

**Geld, Wahrung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No. 3  
September / septembre 1994**



## Inhalt / Table des matières

---

Übersicht	181
Sommaire	182
Sommario	183
Abstracts	184
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	185
Situation économique et monétaire	209
<hr/>	
Markus Lusser:	
Die Schweiz im Internationalen Währungs-	
fonds – Überlegungen zum 50jährigen	
Bestehen der Bretton Woods-Institutionen	235
<hr/>	
Andreas M. Fischer und Michel Peytrignet:	
Geldmengenaggregate: Was bringt die Aus-	
klammerung der Termingelder?	243
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	253
Chronique monétaire	253

---



# Übersicht

---

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 185–208)**

Im zweiten Quartal 1994 gewann die Konjunkturerholung in den OECD-Ländern an Kraft. Die wirtschaftliche Lage verbesserte sich auf dem europäischen Kontinent spürbar, und auch in Japan wurden Zeichen einer Stabilisierung sichtbar. In den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien setzte sich das robuste und breit abgestützte Wirtschaftswachstum fort. Während die Arbeitslosenquote in diesen beiden Ländern weiter zurückging, verharrte sie in den kontinentaleuropäischen EU-Ländern auf hohem Niveau. Die Inflationsrate blieb im OECD-Raum tief. Angesichts des anhaltend starken Wirtschaftswachstums erhöhten die amerikanischen Währungsbehörden die kurzfristigen Zinssätze erneut, um damit einer konjunkturellen Überhitzung vorzubeugen. Dagegen lockerten die meisten europäischen Zentralbanken, darunter insbesondere die Deutsche Bundesbank, ihre Geldpolitik nochmals leicht. In der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung im zweiten Quartal fort. Im Unterschied zu den Vorquartalen gingen die positiven Impulse von der Binnennachfrage, vor allem der Investitionstätigkeit, aus. Dagegen bildeten sich die Exporte gegenüber der Vorperiode zurück. Nachdem sich der Beschäftigungsrückgang in den letzten Quartalen verlangsamt hatte, wurden im zweiten Quartal wieder verstärkt Arbeitsplätze abgebaut. Dennoch sank die Zahl der Arbeitslosen erneut. Die Jahresteuierung ging stark zurück und blieb im Juli und August unter einem Prozent. Die kurzfristigen Zinssätze zogen im April und Mai leicht an und verharrten bis August auf dem höheren Niveau. Parallel dazu stiegen auch die langfristigen Sätze. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge wuchs im zweiten Quartal etwas langsamer als zu Jahresbeginn. Sie entwickelte sich damit gemäss der Prognose der Nationalbank. Für das dritte Quartal rechnete die Nationalbank mit einer weiteren Abschwächung des Geldmengenwachstums.

## **Die Schweiz im Internationalen Währungsfonds (S. 235–242)**

Gemessen an seinen Zielen war der Internationale Währungsfonds (IWF) erfolgreich. Der Welthandel und das Produktionsvolumen vervielfachten sich seit der Gründung. Dies ist allerdings nicht nur das Verdienst des IWF, wie die erheblichen regionalen Unterschiede belegen. Die Ausgangslage für die Zukunft wird durch fünf Tendenzen charakterisiert: die wachsende Bedeutung der Entwicklungs- und Transitionsländer, einen steigenden Finanzierungsbedarf, die Aufteilung der Welt in drei Währungsblöcke, die weltweite Vorherrschaft der Marktwirtschaft und eine erhöhte Mobilität von Arbeit und Kapital. Für die künftige Tätigkeit des IWF – die Gestaltung der Währungsordnung, die Finanzierungs- und die technische Hilfe – ergeben sich daraus neue Herausforderungen. Den Abschluss des Referates bildet eine erste Bilanz der Erfahrungen der Schweiz in den ersten zwei Jahren ihrer Mitgliedschaft im IWF.

## **Geldmengenaggregate: Was bringt die Ausklammerung der Termingelder? (S. 243–252)**

Die Zusammensetzung der breiten Geldmengenaggregate veränderte sich im Lauf der Zeit aufgrund des starken Wachstums der Termingelder. Dies kann ein Grund für die bei der Schätzung der  $M_3$ -Nachfrage festgestellten Stabilitätsprobleme sein. Dieser Beitrag fasst Untersuchungen über ein alternatives Geldmengenaggregat –  $M_{1B}$  – zusammen, das als  $M_3$  minus Termingelder definiert wird. Es kann gezeigt werden, dass  $M_{1B}$  eine stabile langfristige Beziehung zum Preisniveau, Realeinkommen und zur Rendite der Bundesobligationen aufweist.  $M_{1B}$  liefert damit nützliche Informationen für die langfristige Orientierung der Geldpolitik.

# Sommaire

---

## **Situation économique et monétaire (p. 185–234)**

Au deuxième trimestre, la reprise économique a gagné en vigueur dans la zone de l'OCDE. Une amélioration sensible de la conjoncture a été observée sur le continent européen, tandis que des signes de stabilisation sont apparus au Japon. La croissance est restée solide et fondée sur des bases bien diversifiées aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Les taux de chômage ont continué leur mouvement de repli dans ces deux pays, mais se sont maintenus à des niveaux élevés dans la partie continentale de l'UE. Quant à l'inflation, elle est restée modérée dans la zone de l'OCDE. Les autorités monétaires américaines, étant donné la croissance économique toujours forte, ont relevé une nouvelle fois les taux d'intérêt à court terme pour prévenir une surchauffe de la conjoncture. En revanche, la Banque fédérale d'Allemagne et les banques centrales de la plupart des autres pays européens ont encore assoupli légèrement leur politique monétaire.

En Suisse, la reprise de la conjoncture a continué au deuxième trimestre. Contrairement aux trimestres précédents, les impulsions sont venues de la demande intérieure, principalement des investissements. Les exportations ont en effet fléchi d'un trimestre à l'autre. Après avoir marqué un ralentissement pendant plusieurs trimestres, la diminution de l'emploi s'est de nouveau accélérée. Le nombre des chômeurs s'est néanmoins replié, au deuxième trimestre également. Le taux annuel de renchérissement a fortement reculé, puis est resté inférieur à 1%, en juillet comme en août. Les taux d'intérêt à court terme, qui ont légèrement augmenté en avril et en mai, se sont ensuite stabilisés jusqu'en août. Les taux à long terme ont eux aussi enregistré une hausse. Au deuxième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée a progressé à un rythme un peu plus lent qu'au début de l'année. Son évolution a ainsi correspondu aux prévisions de la Banque nationale. Pour le troisième trimestre, l'institut d'émission s'attend à un nouvel affaiblissement de la croissance de l'agrégat.

## **La Suisse et le Fonds monétaire international (p. 235–242)**

Le Fonds monétaire international (FMI) a atteint ses principaux objectifs. En volume, la production mondiale et le commerce international se sont en effet fortement accrues depuis sa fondation. Tout le mérite n'en revient toutefois pas au FMI, comme le montrent les écarts considérables qui existent d'un pays ou d'une région à l'autre. En ce qui concerne l'avenir, cinq tendances se dégagent: l'importance croissante des pays en développement et en transition, les besoins de financement en expansion, la répartition du monde en trois blocs monétaires, la suprématie de l'économie de marché et la mobilité toujours plus forte du travail et du capital. Il en résultera de nouveaux défis que le FMI aura à relever dans son activité, que ce soit dans l'aménagement de l'ordre monétaire international ou dans ses aides financières et techniques. L'exposé s'achève par un premier bilan des expériences faites par la Suisse au cours des deux premières années de participation au FMI.

## **Agrégats monétaires: Qu'apporte l'exclusion des dépôts à terme? (p. 243–252)**

Au cours des années, le poids des composantes des agrégats monétaires répondant aux définitions les plus larges s'est modifié du fait de la forte expansion des dépôts à terme. Cela peut expliquer en partie les problèmes de stabilité observés dans l'estimation de la demande de  $M_3$ . L'article résume les travaux de recherches sur  $M_{1B}$ , un autre agrégat formé des mêmes composantes que  $M_3$ , à l'exception des dépôts à terme. Il montre l'existence de liens stables à long terme entre, d'une part,  $M_{1B}$  et, d'autre part, le niveau des prix, le revenu réel ainsi que le rendement des emprunts fédéraux.  $M_{1B}$  fournit ainsi d'utiles informations pour la conduite, à long terme, de la politique monétaire.

## Sommario

---

### **Situazione economica e monetaria (p. 185–234)**

Nel secondo trimestre del 1994, la ripresa economica nei paesi dell'OCSE si è fatta più vigorosa. Nell'Europa continentale la situazione economica è sensibilmente migliorata e anche in Giappone si sono avvertiti segni di stabilizzazione. La robusta e ben fondata crescita economica negli Stati Uniti e in Gran Bretagna è proseguita. In questi due paesi, il tasso di disoccupazione ha continuato a calare, mentre è rimasto alto nei paesi dell'UE dell'Europa continentale. Il tasso d'inflazione nella zona OCSE si è mantenuto a basso livello. Vista la forte e duratura espansione economica, le autorità monetarie statunitensi hanno nuovamente aumentato i tassi d'interesse a breve per prevenire un eventuale surriscaldamento economico. La maggior parte delle banche centrali europee, tra cui in particolare la Deutsche Bundesbank, ha invece ancora allentato leggermente la propria politica monetaria.

In Svizzera la ripresa economica è continuata nel secondo trimestre. A differenza di quanto osservato nei trimestri precedenti, gli impulsi positivi sono provenuti dalla domanda interna, in particolare dagli investimenti. Le esportazioni sono invece diminuite rispetto al periodo precedente. La diminuzione dei posti di lavoro, che si era rallentata durante gli ultimi trimestri, si è di nuovo accelerata nel corso del trimestre osservato. Nonostante questo il numero dei disoccupati si è nuovamente ridotto. Il rincaro annuo è fortemente diminuito: nei mesi di luglio e agosto era inferiore all'uno per cento. I tassi d'interesse a breve sono leggermente aumentati in aprile e maggio, mantenendo questo livello più alto fino in agosto. Parallelamente sono aumentati anche quelli a lunga scadenza. Durante il secondo trimestre, la base monetaria destagionalizzata è cresciuta un po' più lentamente che ad inizio d'anno, seguendo così lo sviluppo pronosticato dalla Banca nazionale. Per il terzo trimestre, la Banca nazionale prevede un ulteriore rallentamento della crescita monetaria.

### **La Svizzera membro del Fondo monetario internazionale (p. 235–242)**

Il Fondo monetario internazionale ha perseguito i suoi obiettivi con un certo successo. Da quando è stato fondato, il volume mondiale degli scambi e della produzione hanno registrato un considerevole incremento. Il merito non spetta tuttavia soltanto al FMI. Ne sono una prova le notevoli differenze regionali. Cinque tendenze caratterizzano la situazione di partenza per il futuro: la crescente importanza dei paesi in via di sviluppo e di quelli in transizione, il sempre maggior fabbisogno di finanziamenti, la suddivisione del mondo in tre blocchi monetari, la supremazia su scala mondiale dell'economia di mercato e la maggiore mobilità del lavoro e del capitale. Per l'attività futura del FMI – l'ordinamento monetario, l'aiuto finanziario e quello tecnico – ne derivano nuove sfide. L'articolo si chiude con un primo bilancio dei due anni di appartenenza della Svizzera al FMI.

### **Aggregati monetari: A che serve escludere gli averi a termine? (p. 243–252)**

La composizione dei grandi aggregati monetari si modifica nel corso del tempo in seguito alla forte crescita degli averi a termine. Ciò potrebbe essere una causa dei problemi di stabilità riscontrati nella stima della domanda di  $M_3$ . In questo testo si riassumono studi relativi a un eventuale nuovo aggregato monetario  $M_{1B}$ , definito come  $M_3$  meno gli averi a termine. Si dimostra che il rapporto tra  $M_{1B}$  e il livello dei prezzi, il reddito reale e il rendimento delle obbligazioni della Confederazione è stabile a lungo termine.  $M_{1B}$  fornisce perciò informazioni utili per l'orientamento a lunga scadenza della politica monetaria.

## Abstracts

---

### **Economic and monetary developments (pp. 185–234)**

In the second quarter of 1994, business activity in the OECD countries gained renewed momentum. On the European continent the economic situation improved markedly, and in Japan, too, there were visible signs of a stabilisation. In the United States and the United Kingdom the vigorous and widespread economic growth continued. While the unemployment rate declined even further in these two countries, it stayed at a persistently high level in the EU countries of continental Europe. The inflation rate remained low in the OECD countries. Given the sustained strength of economic growth, the US monetary authorities again raised short-term interest rates in order to prevent overheating. By contrast, most European central banks, including in particular the Deutsche Bundesbank, once more slightly relaxed the monetary reins. In Switzerland, the economic recovery continued in the second quarter. Unlike in the preceding quarters, positive stimuli emanated from domestic demand, notably from investment activity. Exports, on the other hand, fell below the level of the previous period. Following a slowdown in the fall of employment levels in the last quarters, more jobs were again cut in the second quarter. Nevertheless, the number of unemployed persons declined once more. Annual inflation fell steeply, to below one percent in July and August. Short-term interest rates moved up slightly in April and May, remaining at the higher level until August. Long-term rates also rose in line with short-term rates. The seasonally adjusted monetary base expanded somewhat less rapidly in the second quarter than at the beginning of the year. It thus developed in keeping with the SNB's forecast. In the third quarter, the Swiss National Bank again expected weaker growth of the money supply.

### **Switzerland in the International Monetary Fund (pp. 235–242)**

Measured by its objectives, the International Monetary Fund (IMF) has proved a success. The volume of production and world trade have increased several times over since the Fund's establishment. That, however, is not solely of the IMF's own making, as shown by the considerable regional differences. The outlook for the future is characterised by five trends: the growing significance of the LDCs and the transition countries, increasing financing needs, the division of the world into three currency blocs, the worldwide predominance of the market economy, and greater mobility of labour and capital. This situation leads to new challenges for the IMF in its future activity – devising a monetary order, financing and technical assistance. The paper ends with a primary assessment of Switzerland's experience in the first two years of IMF membership.

### **Money supply aggregates: The implications of excluding time deposits (pp. 243–252)**

In the course of time, the composition of the broad money supply aggregates has changed due to the rapid growth of time deposits. This may be a reason for the stability problems that came to light during an assessment of the demand for the money stock  $M_3$ . The contribution summarises studies on an alternative money supply aggregate –  $M_{1B}$ , which is defined as  $M_3$  minus time deposits. It may be shown that  $M_{1B}$  exhibits a stable long-term connection with the price level, real income and federal bond yields.  $M_{1B}$  thus supplies useful information for the long-term orientation of monetary policy.

# Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 16. September 1994\*

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

### 1. Ausland

#### Konjunkturentwicklung

Im zweiten Quartal 1994 gewann die wirtschaftliche Erholung im OECD-Raum weiter an Kraft, und die konjunkturellen Unterschiede zwischen den grossen Industrieländern wurden kleiner. Nachdem sich die amerikanische und die britische Wirtschaft seit einiger Zeit auf einem robusten Wachstumspfad befinden, verbesserte sich die Konjunkturlage auch auf dem europäischen Kontinent spürbar. In Deutschland, Frankreich und Italien nahm die Industrieproduktion kräftig zu, und die Unternehmen schätzten die Konjunkturaussichten deutlich optimistischer ein als zu Jahresbeginn. In allen drei Ländern belebte sich die Investitionstätigkeit. Sie bildete neben dem Export die wichtigste Konjunkturstütze. Dagegen hielt die Stagnation des privaten Konsums an, und auch vom öffentlichen Konsum gingen kaum positive Impulse aus. In Japan mehrten sich die Zeichen einer konjunkturellen Stabilisierung. Der private Konsum und die Exporte zogen an, doch blieb die Investitionstätigkeit vor allem im gewerblichen Bau gedrückt.

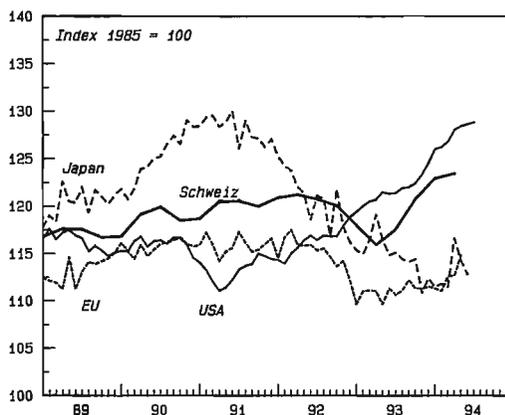
Mitte Jahr revidierte die OECD ihre Wachstumsprognose für das Jahr 1994 leicht nach oben. Sie rechnet nun mit einem durchschnittlichen Anstieg des realen Bruttosozialprodukts der OECD-Länder von 2,6%, gegenüber 2,1% im Dezember 1993.

\* Der Bericht wurde Mitte August abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Mai, Juni und Juli 1994 bekannt wurden. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum Aussenhandel von Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien sind wegen statistischer Umstellungen verspätet verfügbar.

In den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien führte die steigende Beschäftigung zu einem weiteren Rückgang der Arbeitslosenquote. In Deutschland und Frankreich stieg die Zahl der Arbeitslosen etwas weniger stark als in den Vorquartalen. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote verharrte in der Europäischen Union (EU) auf hohem Niveau (Juni: 11,3%).

Die Teuerung blieb im OECD-Raum unverändert tief. Im Durchschnitt der OECD-Länder (ohne Türkei) betrug sie im Juni 2,4%, gegenüber 2,5% im März.

#### Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

#### Wirtschaftspolitik

Die amerikanischen Währungsbehörden strafften ihre Geldpolitik weiter, um einer konjunkturellen Überhitzung und der damit verbundenen Inflationsgefahr entgegenzuwirken. Mitte Mai und Mitte August erhöhten sie den Diskontsatz und den Satz für Federal Funds um insgesamt je einen Prozentpunkt auf 4 bzw. 4,75%. Die japanischen und britischen Währungsbehörden liessen ihre Geldpolitik

unverändert, während die Deutsche Bundesbank und die Banque de France die Zinssätze nochmals leicht senkten. Auch die meisten übrigen EWS-Länder verringerten ihre offiziellen Zinssätze. Nachdem die italienische Zentralbank ihre Geldpolitik im zweiten Quartal zunächst ebenfalls weiter gelockert hatte, hob sie den Diskontsatz Mitte August um einen halben Prozentpunkt an, um den anhaltenden Kursrückgang der Lira zu bremsen. Gleichzeitig erhöhte auch die schwedische Reichsbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt, um die Schwedenkrone zu stützen und die wachsende Inflationsgefahr zu bannen. Es handelte sich in diesen beiden Ländern um die erste Satzerhöhung seit der Aufgabe der Wechselkursbindung im Herbst 1992.

Während die kurzfristigen Zinssätze in den meisten Ländern leicht zurückgingen, stiegen die langfristigen Renditen weiter. In den Vereinigten Staaten wirkten sich neben dem kräftigen Wirtschaftswachstum auch die anhaltenden Inflationsbefürchtungen zinssteigernd aus. In Europa fiel dagegen die verstärkte Beanspruchung des Kapitalmarktes durch die öffentliche Hand ins Gewicht.

Das amerikanische Staatsdefizit dürfte im Fiskaljahr 1994 dank der günstigen konjunkturellen Entwicklung leicht unter dem budgetierten Wert liegen. Mit einem Anteil von 2,6% des Bruttoinlandsprodukts liegt es weit unter demjenigen der europäischen OECD-Länder. Gemäss Schätzungen der OECD beträgt dieser Anteil im Jahre 1994 6,1%; er bildete sich damit gegenüber dem Vorjahr leicht zurück. Infolge der in den meisten europäischen Ländern ergriffenen Sanierungsmassnahmen verminderten sich insbesondere die strukturellen Defizite geringfügig.

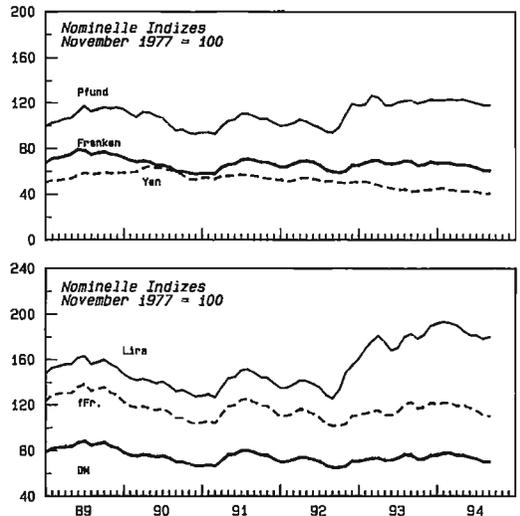
**Devisenmarkt**

An den internationalen Devisenmärkten stand im zweiten Quartal die anhaltende Schwäche des amerikanischen Dollars im Vordergrund. Im Europäischen Währungssystem (EWS) veränderte sich die Lage nur wenig.

Der Dollar schwächte sich gegenüber allen wichtigen Währungen weiter ab. Gegenüber der D-

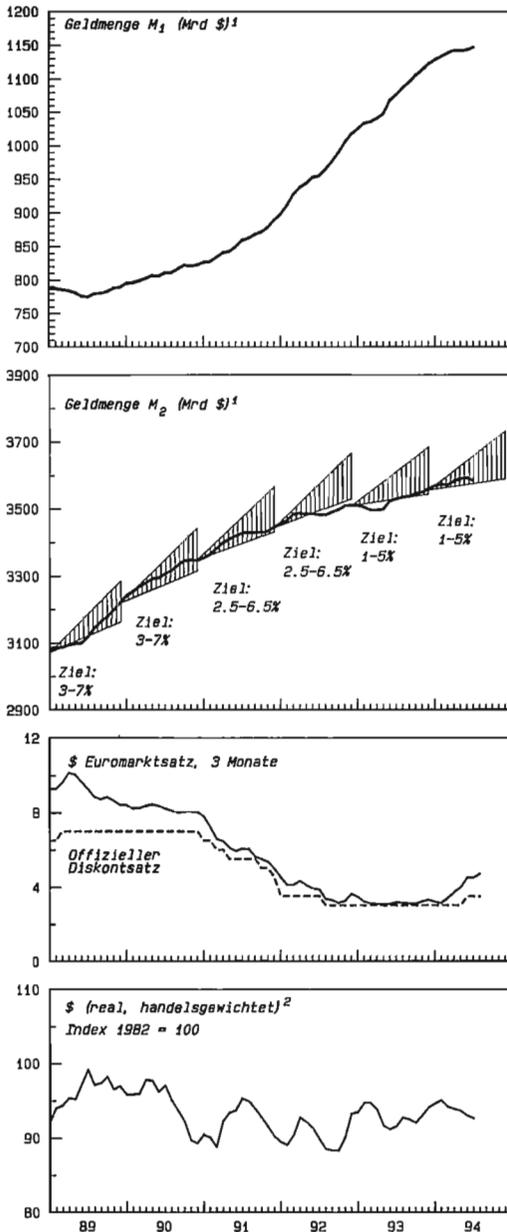
Mark verlor er von April bis Mitte Juli knapp 10%, gegenüber dem japanischen Yen rund 5% an Wert. Mit 97,3 Yen pro Dollar erreichte er in der ersten Julihälfte einen historischen Tiefststand. Zur Stützung des Dollars intervenierten die amerikanischen Währungsbehörden gemeinsam mit anderen Zentralbanken am Devisenmarkt, ohne jedoch den Kursrückgang aufhalten zu können. Erst in der zweiten Julihälfte erholte sich die amerikanische Währung etwas. Als Ursache der hartnäckigen Dollarschwäche gelten unter anderem das wachsende amerikanische Handelsbilanzdefizit, die latenten Inflationsängste sowie der Vertrauensverlust der Märkte in die amerikanische Wirtschaftspolitik.

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



Im Wechselkursmechanismus des EWS erhöhte sich die Schwankungsbreite zwischen der stärksten und der schwächsten Währung im zweiten Quartal von rund 4% auf 7%; gegen Ende der Periode verringerte sie sich wieder auf weniger als 5%. Das irische Pfund wurde vom holländischen Gulden als stärkste Währung abgelöst. Die spanische Peseta vermochte nur kurzfristig vom tourismusbedingten Devisenzufluss zu profitieren und blieb zusammen mit dem portugiesischen Escudo schwächste Währung im System. Der französische Franc bewegte sich in seiner früheren D-

**Grafik 3: Vereinigte Staaten**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

ken indessen die Anträge für Hypothekendarlehen, was auf eine abgeschwächte Nachfrage im Wohnungsbau hinweisen dürfte. Angesichts der aussergewöhnlich hohen Überstundenzahl kann mit einer weiteren Beschäftigungszunahme gerechnet werden.

Das Defizit der Handels- und Dienstleistungsbilanz erhöhte sich im zweiten Quartal weiter.<sup>1</sup> Es betrug saisonbereinigt 27,4 Mrd. Dollar, gegenüber 24,3 Mrd. im Vorquartal und 19,1 Mrd. ein Jahr zuvor. Der Anstieg des Defizits ist hauptsächlich auf die konjunkturbedingt stark wachsenden Importe zurückzuführen. Im Handelskonflikt mit Japan kam bis Ende Juli keine Vereinbarung über die Öffnung der öffentlichen Submissionsverfahren in Japan für ausländische Anbieter zustande. Die Vereinigten Staaten kündigten Sanktionen an, falls Japan bis Ende September nicht einlenkt.

Die Teuerung schwächte sich im zweiten Quartal nochmals leicht ab. Die Konsumentenpreise lagen um 2,4% über dem Vorjahresstand. Auch die ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise gemessene Kernrate der Teuerung sank geringfügig auf 2,8%. Die Inflationsängste blieben indessen bestehen, da sich im zweiten Quartal insbesondere die Produzentenpreise auf Zwischenproduktstufe sowie der Preisindex der Einkäufervereinigung stark erhöhte.

Die amerikanische Regierung präsentierte im Juli das revidierte Budget für das im Oktober beginnende Fiskaljahr 1995 sowie die Budgetperspektiven für die folgenden Jahre. Im Fiskaljahr 1994 dürfte sich das Haushaltsdefizit des Bundes auf 220 Mrd. Dollar belaufen; es liegt damit rund 40 Mrd. unter dem ursprünglich budgetierten Wert. Der unerwartete Rückgang des Defizits ist hauptsächlich den konjunkturbedingt höheren Steuereinnahmen zu verdanken. Der Voranschlag sieht für 1995 einen weiteren Abbau des Defizits auf 167 Mrd. Dollar bzw. 2,4% des Bruttoinlandprodukts vor. Zur Verbesserung gegenüber dem Fiskaljahr 1994 trägt vor allem der Rückgang des strukturellen Budgetdefizits bei. Von 1996 bis 1999 soll das Bundesdefizit gemäss den Projektionen im

<sup>1</sup> Seit Juni 1994 wird die amerikanische Handelsbilanz einschliesslich der Dienstleistungen publiziert.

Gleichschritt mit dem nominellen Bruttoinlandprodukt wachsen; eine weitere Senkung des strukturellen Defizits ist nicht vorgesehen.

Die amerikanische Notenbank straffte die Geldpolitik weiter, um einer Konjunkturüberhitzung vorzubeugen. Der Offenmarktausschuss hob den Satz für Federal Funds sowie den Diskontsatz am 17. Mai um je 0,5 Prozentpunkt auf 4,25 bzw. 3,5% an. Am 16. August folgte eine weitere Zinserhöhung auf 4,75% bzw. 4%. Der Dreimonatssatz für Eurodollar stieg von März bis August um einen Prozentpunkt auf 4,9%, während sich der Satz für zehnjährige Staatspapiere etwas weniger stark auf 7,5% erhöhte.

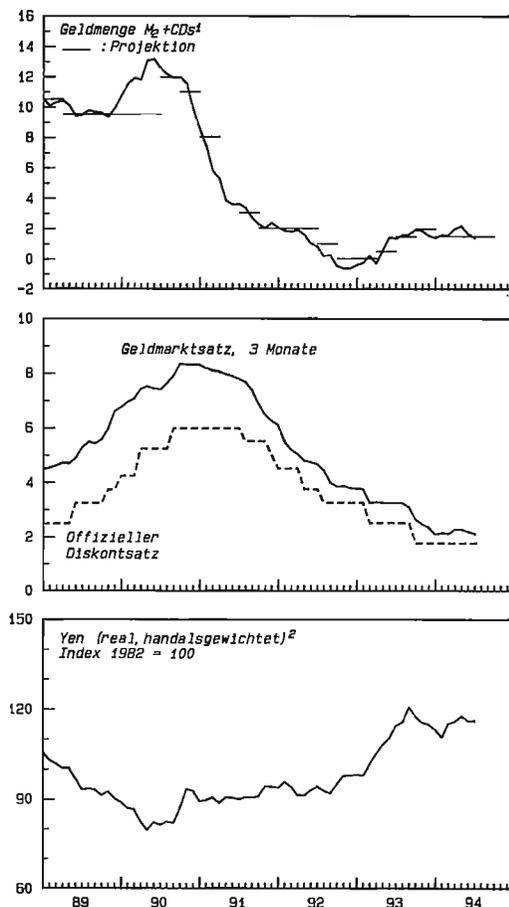
Die Geldmenge  $M_1$  wuchs mit 7,5% deutlich weniger stark als in den Vorquartalen, da die höheren Geldmarktsätze Umschichtungen von den Sicht- in die Termineinlagen auslösten. Die Geldmengenaggregate  $M_2$  und  $M_3$  nahmen gegenüber dem vierten Quartal 1993 um 1,7% bzw. 0,1% zu. Sie befanden sich damit weiterhin am unteren Rand der Zieltrichter von 1–5% für  $M_2$  und 0–4% für  $M_3$ .

