquiditätsrisiken dar: Die Begünstigten müssen eine Prämie bezahlen, um den Risikoschutz beanspruchen zu können.

Die Nationalbank ist seit Anfang 1988 bestrebt, den Lombardsatz über dem Geldmarktsatz zu halten. Im vergangenen Jahr konnte diese Politik relativ problemlos verwirklicht werden. Denn die Banken verfügen während der Phase der Anpassung an das neue geldpolitische Umfeld über zuviel Liquidität, und die Zinssätze waren entsprechend tief. Seit Anfang 1989 näherten sich die Geldmarktsätze jedoch dem Lombardsatz an, so dass die Prämie dieser Refinanzierungsart stark sank. Da die Tagesgeldsätze naturgemäss schwanken, variierte auch die Differenz zwischen Geld- und Lombardsatz und somit auch die Prämie. Die Liquiditätsnachfrage der Banken wurde in der kurzen Frist instabil. Dies erschwerte die Durchsetzung der Geldpolitik. Vergrössert sich die Spanne zwischen Geldmarkt- und Lombardsatz, so werden die Banken tendenziell vorsichtiger und halten mehr Giroguthaben. Sinkt die Spanne oder verschwindet sie sogar, so nimmt diese Nachfrage tendenziell ab. Die Instabilität der Geldnachfrage war besonders

¹⁰ Dies ist die praktische Anwendung dessen, was die Wirtschaftstheoretiker die Lucas-Kritik nennen. Dieser Begriff erklärt das Phänomen, wonach das Verhalten der öffentlichen Entscheidungsträger – der Nationalbank – sich unmittelbar auf das Verhalten der privaten Träger auswirkt, das heisst auf die Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld. Dies war auch der Grund, weshalb die Nationalbank 1988, als der Notenbankgeldbedarf infolge der Einführung der neuen Vorschriften über die Liquidität der Banken abrupt sank, sich weigerte, eine zinssatzorientierte Politik zu verfolgen. (Für weitere Einzelheiten sei auf den *Geschäftsbericht 1988* der Schweizerischen Nationalbank verwiesen.)

ausgeprägt, als die Nationalbank ihre offiziellen Zinssätze anhub, um sie der Marktentwicklung anzupassen. Der Lombardkredit verteuerte sich abrupt, und die Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld stieg. Da die Nationalbank ihr Geldmengenziel erreichen wollte, stellte sie keine zusätzliche Liquidität bereit, so dass die Geldmarktsätze stiegen und die Differenz zwischen Lombard- und Geldmarktsatz sank. Die Benützung des Lombardkredits wurde wieder attraktiv.

Die Nationalbank erhöhte seit Dezember 1988 den Lombardsatz dreimal, aber die Spanne zwischen Lombard- und Geldmarktsatz blieb gering. Um die Nachfrage nach Lombardkrediten zu dämpfen, beschloss sie, die Prämie zu fixieren und damit den Lombardsatz an die Entwicklung des Geldmarktsatzes zu binden. Das Direktorium erliess nach Konsultation des Bankrates eine Richtlinie für die Festsetzung des Lombardsatzes. Der Lombardsatz wird seit dem 26. Mai 1989 täglich neu berechnet. Er liegt einen Pro-

zentpunkt über dem Durchschnitt der Tagesgeldsätze der beiden Vortage, aufgerundet auf $\frac{1}{8}$ Prozentpunkt. Dieser Satz wird täglich vor Eröffnung des Geldmarktes bekanntgegeben, damit die Banken entsprechend disponieren können. Beansprucht eine Bank einen Lombardkredit länger als einen Tag – ein Vorgehen, das die Nationalbank nicht gerne sieht –, so muss sie für diesen Kredit einen variablen Zinssatz bezahlen.