## Japan

Die japanische Wirtschaft zeigt seit Anfang 1994 Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung. Im ersten Quartal stieg das reale Bruttosozialprodukt gegenüber der Vorperiode um 1% und stagnierte damit gegenüber dem Vorjahr. Das Ergebnis des ersten Quartals ist allerdings mit Vorsicht zu interpretieren, da Unternehmen wie öffentliche Haushalte im Hinblick auf das am 31. März auslaufende Fiskaljahr die Abschlüsse durch vorgezogene Fakturierung und Sonderbedingungen aufzubessern trachteten. Der private Konsum, der von den Sonderrabatten des Handels profitierte, nahm dadurch deutlich zu, und auch die Staatsausgaben sowie die Exporte expandierten kräftig. Dagegen gingen die Unternehmensinvestitionen und der Wohnungsbau zurück.

Im zweiten Quartal setzte sich die Erholung verhalten fort. Die Industrieproduktion nahm gegenüber dem Vorquartal zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal zu; sie lag aber immer noch um 2% tiefer als vor Jahresfrist. Die Kapazitätsauslastung stieg leicht von 70,4% auf 70,6% an. Der

Grafik 4: Japan

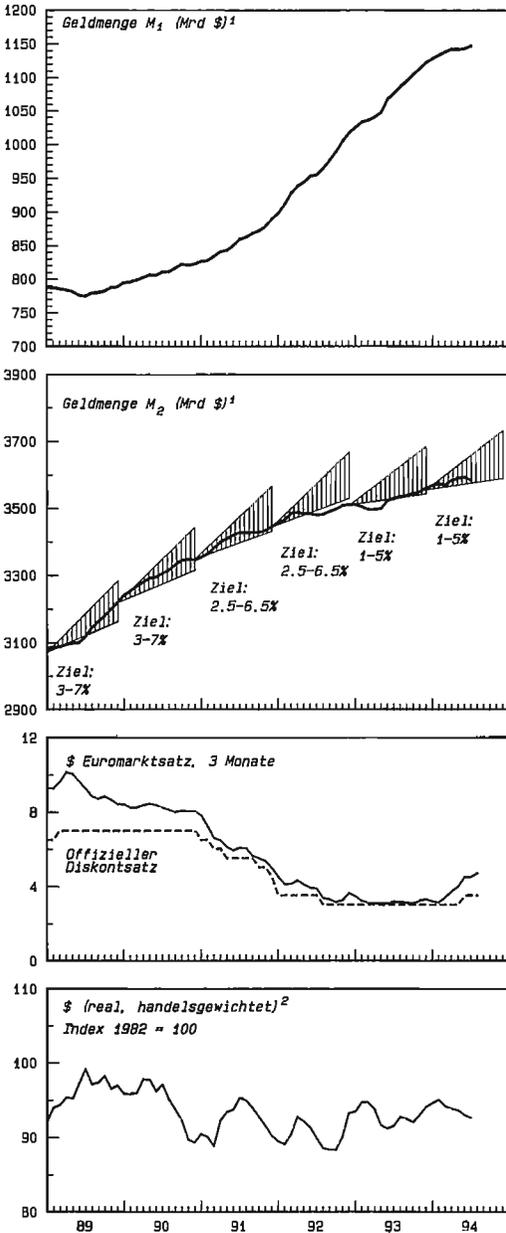


<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode; die Projektionen werden quartalsweise festgelegt (Quelle: Bank of Japan)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

private Konsum profitierte vom aussergewöhnlich günstigen Wetter. Gemäss der im Mai durchgeführten vierteljährlichen Unternehmensumfrage der japanischen Zentralbank schätzten die verarbeitende Industrie und der Dienstleistungssektor die Konjunkturaussichten etwas weniger pessimistisch ein als zuvor. Die Bestellungen von Ausrüstungsgütern gingen nur noch wenig zurück. Während die Zahl der begonnenen Wohnbauten weiter kräftig zunahm, verringerte sich die Nachfrage im anteilmässig dominierenden gewerblich-industriellen Bau nochmals.

**Grafik 3: Vereinigte Staaten**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

ken indessen die Anträge für Hypothekendarlehen, was auf eine abgeschwächte Nachfrage im Wohnungsbau hinweisen dürfte. Angesichts der aussergewöhnlich hohen Überstundenzahl kann mit einer weiteren Beschäftigungszunahme gerechnet werden.

Das Defizit der Handels- und Dienstleistungsbilanz erhöhte sich im zweiten Quartal weiter.<sup>1</sup> Es betrug saisonbereinigt 27,4 Mrd. Dollar, gegenüber 24,3 Mrd. im Vorquartal und 19,1 Mrd. ein Jahr zuvor. Der Anstieg des Defizits ist hauptsächlich auf die konjunkturbedingt stark wachsenden Importe zurückzuführen. Im Handelskonflikt mit Japan kam bis Ende Juli keine Vereinbarung über die Öffnung der öffentlichen Submissionsverfahren in Japan für ausländische Anbieter zustande. Die Vereinigten Staaten kündigten Sanktionen an, falls Japan bis Ende September nicht einlenkt.

Die Teuerung schwächte sich im zweiten Quartal nochmals leicht ab. Die Konsumentenpreise lagen um 2,4% über dem Vorjahresstand. Auch die ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise gemessene Kernrate der Teuerung sank geringfügig auf 2,8%. Die Inflationsängste blieben indessen bestehen, da sich im zweiten Quartal insbesondere die Produzentenpreise auf Zwischenproduktstufe sowie der Preisindex der Einkäufervereinigung stark erhöhte.

Die amerikanische Regierung präsentierte im Juli das revidierte Budget für das im Oktober beginnende Fiskaljahr 1995 sowie die Budgetperspektiven für die folgenden Jahre. Im Fiskaljahr 1994 dürfte sich das Haushaltsdefizit des Bundes auf 220 Mrd. Dollar belaufen; es liegt damit rund 40 Mrd. unter dem ursprünglich budgetierten Wert. Der unerwartete Rückgang des Defizits ist hauptsächlich den konjunkturbedingt höheren Steuereinnahmen zu verdanken. Der Vorschlag sieht für 1995 einen weiteren Abbau des Defizits auf 167 Mrd. Dollar bzw. 2,4% des Bruttoinlandprodukts vor. Zur Verbesserung gegenüber dem Fiskaljahr 1994 trägt vor allem der Rückgang des strukturellen Budgetdefizits bei. Von 1996 bis 1999 soll das Bundesdefizit gemäss den Projektionen im

<sup>1</sup> Seit Juni 1994 wird die amerikanische Handelsbilanz einschliesslich der Dienstleistungen publiziert.

Gleichschritt mit dem nominellen Bruttoinlandprodukt wachsen; eine weitere Senkung des strukturellen Defizits ist nicht vorgesehen.

Die amerikanische Notenbank straffte die Geldpolitik weiter, um einer Konjunkturüberhitzung vorzubeugen. Der Offenmarktausschuss hob den Satz für Federal Funds sowie den Diskontsatz am 17. Mai um je 0,5 Prozentpunkt auf 4,25 bzw. 3,5% an. Am 16. August folgte eine weitere Zinserhöhung auf 4,75% bzw. 4%. Der Dreimonatssatz für Eurodollar stieg von März bis August um einen Prozentpunkt auf 4,9%, während sich der Satz für zehnjährige Staatspapiere etwas weniger stark auf 7,5% erhöhte.

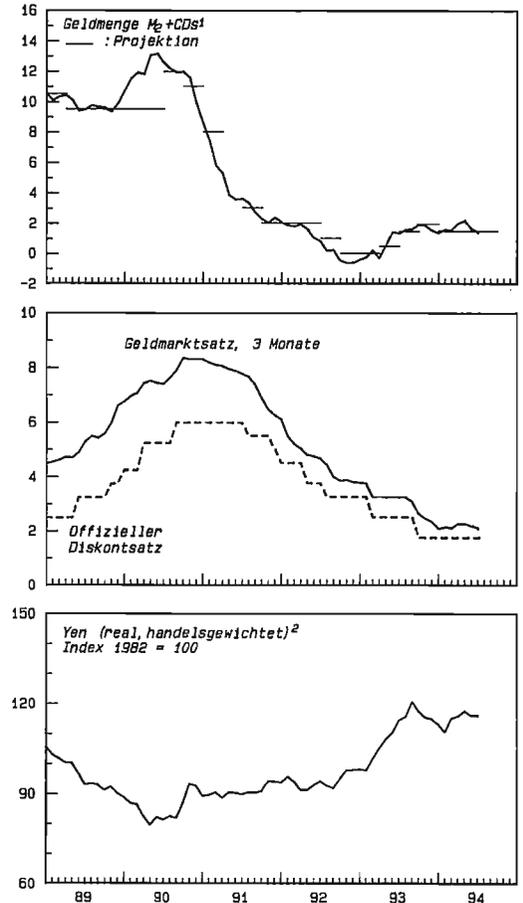
Die Geldmenge  $M_1$  wuchs mit 7,5% deutlich weniger stark als in den Vorquartalen, da die höheren Geldmarktsätze Umschichtungen von den Sicht- in die Termineinlagen auslösten. Die Geldmengengaggregate  $M_2$  und  $M_3$  nahmen gegenüber dem vierten Quartal 1993 um 1,7% bzw. 0,1% zu. Sie befanden sich damit weiterhin am unteren Rand der Zieltrichter von 1–5% für  $M_2$  und 0–4% für  $M_3$ .

## Japan

Die japanische Wirtschaft zeigt seit Anfang 1994 Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung. Im ersten Quartal stieg das reale Bruttoinlandsprodukt gegenüber der Vorperiode um 1% und stagnierte damit gegenüber dem Vorjahr. Das Ergebnis des ersten Quartals ist allerdings mit Vorsicht zu interpretieren, da Unternehmen wie öffentliche Haushalte im Hinblick auf das am 31. März auslaufende Fiskaljahr die Abschlüsse durch vorgezogene Fakturierung und Sonderbedingungen aufzubessern trachteten. Der private Konsum, der von den Sonderrabatten des Handels profitierte, nahm dadurch deutlich zu, und auch die Staatsausgaben sowie die Exporte expandierten kräftig. Dagegen gingen die Unternehmensinvestitionen und der Wohnungsbau zurück.

Im zweiten Quartal setzte sich die Erholung verhalten fort. Die Industrieproduktion nahm gegenüber dem Vorquartal zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal zu; sie lag aber immer noch um 2% tiefer als vor Jahresfrist. Die Kapazitätsauslastung stieg leicht von 70,4% auf 70,6% an. Der

Grafik 4: Japan



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

private Konsum profitierte vom aussergewöhnlich günstigen Wetter. Gemäss der im Mai durchgeführten vierteljährlichen Unternehmensumfrage der japanischen Zentralbank schätzten die verarbeitende Industrie und der Dienstleistungssektor die Konjunkturaussichten etwas weniger pessimistisch ein als zuvor. Die Bestellungen von Ausrüstungsgütern gingen nur noch wenig zurück. Während die Zahl der begonnenen Wohnbauten weiter kräftig zunahm, verringerte sich die Nachfrage im anteilmässig dominierenden gewerblich-industriellen Bau nochmals.

Die Situation auf dem Arbeitsmarkt blieb nahezu unverändert. Die Arbeitslosenquote betrug wie im ersten Quartal 2,9%; dagegen verschlechterte sich das Verhältnis zwischen offenen Stellen und Arbeitsuchenden wieder etwas.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung sank gegenüber dem Vorquartal von 1,2% auf 0,8%. Die Kernrate, die die Preise für frische Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, fiel leicht auf 0,8%.

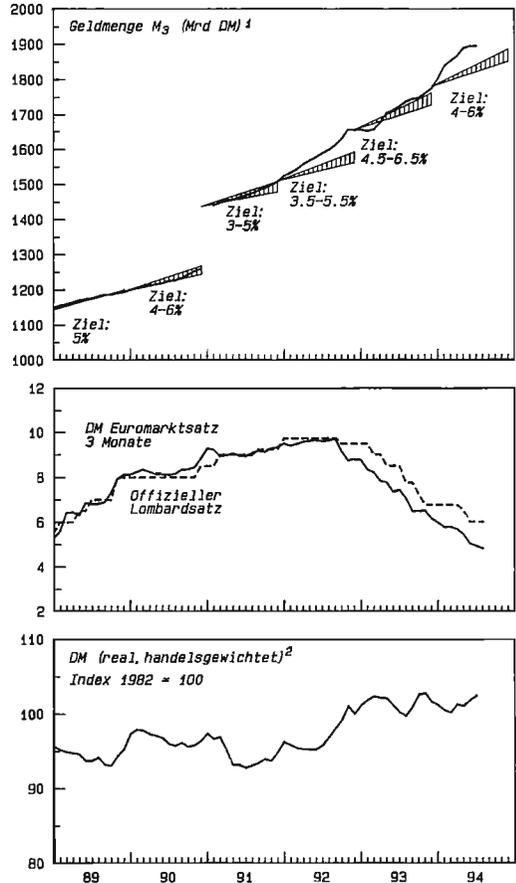
Der Überschuss der Handels- und der Ertragsbilanz erhöhte sich im zweiten Quartal nochmals leicht. Die starke Yen-Aufwertung bewirkte noch keinen Rückgang des Überschusses, sondern lediglich eine Verlangsamung des Zuwachses. Die Importmengen nahmen zwar deutlich zu und überstiegen den Vorjahresstand um fast 14%. Die Exporte begannen indessen insbesondere wegen der kräftigen Nachfrage aus den Vereinigten Staaten ebenfalls wieder anzuziehen.

Die japanische Zentralbank liess die Geldpolitik im zweiten Quartal unverändert. Der Tagesgeldsatz verharrte bei 2,2%. Wie in den anderen Industrieländern stiegen die Kapitalmarkttrenditen weiter. Der Satz für zehnjährige Staatspapiere erhöhte sich von 4,2% im März auf 4,6% im August. Der Yen setzte seinen Höhenflug fort und erreichte im Juli sowohl gegenüber dem Dollar als auch auf handelsgewichteter Basis neue Höchstwerte. Die Bank von Japan versuchte – allerdings erfolglos – durch wiederholte Interventionen am Devisenmarkt, den Anstieg des Yen zu bremsen. Der Aktienmarkt tendierte seitwärts, da sich die Anzeichen für eine Konjunkturbelebung und höhere Zinsen in ihrer Wirkung neutralisierten. Die Geldmenge  $M_2+CD$  übertraf im zweiten Quartal den Vorjahresstand um 1,8%. Für das dritte Quartal legte die Bank von Japan die Projektion auf 1–2% fest.

## Deutschland

Im ersten Quartal 1994 stieg das reale Bruttoinlandsprodukt in den alten Bundesländern gegenüber der Vorperiode um 0,5%, nachdem es im vierten Quartal 1993 leicht zurückgegangen war. Im Vorjahresvergleich nahm es deutlich zu (+2,2%), wobei allerdings vor einem Jahr ein besonders

Grafik 5: Deutschland



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; ab 1991: einschliesslich der Neuen Bundesländer; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Deutsche Bundesbank)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

schwerer Einbruch zu verzeichnen gewesen war. Die Erholung stützte sich im ersten Quartal vor allem auf die Bauinvestitionen sowie auf die Exporte. Die Ausrüstungsinvestitionen, die in den letzten zwei Jahren geschumpft waren, belebten sich ebenfalls. Dagegen stagnierte der private Konsum wiederum, und der Staatsverbrauch war rückläufig.

Im zweiten Quartal hellte sich die Konjunkturlage in den alten Bundesländern weiter auf; das reale Bruttoinlandsprodukt wuchs gemäss ersten Angaben um 1% gegenüber der Vorperiode. Die Produktion der verarbeitenden Industrie, insbeson-

dere der Investitionsgüterindustrie, nahm kräftiger zu als im Vorquartal. Die Kapazitätsauslastung, die im September 1993 mit 78% ihren Tiefstpunkt im laufenden Konjunkturzyklus erreicht hatte, stieg im Juni auf 82,3%, verglichen mit 80,3% im März. Auch der Auftragseingang wuchs im zweiten Quartal insgesamt deutlich, wobei der Bestellungseingang in der Investitionsgüterindustrie erheblich stärker zunahm als in der Konsumgüterindustrie. Im Unterschied zum ersten Quartal kamen die Nachfrageimpulse vor allem aus dem Inland. Der Auftragseingang im Baugewerbe, der seit Mitte des letzten Jahres kontinuierlich angezogen hatte, flachte ab.

In der zweiten Jahreshälfte dürfte die Industrieproduktion gemäss einer Umfrage des Institutes für Wirtschaftsforschung (ifo) in den alten Bundesländern weiter steigen: Die Unternehmen zeigten sich bezüglich der Umsatz- und Produktivitätsentwicklung überwiegend optimistisch; der Personalabbau dürfte hingegen vorerst nicht zum Stillstand kommen. Im Gegensatz zur Produktion blieb der Handel gedrückt. Die Umsätze im Einzelhandel sanken im zweiten Quartal; insbesondere war der Fahrzeugabsatz geringer als in den ersten drei Monaten des Jahres. Die Konsumentenstimmung besserte sich jedoch.

Im zweiten Quartal ging die Beschäftigung in den alten Bundesländern nur noch wenig zurück. Die Arbeitslosenquote stieg leicht auf 9,3%. Die Jahresteuierung lag mit 3% etwas tiefer als im ersten Quartal.

In den neuen Bundesländern setzte sich die Erholung der Wirtschaft fort. Dazu trug vor allem die Bautätigkeit bei. Die Produktion der verarbeitenden Industrie, die im Jahre 1992 ihren Tiefpunkt erreicht hatte, stieg im zweiten Quartal stärker als in den vorangegangenen Monaten.

Die wirtschaftliche Besserung in den neuen Bundesländern schlug sich auch auf dem Arbeitsmarkt nieder. Die Zahl der in der Industrie Beschäftigten sank seit Jahresanfang nicht mehr. Die Arbeitslosenquote belief sich im zweiten Quartal auf 16,4%, gegenüber 18,1% in der Vorperiode. Die verdeckte Arbeitslosigkeit (Weiterbildung, Arbeitsbeschaffungsmassnahmen, Frühpensionierungen) eingeschlossen, ist die Arbeits-

losenquote allerdings fast doppelt so hoch. Die Jahresteuierung betrug 3,3%, verglichen mit 3,6% in der Vorperiode.

Die gesamtdeutschen Ausfuhren waren im zweiten Quartal deutlich höher als in der Vorperiode, während die Einfuhren weniger stark stiegen. Der Handelsbilanzüberschuss wuchs gegenüber dem ersten Quartal von 14,8 Mrd. auf 21,4 Mrd. D-Mark. Das Defizit der Ertragsbilanz fiel von 12 Mrd. auf 7,9 Mrd. D-Mark.

Die Deutsche Bundesbank lockerte ihren geldpolitischen Kurs im zweiten Quartal weiter. Sie senkte die Leitzinsen am 14. April und am 11. Mai um insgesamt je 0,75 Prozentpunkte. Der Diskontsatz beträgt seither 4,5%, der Lombardsatz 6%. Wertpapierpensionsgeschäfte, die Ende März zu 5,76% abgeschlossen worden waren, wurden sukzessive billiger und waren Ende Juli zu einem Zinssatz von 4,85% ausgeschrieben. Die Rendite langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere stieg von 6,3% im April auf 6,8% im Juli.

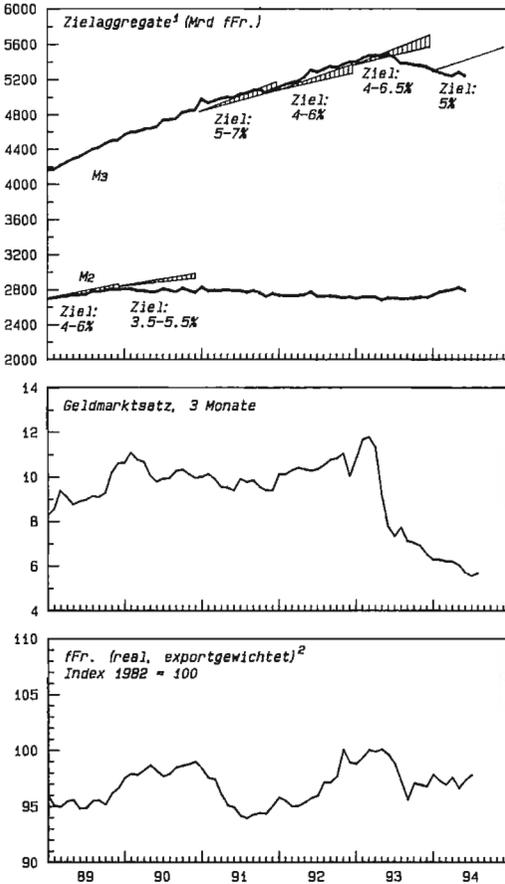
Die Geldmenge  $M_3$ , die im ersten Quartal mit einer Jahresrate von 18% gewachsen war, erhöhte sich im zweiten Quartal mit 13,4% weniger stark. Sie lag jedoch immer noch weit über dem Zielkorridor von 4–6%. Die einzelnen Komponenten des Aggregates entwickelten sich unterschiedlich: Das Bargeld und die Termingelder schrumpften, während die Sicht- und die Spareinlagen zunahmen. Die Bundesbank begründete das überaus kräftige Wachstum der Geldmenge  $M_3$  weiterhin mit dem Einfluss verschiedener Sonderfaktoren.

Im August kündigte die Deutsche Bundesbank an, die Ausgabe kurzfristiger Geldmarktpapiere (U-Schätze) einzustellen. Sie begründete diesen Schritt damit, es sei nicht gelungen, mit Hilfe der U-Schätze die Offenmarktpolitik auf eine breitere Anlegerbasis zu stellen. Die U-Schätze waren hauptsächlich von ausländischen Anlegern erworben worden.

### **Frankreich**

In Frankreich verstärkten sich im ersten Quartal 1994 die Zeichen einer konjunkturellen Erholung. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im Vorquar-

**Grafik 6: Frankreich**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres; ab 1994 mittelfristiges Ziel (Quelle: Banque de France)  
<sup>2</sup> Quelle: OECD

talsvergleich um 0,7% zu, nachdem es in der Vorperiode unverändert geblieben war. Die Erholung stützte sich hauptsächlich auf eine Erhöhung der Lagerbestände. Der private Konsum stagnierte dagegen, und die Ausrüstungsinvestitionen sowie die Exporte gingen zurück. Die Importe zogen in dessen erstmals seit 1992 wieder an.

Im zweiten Quartal stieg die Produktion der verarbeitenden Industrie erneut, hauptsächlich aufgrund der günstigen Entwicklung in der Automobilindustrie sowie der Nachfrage aus dem Aus-

land. Gegenüber der Vorperiode erhöhte sie sich um 2,4%. Besonders stark nahm die Produktion von Halbfabrikaten zu; sie profitierte von den staatlichen Stimulierungsmassnahmen für die Automobilindustrie. Nachdem die Bautätigkeit deutlich angezogen hat, scheint auch die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern wie Möbeln und Haushaltgeräten zu wachsen. Die Umfragen bei den Unternehmen ergaben stark steigende Bestellungseingänge, jedoch noch ungenügend gefüllte Auftragsbücher. Insgesamt werden die Produktionsaussichten wieder ähnlich günstig wie im Jahre 1990 beurteilt.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hellte sich etwas auf. Die Beschäftigung nahm im ersten Quartal erstmals seit 1990 wieder zu, und die Arbeitslosenquote lag im Juni mit 12,6% nur leicht höher als im März. Die Regierung setzte ihre Anstrengungen zur Förderung der Beschäftigung fort. Im April trat ein Gesetz in Kraft, das eine flexiblere Gestaltung der Arbeitszeit zulässt. Seit Anfang April erhalten ausserdem diejenigen Unternehmen, welche Jugendliche anstellen, staatliche Lohnzuschüsse. Die Teuerung belief sich im zweiten Quartal unverändert auf 1,7%.

Die Ausfuhren sanken im ersten Quartal um 0,2%, während die Einfuhren um 4,9% stiegen. Der Handelsbilanzüberschuss halbierte sich gegenüber dem vierten Quartal 1993 auf 16 Mrd. Francs, und der Ertragsbilanzüberschuss fiel um rund 8 Mrd. auf 15,2 Mrd. Francs.

Gemäss den neuesten Angaben der Regierung wird der Staatshaushalt 1994 mit einem Defizit von 301,4 Mrd. Francs oder 4,1% des Bruttoinlandprodukts abschliessen. Darin eingeschlossen sind Privatisierungserlöse von 50 Mrd. Der Fehlbetrag entspricht damit dem ursprünglich budgetierten Wert.

Die Banque de France setzte ihre vorsichtige Lockerung der Geldpolitik fort. Zwischen Anfang April und Ende Juli senkte sie den Interventionsatz von 5,9% auf 5% und den Pensionsatz von 7% auf 6,4%. Der Satz für dreimonatige Interbankanlagen fiel von 6,1% auf 5,6%. Die langfristigen Zinssätze zogen dagegen weiter an; die Rendite langfristiger Staatsanleihen erhöhte sich von 6,8% im April auf 7,3% im Juli.

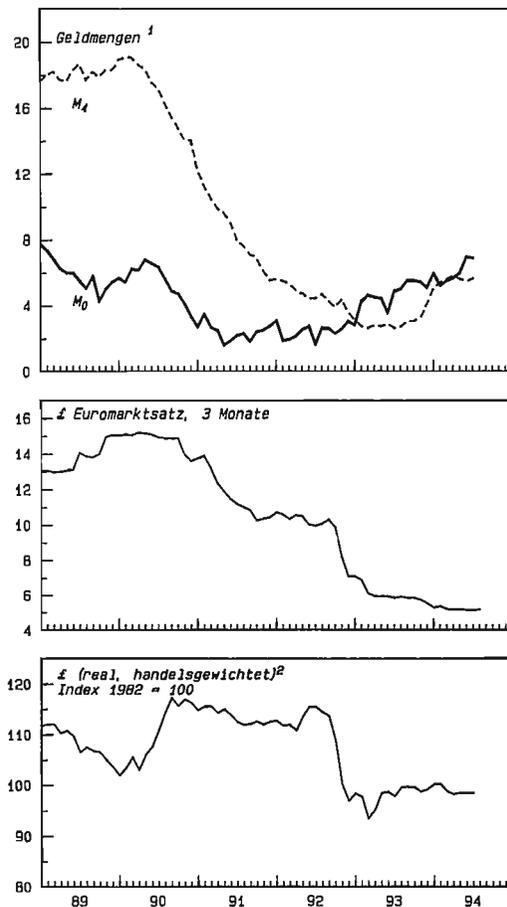
Die Geldmenge  $M_3$  ging im zweiten Quartal nicht mehr zurück; sie lag aber immer noch um 2,8% unter dem Wert des vierten Quartals 1993 und damit weit unterhalb der mittelfristigen Wachstumsrate, welche die Zentralbank auf 5% festgelegt hatte. Der Rückgang war teilweise auf die Umschichtung kurzfristiger Anlagen in solche ausserhalb von  $M_3$  zurückzuführen. Die inländische Gesamtverschuldung, welche die Zentralbank zusätzlich als monetären Indikator heranzieht, nahm im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 4,3% zu. Die inländische Gesamtverschuldung entspricht den Bruttoschulden des Staates, der Haushalte, der Unternehmen und anderer Schuldner gegenüber dem Finanzsektor sowie auf den in- und ausländischen Geld- und Kapitalmärkten.

### Grossbritannien

In Grossbritannien setzte sich der Konjunkturaufschwung im ersten Quartal 1994 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gegenüber dem Vorjahr um 3%; im Quartalsvergleich stieg es um 0,8%. Zum Wachstum trugen vor allem die Exporte und die Investitionen bei. Während die Ausrüstungsinvestitionen kräftig anzogen, erhöhten sich die Bauinvestitionen nur geringfügig. Der private Konsum, der 1993 die Erholung getragen hatte, nahm etwas weniger stark zu als in der Vorperiode. Der staatliche Konsum, der im Vorquartal gesunken war, erhöhte sich leicht.

Im zweiten Quartal blieb das Wirtschaftswachstum hoch. Gemäss ersten Schätzungen lag das reale Bruttoinlandprodukt um 3,1% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stieg gegenüber der Vorperiode deutlich, wobei die Investitionsgüterindustrie eine etwas höhere Wachstumsrate als die Konsumgüterindustrie verzeichnete. Die Auftragseingänge wuchsen zwar weniger stark als in den ersten drei Monaten des Jahres; sie waren aber deutlich höher als im Vorjahr. Erneut stiegen die ausländischen Bestellungen stärker als die inländischen. Die Detailhandelsumsätze besserten sich im zweiten Quartal wiederum nur leicht; der Absatz von Automobilen, der im Vorjahr und im ersten Vierteljahr erheblich zugenommen hatte, flachte ab. Gemäss der neusten Unternehmens-

Grafik 7: Grossbritannien



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Bank of England)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

umfrage des Britischen Industrieverbandes (CBI) werden die Konjunkturaussichten weiterhin günstig eingeschätzt; dazu trug insbesondere die optimistische Beurteilung der Auslandnachfrage bei.