Das System des flexiblen Lombardsatzes gewährleistet, dass der Lombardkredit seine Rolle als Sicherheitsventil für die Banken erfüllen kann, ermöglicht es aber der Nationalbank auch, eine mengenorientierte Geldpolitik zu verfolgen. Indem die Nationalbank sich bei der Berechnung des Lombardsatzes selbst an eine Regel bindet, zeigt sie dem Markt zudem, dass die tägliche Änderung des Lombardsatzes kein aktives Instrument ihrer Geldpolitik darstellt.

Introduction d'un système de taux lombard flottant

Le 26 mai 1989, la Banque nationale a introduit un mécanisme de taux lombard flexible. Comme le flottage d'un taux officiel ne fait pas partie de la panoplie habituelle des banques centrales, les raisons de cette décision méritent une explication plus détaillée.

Un crédit lombard ou, plus officiellement, une avance sur nantissement, est un prêt gagé sur un titre financier à moyen ou à long terme que l'emprunteur possède.¹ En règle générale, il s'agit d'un crédit à court terme dont le taux d'intérêt – appelé taux lombard – est fixe pour la durée de l'opération. Son montant est en principe inférieur à la valeur nominale des titres mis en gage, car l'institution prêteuse désire se couvrir contre une éventuelle dépréciation du titre dans le cas où le débiteur ne serait pas en mesure de rembourser à l'échéance. En Suisse, l'article 14 chiffre 4, de la loi sur la Banque nationale autorise cette dernière à accorder ce type de crédits gagés sur des titres suisses reconnus.²

En pratique, les modalités des crédits lombards de la Banque nationale sont les suivantes. Chaque banque:

- se voit attribuer une limite maximale pour ce type de crédits³;
- dépose en permanence à la Banque nationale un montant suffisant de titres reconnus pour couvrir la limite qui lui a été attribuée;
- peut, une fois ces conditions remplies, utiliser la ligne de crédits qui lui est ainsi ouverte en fonction de ses besoins. La durée du crédit est en principe de un jour – durée minimale – et elle ne peut en dépasser dix. Pour l'utilisation de ce crédit, la banque paie à la Banque nationale un intérêt égal au taux lombard officiel.

En Suisse, ce genre de crédit est la seule source de monnaie centrale dont une banque peut disposer de sa propre initiative, l'utilisation des autres moyens de refinancements existants – es-

compte, swap contre devises, placement des fonds fédéraux – étant entièrement sous le contrôle de la Banque nationale elle-même. Dans ces conditions, on comprend que celle-ci désire limiter autant que faire se peut le recours à cette facilité. C'est pourquoi elle a toujours fait savoir aux banques qu'elle verrait d'un mauvais œil une utilisation trop fréquente et injustifiée du crédit lombard.⁴

Cet appel à la retenue s'explique essentiellement par la manière dont la Banque nationale met en œuvre sa politique monétaire. Rappelons qu'une banque centrale qui désire contrôler la croissance d'un agrégat monétaire peut atteindre son objectif de deux façons. La première consiste à agir sur les taux d'intérêt à court terme en vue d'influencer la demande de monnaie, la banque centrale augmentant ses taux d'intervention lorsque la croissance monétaire est trop rapide, les abaissant si celle-ci est trop lente. C'est la technique utilisée par la plupart des banques centrales étrangères. La seconde manière de conduire la politique monétaire consiste à contrôler la quantité de liquidités mise à la disposition des banques. L'institut d'émission agit alors directement sur l'offre de monnaie, en diminuant les liquidités si l'agrégat objectif croît trop rapidement, en les augmentant dans le cas contraire.

¹ Dans cette opération, le débiteur remet le titre en gage, mais en garde la propriété. Dans une mise en pension en revanche, le débiteur cède le droit de propriété de son titre pendant la durée de l'opération.

² L'article 14, chiffre 4 de la loi sur la Banque nationale précise que l'institut d'émission est autorisé à faire des avances en comptes courants à intérêt, dénonçables à dix jours au plus et garanties par la remise en nantissement d'obligations suisses, de créances inscrites au livre de la dette de la Confédération, d'effets escomptables et d'or (avances sur nantissement). Les actions et les parts sociales ne sont pas admises en nantissement. Le recueil des conditions de la Banque nationale précise les modalités d'application dans son chapitre C3.