Die Arbeitslosenquote, die Anfang 1993 mit 10,5% ihren Höchststand erreicht hatte, ging weiter zurück und lag im zweiten Quartal bei 9,4%. Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteueringang stieg leicht auf durchschnittlich 2,6%. Die Basisinflation, welche die Hypothekarzinsen ausschliesst, sank auf 2,4%.

Die Handelsbilanz, deren Aussagekraft wegen der statistischen Umstellungen von Anfang 1993 noch immer eingeschränkt ist, wies im ersten Quartal ein mit 3,2 Mrd. Pfund leicht tieferes Defizit auf als in der Vorperiode. Die Exporte stiegen stärker als die Importe. Der Passivsaldo der Ertragsbilanz ging von 2,1 Mrd. im vierten auf 0,8 Mrd. Pfund im ersten Quartal zurück.

Die britischen Währungsbehörden liessen ihre Geldpolitik im zweiten Quartal unverändert. Der Basiszinssatz, den die Banken erstklassigen Schuldner verrechnen, verharrte bei 5,25%. Die Banken hatten den Basiszinssatz letztmals Anfang Februar gesenkt. Der Dreimonatssatz am Interbankmarkt bewegte sich wenig; er betrug im Juli 5,4%, gegenüber 5,2% im April. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen stieg dagegen weiter von 7,8% auf 8,4%.

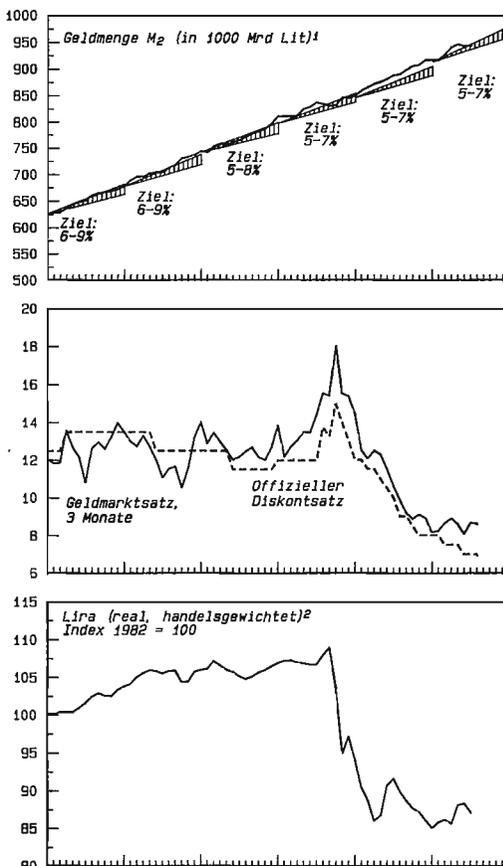
Die Bank von England korrigierte im Inflationsbericht vom August ihre Prognose über die Teuerungsentwicklung nur geringfügig. Sie rechnet damit, dass die Basisinflation, für welche die Regierung einen Zielbereich von 1–4% festgelegt hatte, bis im ersten Quartal 1996 auf rund 3,5% steigen und sich danach wieder abschwächen wird.

Die Geldmenge  $M_0$  wuchs im zweiten Quartal mit einer Jahresrate von 6,6% (1. Quartal: 5,5%) und lag damit erneut über dem angestrebten Bereich von 0–4%. Die Geldmenge  $M_4$ , die auch Bankanlagen und Einlagen bei den Bausparkassen enthält, bewegte sich weiterhin in der Mitte des Bandes von 3–9%.

## Italien

In Italien mehrten sich im ersten Quartal 1994 die Zeichen einer konjunkturellen Besserung. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode erneut leicht zu und wuchs gegenüber dem Vorjahr um 0,6%. Im Vorquartalsvergleich stiegen die Ausrüstungsinvestitionen deutlich, während der Rückgang der Bauinvestitionen zum Stillstand kam; allerdings lagen die Investitionen immer noch tiefer als vor Jahresfrist. Stark erhöhten sich auch die Exporte. Dagegen zog der private Konsum nur wenig an. Insgesamt schrumpfte die Inlandnachfrage aufgrund des sinkenden öf-

Graphik 8: Italien



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; Ziele: %-Veränderung Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr. Ab 1992 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banca d'Italia)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

fentlichen Konsums und des negativen Beitrags der Lagerbestände.

Im zweiten Quartal wuchs die Industrieproduktion um 3,5% gegenüber der Vorperiode. Die Produktion stieg sowohl bei den Konsumgütern, den Investitionsgütern als auch bei den Halbfabrikaten. Die Unternehmen beurteilten in den neuesten Umfragen die zukünftige Wirtschaftsentwicklung positiv; die Produktionserwartungen erhöhten sich, und die Lagerbestände waren befriedigend. Sowohl die Bestellungen aus dem Inland als auch diejenigen aus dem Ausland nahmen stark zu.

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

### 1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993 <sup>a)</sup>	1993 <sup>a)</sup>				1994 <sup>a)</sup>	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	1,2	-0,7	2,6	3,0	3,2	2,9	2,8	3,1	3,7	4,0
Japan <sup>b)</sup>	4,8	4,1	1,4	0,1	0,4	-0,2	-0,4	0,2	-0,1	
Deutschland <sup>c)</sup>	5,9	4,6	1,2	-1,9	-3,1	-2,5	-1,0	-0,6	2,2	2,3
Frankreich	2,2	0,7	1,2	-1,0	-1,4	-1,1	-0,8	-0,6	0,7	1,0
Grossbritannien	0,4	-2,2	-0,5	2,0	1,3	1,9	2,1	2,6	3,0	3,1
Italien	2,2	1,3	0,7	-0,7	-1,3	-1,0	-0,7	0,3	0,6	
Schweiz	2,3	0,0	-0,3	-0,9	-1,0	-1,4	-0,7	0,0	1,3	2,3

a) provisorisch    b) BSP    c) alte Bundesländer

### 1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993	1994		1994			
					1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	5,4	4,2	3,0	3,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,5	2,8
Japan	3,1	3,3	1,7	1,3	1,2	0,8	0,8	0,8	0,6	-0,2
Deutschland <sup>a)</sup>	2,7	3,5	4,0	4,1	3,4	3,0	3,1	3,0	3,0	2,9
Frankreich	3,4	3,1	2,4	2,1	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7
Grossbritannien	9,5	5,9	3,7	1,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6	2,3
Italien	6,1	6,5	5,3	4,2	4,2	4,0	4,1	4,1	3,7	3,6
Schweiz	5,4	5,9	4,0	3,3	1,7	0,7	1,0	0,4	0,5	0,6

a) alte Bundesländer

### 1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1990	1991	1992	1993 <sup>a)</sup>	1994 <sup>a)</sup>		1994 <sup>a)</sup>			
					1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA <sup>b)</sup>	5,5	6,8	7,4	6,8	6,6	6,1	6,4	6,0	6,0	6,1
Japan	2,1	2,1	2,2	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0
Deutschland <sup>c)</sup>	7,1	6,3	6,7	8,3	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3
Frankreich	9,0	9,5	10,4	11,7	12,5	12,6	12,6	12,7	12,6	12,6
Grossbritannien <sup>d)</sup>	5,8	8,1	9,9	10,3	9,8	9,4	9,5	9,4	9,4	9,3
Italien <sup>e)</sup>	10,3	9,9	10,5	10,4	11,3	11,6	11,6	-	-	
Schweiz <sup>f)</sup>	0,5	1,1	2,6	4,5	4,9	4,8	4,8	4,8	4,8	4,7

a) provisorisch    b) ab Januar 1994 neue Erhebungsgrundlage    c) alte Bundesländer, in Prozent der nicht selbständig Erwerbstätigen    d) ausgenommen Schulabgänger    e) ab 4. Quartal 1992: neue Erhebungsmethode; nicht saisonbereinigt

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

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

	1990	1991	1992	1993 <sup>a)</sup> d)	1993 <sup>a)</sup> d)				1994 <sup>a)</sup> d)	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	-91,9	-8,3	-67,9	-103,9	-19,9	-25,6	-27,9	-30,6	-32,3	-37,0
Japan	35,8	72,3	117,8	132,1	36,1	31,6	32,4	32,0	34,5	
Deutschland <sup>b)</sup>	46,8	-19,4	-22,0	-20,0	-2,2	-3,2	-6,8	-9,0	-7,0	-4,8
Frankreich	-10,0	-6,7	3,9	10,3	0,4	1,8	4,1	4,0	2,6	
Grossbritannien <sup>c)</sup>	-32,6	-13,5	-18,6	-16,3	-5,0	-5,3	-3,0	-3,1	-1,1	
Italien <sup>c)</sup>	-16,6	-23,6	-27,9	11,2	-1,2	2,2	3,8	6,4	1,3	7,1
Schweiz <sup>c)</sup>	8,6	10,6	15,1	18,3	5,8	4,4	3,5	4,6	6,1	3,4

a) provisorisch    b) ab 1990 einschl. Transaktionen der neuen Bundesländer mit dem Ausland

c) nicht saisonbereinigt

d) 1993 und 1994: Die Daten für die EU-Länder sind aufgrund statistischer Umstellungen stark verspätet verfügbar

Die Beschäftigung lag im zweiten Quartal um 2,3% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau; der Rückgang war damit geringer als in der Vorperiode. Die Arbeitslosenquote stieg weiter von 11,3% im Januar auf 11,6% im April. Während sie im Norden Italiens auf 6,9% sank, erhöhte sie sich im Süden auf 20,1%. Die Regierung versucht, mit verschiedenen Massnahmen und Vergünstigungen die Schaffung neuer Arbeitsplätze zu fördern.

Die Teuerung ging weiter zurück. Im Juni belief sie sich auf 3,7% und lag damit erstmals seit 1969 unter 4%. Diese Entwicklung ist zum grossen Teil auf die Abkommen der Regierung mit den Gewerkschaften über die Entwicklung der Arbeitskosten zurückzuführen. Im zweiten Quartal lagen die Nominallöhne um 2,3% höher als vor Jahresfrist, womit sich der Lohnanstieg wiederum leicht verlangsamte.

Im ersten Quartal erhöhten sich die Ausfuhren gegenüber dem Vorjahr um 16,8% und die Einfuhren um 9,9%. Der Handelsbilanzüberschuss stieg gemäss ersten Zahlen auch im zweiten Quartal weiter. Das kräftige Wachstum der Ausfuhren ist auf den Kursrückgang der italienischen Währung und auf die verbesserte Konkurrenzfähigkeit der Industrie zurückzuführen. Der Überschuss der Ertragsbilanz war mit 2,1 Billionen Lire im ersten Quartal deutlich tiefer als derjenige der Handelsbilanz, da die italienische Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz traditionell ein Defizit aufweist.

Das Budgetdefizit dürfte sich im Jahre 1994 auf 159 Billionen Lire (rund 9,7% des Bruttoinlandprodukts) belaufen und damit fast 10% höher liegen, als im September 1993 prognostiziert worden war. Die Regierung versucht, das Defizit bis Ende Jahr um 5 Billionen zu senken, indem sie illegal erstellte Bauten mit einer Geldstrafe belegt und einige Sozialleistungen kürzt.

Die Banca d'Italia straffte in der zweiten Hälfte des zweiten Quartals ihre Geldpolitik, nachdem sie den Pensionssatz bis Mai weiter leicht auf 7,7% gesenkt hatte. Im Juli lag er wieder bei 8,1%. Gleichzeitig stieg der Dreimonatssatz am Interbankmarkt von 7,8% auf 8,5%. Damit ging die fast zweijährige Phase sinkender kurzfristiger Zins-

sätze zu Ende. Mit der Straffung der Geldpolitik reagierte die italienische Zentralbank auf den zunehmenden Druck auf die Lira. Infolge innenpolitischer Spannungen und unvermindert wachsender Staatsschulden schwächte sich die Lira seit April insbesondere gegenüber der D-Mark ab und stieg im Juli erstmals über die Marke von 1000 Lire pro D-Mark. Nachdem die Lira im August weiter an Wert verloren hatte, hob die Banca d'Italia den Diskontsatz am 12. August um einen halben Prozentpunkt auf 7,5% an.

Parallel zu den kurzfristigen Zinssätzen wuchs auch die Durchschnittsrendite der langfristigen Staatsanleihen weiter. Im Juli lag sie bei 9,3%, gegenüber 8% im März. Damit folgte sie dem internationalen Trend zu höheren Kapitalmarktrenditen. Der Zinsanstieg widerspiegelte aber auch die wachsende Unsicherheit darüber, ob es in den nächsten Jahren gelingen wird, die Staatsfinanzen zu sanieren.

Die Geldmenge  $M_2$  nahm im zweiten Quartal mit einer Jahresrate von 7% zu. Sie lag damit am oberen Rand des Zielkorridors von 5–7%.

## **C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz**

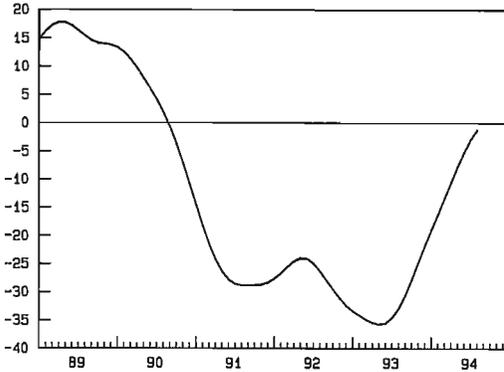
### **1. Der realwirtschaftliche Bereich**

#### ***Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion***

In der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung im zweiten Quartal fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber dem Vorquartal weiter zu. Gegenüber dem Vorjahr stieg es um 2,3% (1. Quartal: 1,3%). Das Bruttoinlandprodukt lag damit immer noch um rund 3% unter dem langfristigen Trend. Im zweiten Quartal verloren die Güterexporte und der private Konsum an Schwung, während die Investitionstätigkeit erneut kräftig expandierte.

Der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» der KOF-ETH verbesserte sich im zweiten Quartal weiter. Sowohl bei den auf das Inland als auch bei den auf den Export ausgerichteten Industrieunternehmen zeigte der Geschäftsverlauf

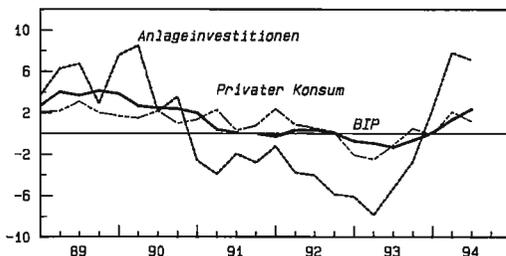
**Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> 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

nach oben. Beide Bereiche meldeten wachsende Bestellungseingänge und eine höhere Produktion. Der Auftragsbestand und die Fertigfabrikatelager wurden zunehmend optimistischer beurteilt. In der Industrie insgesamt erhöhte sich die Kapazitätsauslastung saisonbereinigt um rund einen Prozentpunkt auf 83,7%. Der Personalbestand wurde immer noch von einer Mehrzahl der Befragten, die aber kleiner wird, als zu hoch eingeschätzt. Die Aussichten für die kommenden Monate wurden sowohl von der binnen- als auch der exportorientierten Industrie nicht mehr so zuversichtlich beurteilt wie im ersten Quartal. Es wird

**Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode  
Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

mit langsamer wachsenden Bestellungseingängen gerechnet.

Das KOF-Konjunkturbarometer der vorlaufenden Indikatoren setzte seinen seit einem Jahr anhaltenden Aufwärtstrend im zweiten Quartal nicht mehr fort. Neben dem auf tiefem Niveau verharrenden Auftragsbestand in der Maschinenindustrie führte vor allem der rückläufige Aktienindex zu dieser Stagnation. Weiterhin nach oben zeigten die Baukomponente und die Beschäftigungsindikatoren.

**Konsum**

Der private Konsum wuchs im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode erneut nur schwach. Er lag real um 1,2% über dem Vorjahresniveau (1. Quartal: 2,1%).

Im Vergleich zur Vorperiode schwächten sich die realen Detailhandelsumsätze ab. Da das Ostergeschäft im Unterschied zu 1993 in den März fiel, bildete sich der Detailhandelsumsatz vor allem im April gegenüber dem Vorjahr stark zurück. Die Importe von Konsumgütern – namentlich von dauerhaften Gütern – erhöhten sich weiter. Das bereits im ersten Quartal starke Wachstum der Fahrzeugeinfuhren beschleunigte sich noch. Hingegen wurde die hohe Zuwachsrate an verkauften Neuwagen des Vorquartals nicht mehr erreicht. Die Zahl der Logiernächte inländischer Gäste ging im zweiten Quartal binnen Jahresfrist vor allem infolge des schlechten Wetters zurück.

Der Sammelindex der Konsumentenstimmung verbesserte sich im Juli gegenüber der Vorerhebung leicht, wozu die von den Umfrageteilnehmern zuversichtlicher beurteilte allgemeine Wirtschaftslage beitrug. Obwohl die Wirtschaftsentwicklung in den kommenden zwölf Monaten etwas zurückhaltender eingeschätzt wurde, erwartete eine deutliche Mehrheit der Befragten einen fortgesetzten Konjunkturaufschwung. Die Hälfte der Haushalte beurteilte den Zeitpunkt für grössere Anschaffungen als günstig. Es wurde nach wie vor an der Sicherheit der Arbeitsplätze gezweifelt; die Einschätzung fiel jedoch deutlich weniger pessimistisch aus als in der letzten Umfrage vom April.

## Investitionen

Die Anlageinvestitionen nahmen im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode abgeschwächt zu. Binnen Jahresfrist wuchsen sie real um 7,1% (1. Quartal: 7,8%).

Die Bauinvestitionen nahmen gegenüber dem Vorquartal weiter zu und erhöhten sich im Vorjahresvergleich real um 3,7% (1. Quartal: 8,8%). Gemäss der Umfrage des Baumeisterverbandes überstieg der Auftragseingang im Bauhauptgewerbe das Vorjahresniveau real um 0,8%. Der Auftragsbestand stagnierte erneut. Die Auftragsbestände der einzelnen Sparten entwickelten sich wiederum äusserst unterschiedlich. So nahmen sie im Wohnungsbau, der mit rund 60% den grössten Anteil des privaten Hochbaus ausmacht, real um 24% zu, während sie im Wirtschaftsbau real um 18% zurückgingen. Die Zementlieferungen und die offenen Limiten der privaten Baukredite setzten ihren Aufwärtstrend fort.

Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode stark zu. Sie stiegen binnen Jahresfrist real um 14,1% (1. Quartal: 6,3%). Dies widerspiegelte sich auch in kräftig wachsenden Investitionsgüterimporten. Gemäss der Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller lagen die nominellen Auftragseingänge aus dem Inland deutlich unter dem Vorjahresniveau, nachdem sie allerdings im Vorquartal fast ebenso stark gestiegen waren. Der

Arbeitsvorrat ging gegenüber der Vorerhebung leicht auf 4,5 Monate zurück.

## Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die realen Exporte nahmen im zweiten Quartal saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode leicht ab. Im Vorjahresvergleich wiesen sie ein schwaches Wachstum auf (1,4%), nachdem sie im ersten Quartal um fast 6% gestiegen waren. Diese bescheidene Zuwachsrate, die sich teilweise aus der Verlagerung des Ostergeschäfts in den Monat März erklärt, war vor allem auf den starken Rückgang der Konsumgüterexporte (-5%) zurückzuführen. Die Exporte von Halbfabrikaten sowie von Investitionsgütern wuchsen indessen ebenfalls weniger stark als im Vorquartal.

Mit Ausnahme der Metallindustrie mussten alle Branchen ein schwächeres Exportwachstum hinnehmen. Dies gilt vor allem für die chemische Industrie sowie die Maschinen- und Elektroindustrie. Nachdem die Lieferungen der Uhrenindustrie ins Ausland stagniert hatten, fielen sie im zweiten Quartal weit unter das Vorjahresniveau (-15,1%).

Die Ausfuhren in fast alle Absatzgebiete verloren nominell an Schwung. Die Exporte in die EU lagen sogar unter dem Vorjahresniveau. Während die schweizerischen Unternehmen ihre Ausfuhren nach Grossbritannien und Belgien zu steigern ver-

**Tabelle 2: Investitionstätigkeit** (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993	1993				1994	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Import von Investitionsgütern, real	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-10,4	-11,2	-0,9	6,6	10,2	13,0
Baubewilligte Wohnungen <sup>1</sup>	-9,1	7,6	19,7	-4,1	12,6	-16,1	2,0	-12,0	16,9	9,1
Neuerstellte Wohnungen <sup>1</sup>	-3,1	1,3	-3,6	-4,1	3,9	11,6	-19,5	-8,1	37,7	-2,4
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal										
Total	2,0	-4,0	-12,0	-4,0	-13,0	-5,0	4,0	-3,4	1,0	1,0
Privater Bau	-1,0	-10,0	-18,0	1,0	-12,0	-2,0	13,0	5,2	5,0	7,0
Öffentlicher Bau	7,0	4,0	-6,0	-9,0	-13,0	-8,0	-4,0	-11,2	-4,0	-4,0
Bauteuerung <sup>2</sup>	5,8	6,7	4,9	3,8	4,7	3,3	3,6	3,5	1,6	1,4

<sup>1</sup> in 96 Städten; ab 1. Quartal 1993 in 110 Städten

<sup>2</sup> gewichteter Produktionskostenindex des SBV

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

**Tabelle 3: Aussenhandel<sup>1</sup>** (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993 <sup>a)</sup>	1993 <sup>a)</sup>				1994 <sup>a)</sup>	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
<b>Reale Ausfuhr</b>	4,5	-1,4	4,3	0,6	-2,6	-1,3	0,2	5,0	5,8	1,4
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	1,9	-1,2	2,8	-1,7	-4,4	-4,6	0,2	2,6	9,8	8,4
Investitionsgüter	5,1	-4,0	0,0	-2,2	-9,2	-4,6	-1,7	4,5	6,5	2,3
Konsumgüter	6,3	1,4	10,6	5,6	8,2	5,0	2,1	7,0	1,7	-5,0
Ausfuhrpreise	1,0	2,8	0,7	0,0	-1,0	0,8	0,7	-0,3	0,2	-0,7
<b>Reale Einfuhr</b>	2,7	-1,4	-4,3	-1,2	-7,5	-3,0	0,0	5,1	9,4	9,6
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	1,8	-5,2	-1,4	-1,3	-5,6	-1,3	-1,3	2,9	10,5	8,1
Investitionsgüter	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-10,4	-11,1	-1,0	6,9	10,2	13,0
Konsumgüter	2,7	2,7	-2,9	1,5	-6,9	3,0	3,4	5,4	9,5	8,3
Einfuhrpreise	-0,7	0,1	2,2	-2,2	-1,5	-2,5	-1,2	-2,2	-6,5	-5,4

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

a) provisorische Werte

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

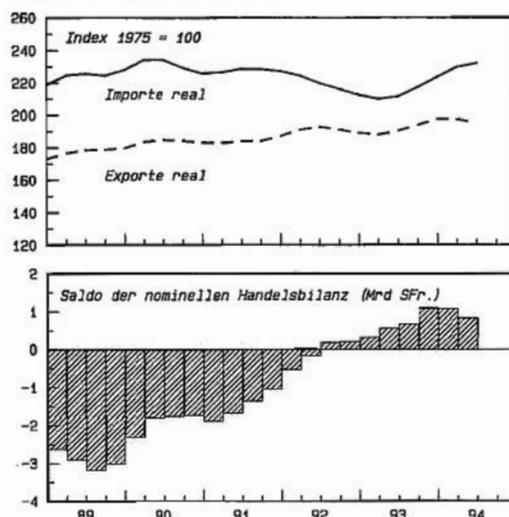
mochten, gingen die Lieferungen nach Italien deutlich zurück. Die Exporte nach Deutschland sowie auch nach Japan stagnierten, während diejenigen in die Vereinigten Staaten geringfügig zunahm. Dagegen wuchsen die Ausfuhren in die Entwicklungsländer erneut überdurchschnittlich stark; gegenüber dem ersten Quartal schwächte sich ihr Wachstum jedoch deutlich ab. Während sich die Lieferungen in die OPEC- sowie in die osteuropäischen Länder zurückbildeten, nahmen die Exporte nach Hongkong und Südkorea erneut stark zu.

Die Konjunkturerholung und die Frankenstärke widerspiegelten sich in einem weiteren kräftigen Anstieg der Importe. Im Vorjahresvergleich wuchsen sie um 9,6%. Am ausgeprägtesten war der Zuwachs im Investitionsgüter- und im Energieträgerbereich (13% bzw. 11,8%). Dabei stiegen die Importe von Krafterzeugungsmaschinen, von Baubedarfswaren sowie von Maschinen und Geräten für den Dienstleistungssektor besonders stark. Die verbesserte Konsumentenstimmung schlug sich insbesondere in höheren Einfuhren von dauerhaften Konsumgütern wie elektronischen Unterhaltungsgeräten, Wohnungseinrichtungen und Personenwagen nieder. Alle diese Güterkategorien wiesen zweistellige reale Zuwachsraten auf.

Die am Mittelwertindex gemessenen Exportpreise lagen leicht unter dem Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals (-0,7%). Entgegen

dem allgemeinen Trend stieg jedoch der Mittelwertindex der Uhrenexporte markant. Dies widerspiegelte jedoch weniger eine tatsächliche Preiserhöhung, als vielmehr eine Verlagerung des Absatzes zu Luxusuhren. Der schon im ersten Quartal ausgeprägte Rückgang der Importpreise setzte sich fort (-5,4%). Überdurchschnittlich stark sanken die Einfuhrpreise von Energieträgern und Investitionsgütern.

**Grafik 11: Aussenhandel<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, Bundesamt für Konjunkturfragen

**Tabelle 4: Ertragsbilanz<sup>1</sup>**

	1991	1992	1993 a)	1993 a)				1994 b)	
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
<b>Total Einnahmen</b>	<b>162,2</b>	<b>165,5</b>	<b>167,4</b>	<b>42,2</b>	<b>42,2</b>	<b>41,2</b>	<b>41,7</b>	<b>42,6</b>	<b>41,1</b>
Warenexporte	90,9	95,3	96,7	24,0	24,7	22,5	25,5	24,9	24,4
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	87,9	92,1	93,3	23,1	23,8	21,7	24,6	24,0	23,5
<i>Übrige Warenexporte<sup>2</sup></i>	2,9	3,2	3,4	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9
Dienstleistungsexporte	25,9	26,9	28,3	7,2	6,8	8,5	5,8	7,9	6,7
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	42,1	39,8	38,7	10,0	9,7	9,3	9,6	9,0	9,1
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,4	3,6	3,7	1,0	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9
<b>Total Ausgaben</b>	<b>147,0</b>	<b>144,3</b>	<b>140,4</b>	<b>33,4</b>	<b>35,8</b>	<b>36,1</b>	<b>35,0</b>	<b>33,8</b>	<b>36,3</b>
Warenimporte	98,9	96,3	93,8	23,0	24,0	22,4	24,4	23,5	24,2
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	95,0	92,3	89,8	22,0	23,0	21,5	23,4	22,4	23,3
<i>Übrige Warenimporte<sup>2</sup></i>	3,8	3,9	4,0	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	1,0
Dienstleistungsimporte	13,3	13,9	14,0	2,0	3,7	5,6	2,7	2,0	3,7
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	27,8	26,4	24,6	6,5	6,2	6,0	5,9	6,3	6,3
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	7,2	7,8	7,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Saldo der Ertragsbilanz</b>	<b>15,1</b>	<b>21,2</b>	<b>27,0</b>	<b>8,8</b>	<b>6,4</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>8,9</b>	<b>4,7</b>

<sup>1</sup> in Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

<sup>2</sup> inklusive elektrische Energie

a) provisorisch

b) vorläufige Schätzung

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

Der kräftige Anstieg der nominellen Importe führte zusammen mit den nur geringfügig steigenden nominellen Exporten zu einem starken Rückgang des Handelsbilanzüberschusses. Im zweiten Quartal betrug er noch 0,2 Mrd. Franken, gegenüber 1,4 Mrd. in der Vorperiode. Da die Überschüsse des Dienstleistungsverkehrs sowie der Arbeits- und Kapitaleinkommen ebenfalls abnahmen, sank der Aktivsaldo der Ertragsbilanz im zweiten Quartal um 1,7 Mrd. auf 4,7 Mrd. Franken. Im ersten Halbjahr betrug er 13,6 Mrd. Franken und lag damit etwas tiefer als vor Jahresfrist (1. Halbjahr 1993: 15,2 Mrd.).

### **Beschäftigung und Arbeitsmarkt**

Nachdem sich der Beschäftigungsrückgang saisonbereinigt seit dem zweiten Quartal 1993 deutlich verlangsamt hatte, verstärkte er sich im zweiten Quartal 1994 wieder. Im Vorjahresvergleich nahm die Zahl der Arbeitsplätze um 3,4% ab, verglichen mit 2% in der Vorperiode. Die verarbeitende Industrie beschäftigte 4,3% weniger Ar-

beitskräfte als vor Jahresfrist. Die Maschinen- und Fahrzeugindustrie, die Elektro- und Elektronikindustrie sowie die Papierindustrie zählten erneut zu den am stärksten betroffenen Branchen. Gegenüber dem dritten Quartal 1990, dem konjunkturellen Höhepunkt, wurden in der verarbeitenden Industrie über 15% der Stellen abgebaut. In der Rezession der frühen achtziger Jahre war der Beschäftigungsrückgang mit rund 7,5% deutlich schwächer ausgefallen. Im Baugewerbe mehrten sich die Zeichen einer Stabilisierung. Die Beschäftigung lag um 1,4% unter dem Vorjahresstand. Der gegenüber der Vorperiode (-0,5%) leicht stärkere Rückgang ist hauptsächlich auf den Beschäftigungsabbau im Ausbaugewerbe zurückzuführen. Nachdem sich die Beschäftigung im Dienstleistungssektor stabilisiert hatte, sank die Zahl der Arbeitsplätze im zweiten Quartal um 2,8% innert Jahresfrist. Die Beschäftigung reagiert zwar erfahrungsgemäss verzögert auf eine Konjunkturerholung. Es ist jedoch ungewöhnlich, dass sich der Stellenabbau wie im zweiten Quartal im Laufe des Aufschwungs verstärkt.

**Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)**

	1991	1992	1993	1993				1994		1994			
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten <sup>1</sup>	-0,3	-2,6	-2,8	-4,2	-2,9	-2,5	-1,7	-1,6	-3,1				
Vollzeitbeschäftigte <sup>1</sup>			-3,4	-5,0	-3,7	-2,8	-2,2	-2,0	-3,4				
Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>	1,1	2,6	4,5	4,1	4,3	4,7	5,0	5,1	4,8	4,9	4,8	4,6	4,6
Arbeitslose <sup>3</sup>	39 222	92 308	163 135	146 667	157 681	168 789	179 403	185 895	172 914	177 500	173 017	168 225	165 793
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	20 269	34 020	42 046	54 096	48 520	28 110	37 456	42 101	26 678	31 614	26 792	21 629	10 020
Gemeldete offene Stellen <sup>3</sup>	10 549	8 166	5 743	6 544	6 912	5 268	4 248	5 201	5 540	5 503	5 566	5 551	5 580

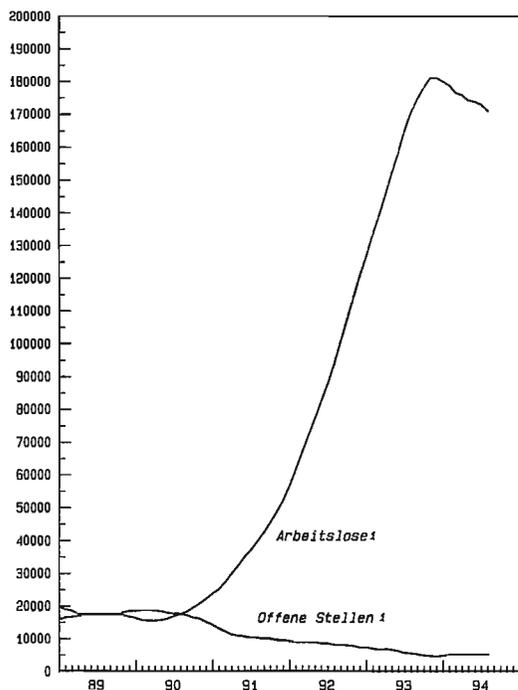
<sup>1</sup> Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

<sup>2</sup> Registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990 (3 621 716 Erwerbspersonen)

<sup>3</sup> Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

**Grafik 12: Arbeitsmarkt**



Im Gegensatz zum Beschäftigungsindex stieg der Manpower-Stellenindex leicht an; er befand sich allerdings immer noch auf tiefem Niveau. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen blieb saisonbereinigt unverändert. Die Temporärarbeit nahm dagegen erneut kräftig zu; dies deutet auf eine verbesserte Lage auf dem Arbeitsmarkt hin.

Trotz der erneuten deutlichen Abnahme der Beschäftigung sank die Arbeitslosigkeit, die seit Jahresbeginn rückläufig ist, weiter. Saisonbereinigt verringerte sich die Zahl der Arbeitslosen von 177 000 im ersten Quartal auf 173 500. Dies entspricht einer Arbeitslosenquote von 4,8%. Im Juli sank die Zahl der registrierten Arbeitslosen weiter auf saisonbereinigt 171 000.

### Preise

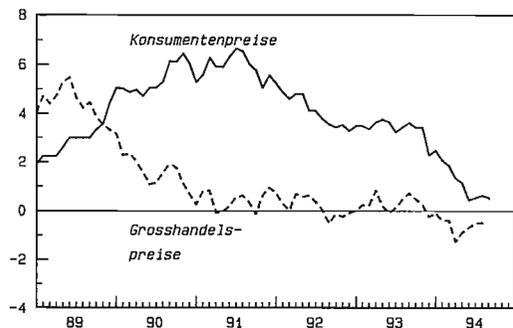
Die Teuerung ging weiter zurück. Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im zweiten Quartal um 0,7% über der entsprechenden Vorjahresperiode (1. Quartal: 1,7%). Sämtliche Bedarfsgruppen wiesen eine tiefere Jahresteuern auf als in der Vorperiode.

<sup>1</sup> Saison- und extremwertbereinigt

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Der Preisanstieg bei den inländischen Gütern und Dienstleistungen verlangsamte sich weiter. Die

### Graphik 13: Preisentwicklung<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

Inlandteuerung betrug im zweiten Quartal lediglich 1,2%. Zur niedrigen Binnenteuerung trugen vor allem die sinkenden Mieten bei. Die ausländi-

schen Güter und Dienstleistungen verbilligten sich innert Jahresfrist um 0,9%. Wie bereits im ersten Quartal war dieser Rückgang teilweise auf einen Basiseffekt beim Treibstoff sowie auf den starken Schweizer Franken zurückzuführen.

Im Juli und August stabilisierte sich die Teuerung bei 0,6% bzw. 0,5%. Die Warenpreise erhöhten sich im August um 0,2% und die Preise der Dienstleistungen um 0,7%. Die Dienstleistungspreise stiegen erneut schwächer, da insbesondere die Mieten langsamer stiegen als vor einem Jahr.

Der Index der Produzenten- und Importpreise (Preisindex des Gesamtangebots) lag im zweiten wie bereits im ersten Quartal um 0,7% unter dem Vorjahresstand. Während die Preise für Halbfabrikate, Konsumgüter sowie Investitionsgüter innert Jahresfrist fielen, verteuerten sich die Rohstoffe stark. Insbesondere stiegen die Preise für Kaffee, Kakao sowie für verschiedene Metalle kräftig.

**Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten**

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Girogut-haben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	NBGM <sup>1,3</sup>	Saison-faktoren	SBNBGM <sup>1,4</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 <sup>5</sup>
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,1	2 832	-11,3	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1993 3. Q.	26 514	1,5	2 668	7,3	29 182	0,989	29 517	1,7
4. Q.	27 306	2,3	2 735	4,6	30 041	1,011	29 724	2,8
1994 1. Q.	27 408	1,6	2 758	6,4	30 167	1,003 <sup>P</sup>	30 078 <sup>P</sup>	2,7 <sup>P</sup>
2. Q.	27 254	2,1	2 756	5,2	30 009	0,993 <sup>P</sup>	30 231 <sup>P</sup>	2,6 <sup>P</sup>
1994 Jan.	27 731	1,1	2 663	7,0	30 394	1,018 <sup>P</sup>	29 857 <sup>P</sup>	2,3 <sup>P</sup>
Febr.	27 141	1,7	2 802	5,9	29 943	0,993 <sup>P</sup>	30 154 <sup>P</sup>	2,6 <sup>P</sup>
März	27 353	2,1	2 810	6,3	30 163	0,998 <sup>P</sup>	30 223 <sup>P</sup>	3,1 <sup>P</sup>
April	27 213	1,3	2 729	4,0	29 942	0,995 <sup>P</sup>	30 092 <sup>P</sup>	1,6 <sup>P</sup>
Mai	27 280	2,6	2 751	7,6	30 031	0,990 <sup>P</sup>	30 334 <sup>P</sup>	3,5 <sup>P</sup>
Juni	27 268	2,4	2 787	4,3	30 055	0,993 <sup>P</sup>	30 267 <sup>P</sup>	2,8 <sup>P</sup>
Juli	27 314	2,3	2 619	2,2	29 933	0,992 <sup>P</sup>	30 174 <sup>P</sup>	2,6 <sup>P</sup>
Aug.	27 065	2,5	2 559	-5,5	29 624	0,982 <sup>P</sup>	30 167 <sup>P</sup>	2,0 <sup>P</sup>

<sup>1</sup> Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

<sup>2</sup> Gegenüber Vorjahresperiode; Jahresveränderungen beziehen sich auf das vierte Quartal

<sup>3</sup> NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Girogut haben

<sup>4</sup> SBNBGM = Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge dividiert durch die entsprechenden Saison-faktoren

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

<sup>P</sup> provisorisch

**Tabelle 7: Geldmengenaggregate<sup>1</sup>**

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1989	-5,5	20,1	6,2
1990	-4,2	13,0	2,4
1991	1,2	3,2	3,2
1992	-0,1	0,5	2,8
1993	9,5	-7,6	5,0
1993 3. Q. <sup>2</sup>	11,6	-10,0	5,1
4. Q. <sup>2</sup>	9,9	-8,0	6,5
1994 1. Q. <sup>2</sup>	9,7	-3,8	7,6
2. Q. <sup>2</sup>	5,8	-1,4	6,7
1994 Jan. <sup>2</sup>	10,9	-5,3	7,6
Febr. <sup>2</sup>	11,3	-2,9	8,3
März <sup>2</sup>	7,2	-3,1	6,8
April <sup>2</sup>	6,0	-2,7	6,7
Mai <sup>2</sup>	6,2	-1,0	6,9
Juni <sup>2</sup>	5,3	-0,5	6,6
Juli <sup>2</sup>	4,4	-1,7	5,4

<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

<sup>2</sup> provisorisch

M<sub>1</sub> = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + Quasi-Geld (inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)

M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + Spareinlagen

## 2. Der monetäre Bereich

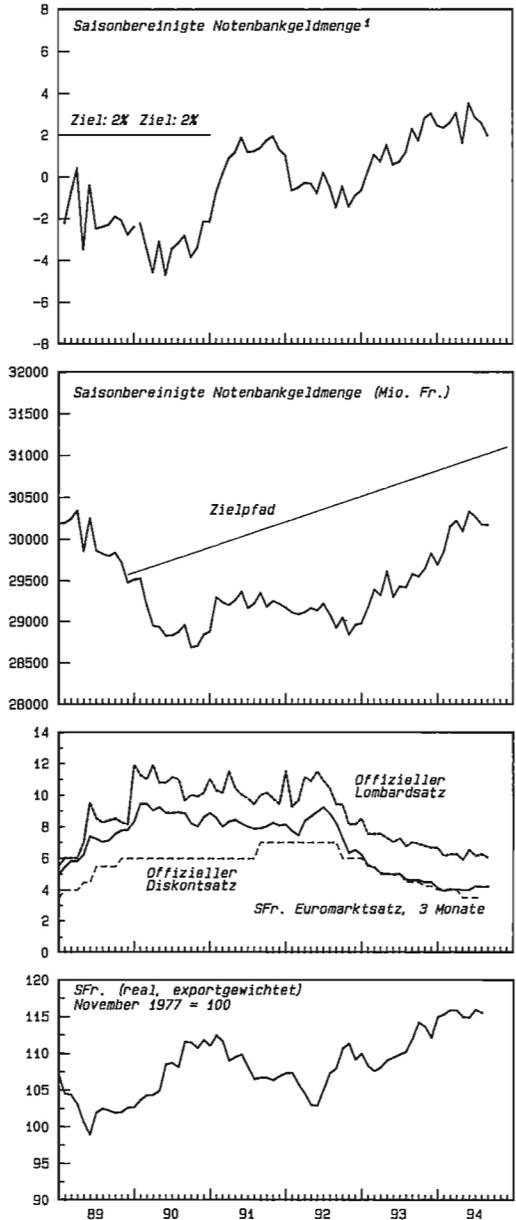
### Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im Durchschnitt des zweiten Quartals 30 231 Mio. Franken und entsprach damit der im April veröffentlichten Prognose von 30,2 Mrd. Franken. Gegenüber dem vierten Quartal 1993 stieg sie um 1,7% (auf ein Jahr hochgerechnet: 3,4%). Damit schwächte sich ihr Wachstum gegenüber dem Vorquartal ab.

Beide Komponenten der Notenbankgeldmenge, der Notenumlauf und die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank, übertrafen ihren Stand vor Jahresfrist deutlich (2,1% bzw. 5,2%). Im Vorquartalsvergleich blieben die Giroguthaben in dessen unverändert.

<sup>1</sup> 1989: Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der auf Jahresbasis hochgerechneten Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand des 4. Quartals des Vorjahres, zentriert auf November.

**Grafik 14: Schweiz**



Ab 1990: Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode.

Ziele: 1989: siehe Fussnote 5, Tabelle 6

1990: Wachstumsrate des 4. Quartals gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Zielpfad: Mittelfristiger Zielpfad von durchschnittlich 1% pro Jahr

Für das dritte Quartal prognostiziert die Nationalbank eine Zunahme der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge um rund 70 Mio. Franken auf 30,3 Mrd. Franken. Dies entspricht einem Anstieg um 1,9% gegenüber dem vierten Quartal 1993 (auf ein Jahr hochgerechnet: 2,6%). Die fortgesetzte Konjunkturbelebung dürfte die Nachfrage nach Banknoten weiter erhöhen. Hingegen sollten die Geldmarkt- und Sparheftzinsen, die in den letzten Monaten nahezu stabil geblieben waren, den Noten-umlauf nicht mehr stimulieren.

Das Wachstum der breiten Geldmengenaggre-gate schwächte sich im zweiten Quartal weiter ab. Die Geldmenge  $M_1$  lag um 5,8% über dem Vorjahresstand, während  $M_2$  mit einem Rückgang von -1,4% nochmals leicht sank. Die Jahreszuwachs-rate der Geldmenge  $M_3$  verringerte sich auf 6,7%. Die Umschichtungen zwischen Sicht-, Spar- und Termleinlagen, die den massiven Rückgang der kurzfristigen Zinssätze im vergangenen Jahr be-gleitet hatten, laufen damit allmählich aus.

### Geldmarkt

Im zweiten Quartal und zu Beginn des dritten Quartals veränderten sich die Geldmarktzinsen nur wenig. In den Monaten April bis Juli betrug der durchschnittliche Tagesgeldsatz 4,0%, gegen-über 4,1% im ersten Quartal. Die entsprechenden Sätze für dreimonatige Einlagen am Eurofrankenmarkt sowie bei Grossbanken erhöhten sich hin-gegen leicht (um rund 0,1 Prozentpunkt) auf 4,1% bzw. 3,6%. Die Emissionsrendite eidgenössi-

cher Geldmarktbuchforderungen mit ebenfalls dreimonatiger Laufzeit stieg von April bis Juli auf knapp 4,1%, nach 3,9% im ersten Quartal. Mitte April senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 3,5% und trug da-mit dem vorangegangenen leichten Rückgang der Geldmarktsätze Rechnung.