³ A l'heure actuelle, le total des limites accordées à l'ensemble des banques est d'environ 2,5 milliards de francs.

⁴ En particulier, la Banque nationale se réserve toujours le droit de dénoncer dans les dix jours la limite de crédit ainsi accordée.

Cette méthode est celle de la Banque nationale, qui détermine le niveau de la monnaie centrale en faisant varier le montant des swaps en devises qu'elle passe avec les banques commerciales.⁵ Dans ce cas, les taux d'intérêt doivent pouvoir varier librement pour équilibrer l'offre et la demande de monnaie centrale et les taux officiels être adaptés plus ou moins rapidement aux conditions du marché.⁶

La technique de conduite de la politique monétaire utilisée par l'institut d'émission va influencer directement la demande en monnaie centrale des banques. Toute banque en effet cherche à réduire ses encaisses puisque celles-ci lui coûtent en intérêt.⁷ Cependant, moins elle détient de liquidités, plus elle risque de ne pas pouvoir faire face à ses obligations de paiements, en particulier lors de la clôture journalière des règlements interbancaires. Or, ce risque a deux aspects:

- le marché peut être asséché si bien qu'il n'y a plus de fonds disponibles. Les paiements de cette banque devront alors être annulés avec toutes les conséquences négatives que cela entraîne non seulement pour la banque elle-même – coûts supplémentaires, perte de réputation, etc. – mais aussi pour le système des paiements interbancaires lui-même où l'on risque de voir apparaître une réaction en chaîne;
- des liquidités sont disponibles sur le marché, mais la banque qui en est assoiffée devra payer un taux d'intérêt élevé pour se les procurer. Dans ce cas, elle va subir une perte proportionnelle au taux auquel elle aura dû emprunter.

Si ce risque disparaissait – c'est-à-dire si les banques étaient certaines de toujours pouvoir, le cas échéant, disposer à relativement bon marché des fonds nécessaires – elles ne détendraient quasiment pas de liquidités.⁸ En gros, c'est ce qui se passe lorsque l'institut d'émission stabilise le taux d'intérêt. Dès qu'un établissement bancaire s'adresse au marché pour se procurer des fonds, le taux d'intérêt du marché monétaire s'élève et, pour ramener celui-ci au niveau désiré, la banque centrale doit finalement fournir les fonds demandés. Dans ces conditions, les banques peuvent réduire très fortement

leurs encaisses, si bien que les autorités monétaires se voient le plus souvent contraintes d'introduire des ratios de liquidités minima pour forcer le système bancaire à conserver les encaisses nécessaires et faciliter ainsi la conduite pratique de leur politique monétaire. Comme l'institut d'émission ne peut alors plus refuser de fournir aux banques la liquidité qui leur est prescrite, il ne lui reste pas d'autre solution que la stabilisation du taux d'intérêt.

Si, au contraire, ce risque était extrême – si la banque centrale contrôlait directement la quantité de monnaie et se refusait systématiquement à mettre des crédits à disposition des banques à la fin de la journée – celles-ci auraient naturellement tendance à demeurer extrêmement liquides. Toutefois, comme une banque ne pourra jamais être sûre que tous ses paiements seront couverts en toutes circonstances, elle ne pourra jamais s'assurer complètement.⁹ Elle devra alors s'adresser de temps en temps au marché monétaire, si bien que les taux d'intérêt risquent de subir de très fortes variations. En un sens, c'est la situation qui prévaut en Suisse puisque la Banque nationale contrôle directement la quantité des avoirs en comptes de virements et se refuse à pratiquer une politique de taux d'intérêt. Les banques suisses détiennent en permanence plus de liquidités que ne leur impose la loi et elles savent que l'institut d'émission ne se portera pas automatiquement à leur secours au moindre manque de liquidités.

⁵ Cette méthode de conduite est facilitée dans le cas suisse par le fait que l'objectif intermédiaire est la monnaie centrale elle-même. Remarquons toutefois que la Banque nationale a utilisé la même technique de conduite entre 1975 et 1978 lorsqu'elle s'était donné la masse monétaire M1 comme objectif.

⁶ C'est en ce sens qu'il est faux de parler de taux directeurs en Suisse. Ce terme ne peut s'appliquer qu'au cas d'une banque centrale qui stabilise effectivement les taux du marché monétaire. La Banque nationale ne connaît que des taux officiels.

⁷ Que ce soit sous la forme d'emprunt auprès de l'institut d'émission ou de perte d'intérêt pour des fonds non placés, peu importe ici.

⁸ Un certain montant minimal de liquidités est sans doute nécessaire pour que la banque puisse faire face à certaines opérations telles les retraits de billets.

⁹ Après tout, une banque a toujours plus d'engagements à vue qu'elle n'a de disponibilités, autrement le système bancaire ne créerait pas de monnaie.

Quel est le rôle du mécanisme du crédit lombard dans ce système? Avant 1988, ces crédits étaient employés presque uniquement durant les périodes d'échéance alors que la demande de fonds connaissait une pointe que la Banque nationale se refusait à satisfaire dans sa totalité. Comme, dans ces circonstances, le taux officiel était bien inférieur à celui du marché, les banques utilisaient la totalité de leur ligne de crédits lombards si bien qu'il ne leur restait aucune réserve de financement en cas de manque subit de liquidités. Le marché monétaire suisse se trouvait dans une situation comparable à celle décrite au paragraphe précédent et il n'était ainsi pas étonnant d'observer alors de très fortes variations des taux. En dehors des périodes d'échéances cependant, les banques étaient très liquides, ce qui poussait les taux au jour le jour bien au-dessous du taux lombard et rendait ce type de crédits peu attrayant.

En 1988, l'introduction des nouvelles prescriptions sur les liquidités des banques et la généralisation du système électronique de paiements interbancaires SIC a profondément changé le paysage monétaire suisse. En particulier, les pointes de la demande lors des échéances mensuelles ont quasiment disparu. Dans ces conditions, la Banque nationale a dû repenser le rôle qu'elle voulait attribuer aux crédits lombards. Elle aurait pu continuer à appliquer le régime qui prévalait lors des échéances en maintenant le taux lombard au-dessous du taux du marché. Le système bancaire aurait alors utilisé en permanence toutes ses possibilités de refinancement sous forme de crédits lombards et la Banque nationale aurait dû compenser cette création monétaire en réduisant le niveau des swaps en devises qu'elle passe avec les banques. Si, en apparence, cette solution ne semblait pas poser de problèmes particuliers quant au contrôle de la quantité de monnaie, elle n'aurait pas été applicable en réalité, car elle était de nature à déstabiliser la demande de monnaie. Les banques ayant alors épuisé leur ligne de crédits lombards, c'est la Banque nationale qui aurait dû prendre l'initiative de refinancer ou non les instituts en manque de liquidités lors de la clôture journalière du SIC. Or, compte tenu du faible délai de réaction disponible, elle n'aurait jamais été en mesure de distinguer le bon grain de l'ivraie, les

besoins légitimes de liquidités des prises de risques inconsidérées. Si elle s'était montrée systématiquement généreuse, le système bancaire aurait détenu de moins en moins d'encaisses, ce qui aurait rendu la conduite d'une politique monétaire quantitative de plus en plus difficile. Si la Banque nationale s'était refusée à tout refinancement supplémentaire, elle aurait risqué à l'occasion de déclencher des réactions en chaîne indésirables dans SIC. Il est vraisemblable alors qu'elle aurait dû intervenir sporadiquement. Ce comportement de la Banque nationale aurait été de nature à renforcer l'incertitude des banques et, par conséquent, il aurait rendu la demande d'avoirs en comptes de virements plus instable.¹⁰

Dans ces conditions, la Banque nationale a voulu mettre en place une solution qui n'assure pas automatiquement les banques contre toutes les pertes possibles, mais qui ne fait pas courir des risques de blocage inconsidérés au système des paiements. Or, le régime des crédits lombards est bien adapté à ce but. En effet, il permet à chaque banque de disposer d'une soupape de sûreté en cas d'illiquidité subite, sans toutefois que cette sécurité ne soit absolue puisqu'une banque ne peut dépasser sa limite de crédits et qu'elle sait que la Banque nationale décourage un recours trop fréquent à cette facilité. En plus de ces limitations cependant, et pour éviter que de trop fréquents appels à ce genre de crédits n'empêchent un contrôle efficace de la quantité de monnaie centrale, le taux lombard doit être supérieur à celui du marché. Si l'on assimile ce mécanisme à une assurance contre les risques d'illiquidité, il est alors normal que le bénéficiaire doive payer une prime pour pouvoir en disposer.

¹⁰ Il s'agit là d'une application pratique de ce qu'il est convenu d'appeler en théorie économique la critique de Lucas. Ce terme désigne le phénomène par lequel le comportement des décideurs officiels – la Banque nationale – agit directement sur celui des agents économiques privés – la demande des banques en monnaie centrale. C'est d'ailleurs pour éviter de déclencher un tel processus et pour empêcher une plus forte instabilité de la demande en comptes de virements que la Banque nationale s'est refusée à suivre une politique de taux d'intérêt lorsque, en 1988, le besoin en monnaie centrale des banques a brusquement chuté à la suite de l'introduction des nouvelles dispositions légales sur la liquidité bancaire. (Pour plus de détails, voir le Rapport de gestion 1988 de la Banque nationale suisse.)

La Banque nationale a cherché, dès le début de 1988, à maintenir son taux lombard au-dessus du taux du marché monétaire. L'an passé, cette politique a pu être poursuivie sans trop de problèmes, en grande partie parce que les banques avaient trop de liquidités durant la phase d'adaptation au nouvel environnement monétaire. Dès le début de 1989 cependant, les taux du marché se sont fortement rapprochés du taux lombard, si bien que la prime pour l'utilisation de ce type de refinancement a fortement diminué. De plus, les variations quotidiennes de cette surcharge se sont relativement amplifiées compte tenu de la volatilité naturelle des taux au jour le jour. Dans le très court terme, elles tendaient naturellement à déstabiliser la demande de liquidités du système bancaire et rendait, par là, plus difficile la conduite de la politique monétaire. En effet, lorsque cette surcharge – la différence entre le taux lombard et celui du marché – augmente, les banques deviennent plus prudentes et tendent à conserver plus d'avoirs en comptes de virements. Inversement, lorsque la surcharge diminue ou s'annule, cette demande de liquidités devrait en principe décroître. De plus, cette instabilité était particulièrement prononcée lorsque la Banque nationale montait ses taux officiels pour les adapter à l'évolution des marchés. Le niveau de la surcharge s'accroissait alors brutalement et les banques demandaient plus de monnaie centrale. Comme la Banque nationale désirait atteindre son objectif monétaire, elle ne fournissait pas ces liquidités supplémentaires. Les taux du marché monétaire avaient alors tendance à s'élever, ce qui réduisait la prime d'assurance et rendait de nouveau le recours au crédit lombard plus attrayant.

Dans ces conditions, la Banque nationale, après avoir depuis la fin 1988 augmenté trois fois ses taux officiels sans pouvoir maintenir la surcharge sur les crédits lombards à un niveau compatible avec un usage modéré de ceux-ci, a décidé de rendre le niveau de cette prime d'assurance constante en faisant varier son taux lombard parallèlement à celui du marché. Pour ce faire et après avoir, conformément à la loi, consulté le Conseil de banque, la Direction générale a décidé de se donner une règle pour la fixation du taux lombard. A partir du 26 mai 1989, ce dernier est fixé quotidiennement un point de pourcen-

tage au-dessus de la moyenne, arrondie au 1/8 de point, des taux au jour le jour des deux jours précédant le jour de fixation. Ce taux est rendu public chaque matin avant l'ouverture du marché monétaire pour que les banques puissent prendre leurs dispositions en conséquence. De plus, si une banque prend un crédit lombard pour plus d'un jour – ce que la Banque nationale n'encourage pas – elle paiera un taux d'intérêt variable sur son emprunt.

Ce système devra permettre au crédit lombard de jouer son rôle de soupape de sûreté pour les banques, tout en permettant à la Banque nationale de mener une politique monétaire de contrôle des liquidités. De plus, en se donnant une règle, la Banque nationale a voulu montrer au marché que les variations quotidiennes du taux lombard ne constituent en rien un instrument actif de sa politique monétaire.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Kündigung der Zulassungsvereinbarung von 1938

Die Schweizerische Nationalbank befürwortet einen möglichst offenen Zugang zu den schweizerischen Börsen. Sie vertritt die Auffassung, die Wertpapiere sollten aufgrund bestimmter Publizitätsanforderungen zur Kotierung zugelassen werden und nicht aufgrund einer Bonitätsprüfung, wie sie jetzt praktiziert wird. Auch ist eine Kompetenz der Nationalbank, gegen die Kotierung von Wertpapieren ausländischer Emittenten Einsprache zu erheben, angesichts der weitgehenden Liberalisierung des Kapitalexports heute nicht mehr nötig. Die Nationalbank kündigte deshalb am 24. April 1989 die seit 1938 bestehende «Vereinbarung betreffend die Zulassung von ausländischen Wertpapieren zum offiziellen Handel an den schweizerischen Effektenbörsen».

Erhöhung des Diskont- und Lombardsatzes

Die Nationalbank erhöhte am 14. April 1989 ihre offiziellen Sätze. Der Lombardsatz wurde von 6% auf 7% und der Diskontsatz von 4% auf 4½% angehoben.

Einführung des flexiblen Lombardsatzes

Die Nationalbank führte mit Wirkung ab 26. Mai 1989 den flexiblen Lombardsatz ein. Er wird täglich der Marktentwicklung angepasst. Die Nationalbank will damit sicherstellen, dass der Lombardkredit nur ausserordentlichen Liquiditätsbedürfnissen einzelner Banken vorbehalten bleibt.

Dénonciation de la convention de 1938 concernant l'admission de valeurs étrangères aux bourses.

La Banque nationale suisse est favorable à un accès aux bourses suisses aussi ouvert que possible. Elle estime qu'un système d'autorisation fondé sur des exigences précises en matière d'information du public est préférable à un examen de solvabilité tel qu'il est pratiqué actuellement. En outre, le droit de s'opposer à la cotation de titres étrangers, droit que la convention donne à la Banque nationale, n'est aujourd'hui plus nécessaire, étant donné la large libéralisation des exportations de capitaux. Aussi la Banque nationale a-t-elle dénoncé, le 24 avril 1989, la convention de 1938 concernant l'admission de valeurs étrangères au marché officiel des bourses suisses.

Relèvement des taux officiels

Le 14 avril 1989, la Banque nationale a porté de 6% à 7% le taux des avances sur nantissement et de 4% à 4½% celui de l'escompte.

Flottement du taux lombard

Avec effet au 26 mai 1989, la Banque nationale a introduit un système de taux lombard flottant. Depuis, ce taux est adapté quotidiennement à l'évolution des rémunérations servies sur le marché. La Banque nationale désire ainsi s'assurer que les avances sur nantissement restent réservées à la couverture de besoins exceptionnels de liquidités par les banques.