Mit dem weiterhin deutlichen Rückgang der deut-schen Geldmarktsätze sank die Zinsdifferenz zwis-chen dreimonatigen D-Mark- und Schweizer-franken-Anlagen am Euromarkt von 1,8 Prozent-punkten im ersten Quartal auf 0,7 Prozentpunkt um die Jahresmitte. Nach dem anhaltenden An-stieg der amerikanischen Geldmarktzinsen über-traf der dreimonatige Eurodollarsatz den entspre-chenden Frankensatz im Juli um 0,7 Prozent-punkt.

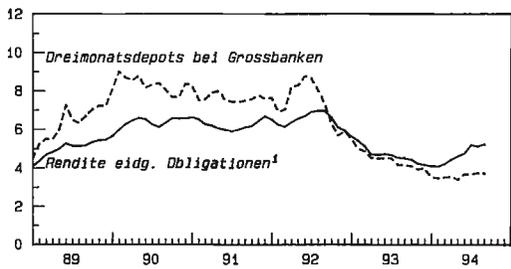
### Devisenmarkt

Der Franken gewann im zweiten Quartal gegen-über allen Hauptwährungen an Wert. Der Anstieg ist insbesondere auf den starken Teuerungsrück-gang in der Schweiz, den verringerten Zinsunter-schied zu Deutschland sowie die allgemeine Dol-larschwäche zurückzuführen. Im Juli wertete sich der Franken gegenüber den meisten anderen Währungen wieder leicht ab.

Im Verlauf des zweiten Quartals schwankte die D-Mark zwischen 84 und 85,5 Franken pro 100 D-Mark. Gegenüber den EWS-Währungen ausserhalb des Wechselkursmechanismus stieg er nach einer anfänglichen Tieferbewertung wieder; von Anfang April bis Ende Juli gewann er gegen-über der italienischen Lira rund 3% und gegen-über dem britischen Pfund knapp 2% an Wert. Damit erreichten beide Währungen im Verhältnis zum Schweizer Franken ihren tiefsten Stand seit der Einführung der flexiblen Wechselkurse.

Besonders stark wertete sich der Franken gegen-über dem Dollar auf. Nachdem dieser zu Beginn des zweiten Quartals kurzfristig noch durch den amerikanischen Zinsanstieg gestützt worden war, verlor er bis zum Quartalsende gegenüber dem Franken um mehr als 10% an Wert. Mitte Juli fiel der Dollarkurs kurzfristig sogar unter 1,30 Fran-ken. In der zweiten Julihälfte festigte er sich ge-

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

**Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)**

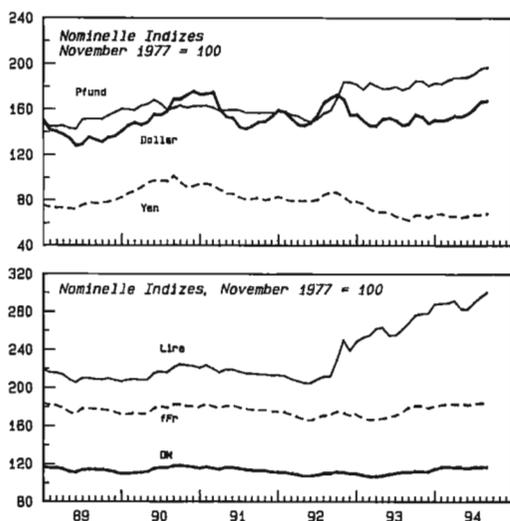
	Anleihen <sup>1</sup>	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1992	27 697,0	8 820,7	975,3	37 493,0
1993	45 962,6	7 488,8	826,7	54 278,1
1993 1. Q.	7 614,8	1 360,6	175,0	9 150,4
2. Q.	11 828,0	3 158,9	470,9	15 457,8
3. Q.	12 790,5	1 645,8	79,3	14 515,6
4. Q.	13 729,3	1 323,5	101,5	15 154,3
1994 1. Q.	11 050,4	1 662,5	50,0	12 762,9
2. Q.	6 023,3	1 547,2	165,0	7 735,5

<sup>1</sup> inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes

genüber dem Franken wieder etwas, schloss aber Ende Monat immer noch rund 5% tiefer als zu Quartalsbeginn. Gegenüber dem japanischen Yen wertete sich der Franken um rund 4% auf; wie gegenüber dem Dollar schwächte er sich in der zweiten Julihälfte wieder etwas ab.

Der exportgewichtete, reale Wechselkurs des Frankens stieg im zweiten Quartal nicht mehr weiter; er lag aber immer noch 5,4% über dem Niveau des Vorjahresquartals (1. Quartal: +7,2%). Binnen Jahresfrist erhöhte sich der reale Aussenwert des Frankens sowohl gegenüber den meisten europäischen Währungen als auch gegenüber dem Dollar (+2,6%). Im Verhältnis zur D-Mark und zum britischen Pfund notierte der Franken rund 4,5%, im Verhältnis zum französischen Franc und der italienischen Lira rund 7,5% fester. Gegenüber dem japanischen Yen verringerte sich der reale Wert des Frankens binnen Jahresfrist um rund 2,5%.

**Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**



Die Nationalbank beteiligte sich im Mai und Juni mit insgesamt 100 Mio. Dollar an konzertierten Interventionen der Zentralbanken zugunsten des amerikanischen Dollars.

### Kapitalmarkt

Der Anstieg der Renditen am schweizerischen Obligationenmarkt, der im Februar durch die markanten Zinserhöhungen an den internationalen Kapitalmärkten ausgelöst worden war, setzte sich bis zur Jahresmitte fort. Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen, die Anfang Februar noch 4,1% betragen hatte, zog bis Ende März auf 4,5% an und betrug im Juni vorübergehend 5,5%. Nachdem sie sich in der ersten Hälfte des dritten Quartals bei rund 5,1% stabilisiert hatte, stieg sie bis Ende August auf 5,4%. Damit erhöhte sich der Renditeunterschied zwischen Obligationen und dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft auf rund einen Prozentpunkt.

Die Zinsen neuer Kassenobligationen, die während nahezu anderthalb Jahren gesunken waren, stiegen ab dem zweiten Quartals wieder. Bis An-

fang August erhöhten die Kantonalbanken die Sätze um durchschnittlich einen Prozentpunkt auf 5%. Die Vergütung auf Spareinlagen bei den Kantonalbanken ging dagegen tendenziell, wenn auch nur noch in sehr bescheidenem Ausmass, zurück. Im August betrug sie 3,3%, gegenüber 3,4% vier Monate zuvor. Die Zinssätze der Kantonalbanken für variable erstrangige Neuhypotheken, die im Februar auf 5,5% gesunken waren, blieben seither unverändert. Seit Mai liegen auch die entsprechenden variablen Althypothekensätze auf demselben Niveau von 5,5%.

Nach einem Kursverlust von insgesamt 10% im Februar und März ging der Swiss-Performance-Gesamtindex bis Ende Juli um weitere 5% zurück.

Die Neuemission von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt betrug im zweiten Quartal insgesamt 9,4 Mrd. Franken. Das Ergebnis war um 30% tiefer als ein Jahr zuvor. Die Neubeausspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten lag indessen mit 5,1 Mrd. Franken um rund 40% höher als im zweiten Quartal 1993. Da die Rückzahlungen 6,2 Mrd. Franken erreichten, betrug die Nettobeausspruchung des Marktes mit schweizerischen Obligationen und Aktien -1,1 Mrd. Franken.

### **Kapitalexport**

Die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte erreichten im zweiten Quartal mit 7,7 Mrd. Franken den tiefsten Stand seit zwei Jahren. Gegenüber der Vorperiode betrug der Rückgang 39% und gegenüber dem Vorjahresquartal 50%. Die Anleihen gingen dabei um 49% und die Kredite um 53% zurück.

Die Emissionstätigkeit wurde erneut durch den starken Anstieg der langfristigen Zinssätze beeinträchtigt. Ende Juni lag die Durchschnittsrendite der Auslandobligationen um rund 0,9 Prozentpunkt höher als Ende März. Der Rückgang der Emissionen betraf sowohl die gewöhnlichen Anleihen als auch die eigenkapitalgebundenen Anleihen, bei denen eine Zunahme der Wandelanleihen den starken Rückgang der Optionsanleihen nur teilweise kompensierte. Der Anteil der gewöhnlichen Anleihen blieb mit 70% gegenüber

dem Vorjahr nahezu unverändert. Auch bei der Aufteilung auf öffentliche Emissionen und Privatplatzierungen ergaben sich keine Verschiebungen.

Der Anteil der westeuropäischen Schuldner an den gesamten bewilligten Kapitalexportgeschäften ging gegenüber dem Vorjahr von 64% auf 51% zurück; derjenige japanischer Schuldner sank von 23% auf 17%. Dafür stieg der Anteil nordamerikanischer Schuldner von 3% auf 11% und derjenige aus karibischen Offshore-Zentren von 3% auf 16%. Die internationalen Entwicklungsorganisationen gelangten im zweiten Quartal wiederum nicht an den Schweizer Kapitalmarkt.

Die Nationalbank erlaubt seit dem 20. Juni 1994 die Emission von Anleihen in japanischen Yen und von Anleihen mit einem Bezug zum japanischen Yen am schweizerischen Kapitalmarkt. Dieser Schritt erfolgte im Einvernehmen mit den zuständigen japanischen Behörden und ändert nichts an den geltenden Kapitalexportbestimmungen (Ausgabe vom 1. April 1993). Für Fremdwährungsemissionen ist damit neben dem US-Dollar, dem kanadischen Dollar und dem Ecu auch der Yen grundsätzlich zugelassen.

### **Bankbilanzen und Kredite**

Die monatlich meldenden Banken wiesen Ende Juni 1994 eine Bilanzsumme von 1182,7 Mrd. Franken auf. Damit schwächte sich das Wachstum gegenüber dem Vorjahr von 5,6% auf 3,6% ab. Ein Teil der Verlangsamung ist auf den Kursrückgang des Dollars zurückzuführen. Werden die auf Dollar lautenden Aktiven zum Dollarkurs von Ende Juni 1993 bewertet, so beträgt das Bilanzsummenwachstum 5,6%.

Die Netto-Finanzanlagen (liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) lagen am Ende des zweiten Quartals mit 143,5 Mrd. Franken um 19% höher als vor einem Jahr. Die liquiden Mittel nahmen um 6,2% zu. Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen greifbaren Mittel) lag während der Unterlegungsperiode vom 20. Mai bis zum 19. Juni 1994 mit 124% knapp unter dem Wert der entsprechenden Vorjahresperiode (125%). Vom Ende des

**Tabelle 9: Bankbilanzen**

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

	1990	1991	1992	1993					1994		Stand (in Mrd. Fr.)
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.			
<b>Bilanzsumme</b>	<b>4,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>5,8</b>	<b>5,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1182,7</b>		
<b>Netto-Finanzanlagen<sup>1</sup></b>	<b>-9,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>16,4</b>	<b>14,6</b>	<b>18,1</b>	<b>13,1</b>	<b>11,2</b>	<b>19,0</b>	<b>143,5</b>		
Liquide Mittel	-3,2	-2,0	-2,6	-3,6	-8,9	0,7	11,2	6,2	10,6		
Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.)	-10,4	-15,4	-8,2	-14,7	-22,8	-26,7	-32,4	-20,3	-20,3		
Wechsel und Geldmarktpapiere	28,9	-13,1	16,5	-0,7	4,5	2,1	15,8	21,6	40,0		
Wertschriften	-5,0	13,8	5,8	24,1	44,9	43,1	33,8	23,5	113,3		
<b>Kredite</b>	<b>7,8</b>	<b>5,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>711,1</b>		
Inländische Kredite	8,7	4,4	1,7	1,0	0,9	0,9	1,3	1,4	553,2		
Debitoren	8,8	2,5	0,2	-0,4	-0,9	-2,8	-2,3	-2,3	241,0		
Hypotheken	8,2	5,1	3,5	2,4	2,0	1,8	2,5	2,9	289,9		
Ausländische Kredite	4,5	15,1	2,3	4,7	2,9	3,8	-0,1	-6,2	158,0		
Bewilligte Baukrediten	-0,7	-5,6	-5,8	-11,1	-11,6	-12,4	-6,5	-2,3	32,0		
Beanspruchte Baukredite	18,6	4,6	-0,8	-9,4	-12,2	-13,5	-12,2	-10,4	17,5		
<b>Kundengelder</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>771,3</b>		
Kreditoren auf Sicht	-8,4	-1,9	5,1	20,7	18,0	19,5	12,5	3,9	98,4		
Kreditoren auf Zeit	13,2	5,8	2,3	-7,4	-8,3	-8,4	-2,8	3,5	285,4		
Spar- und Depositeneffekte	-4,8	5,5	7,4	19,9	23,1	21,5	15,8	12,5	220,9		
Kassenobligationen, Obligationen und Pfandbriefe	9,7	5,3	1,1	-3,1	-4,5	-4,8	-7,9	-6,9	166,6		
<b>Treuhandgelder</b>	<b>5,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,5</b>	<b>-11,0</b>	<b>-13,6</b>	<b>-11,6</b>	<b>268,3</b>		

<sup>1</sup> Die Netto-Finanzanlagen setzen sich zusammen aus: Liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft (Bankendebitoren minus Bankenkreditoren), Wechsel und Geldmarktpapiere, Wertschriften

zweiten Quartals 1993 bis zum Ende des zweiten Quartals 1994 nahmen die monatlich meldenden Banken bei anderen Banken mehr Mittel in Anspruch, als sie diesen zur Verfügung stellten. Ende Juni 1994 belief sich der Saldo im Interbankgeschäft (Bankendebitoren minus Bankenkreditoren) auf -20,3 Mrd. Franken und lag damit höher als ein Jahr zuvor. Sowohl die Wechsel und Geldmarktpapiere als auch die Wertschriften stiegen kräftig.

Die Entwicklung der Kredite stand im Zeichen einer nach wie vor schwachen Kreditnachfrage im Inland sowie des Kursrückgangs des Dollars. Insgesamt lagen die Kredite Ende Juni 1994 mit 711,1 Mrd. Franken um 0,4% unter dem Vorjahresstand. Die inländischen Kredite erhöhten sich um 1,4%. Im Vergleich zu den siebziger und achtziger Jahren blieb damit das Kreditwachstum im bisherigen Konjunkturaufschwung ungewöhnlich schwach. Die Komponenten der Inlandkredite entwickelten sich uneinheitlich. Während die Hypothekaranlagen um knapp 3% stiegen, sanken die Debitoren um 2,3%. Die bewilligten und bean-

spruchten Baukredite sanken zwischen Ende Juni 1993 und Ende Juni 1994 um 2,3% bzw. 10,4%, womit sich der Rückgang weiter abschwächte. Die ausländischen Kredite lagen Ende Juni um 6,2% tiefer als vor einem Jahr; dollarkursbereinigt stiegen sie jedoch um 0,6%.

Die Banken wiesen Ende Juni Kundengelder von 771,3 Mrd. Franken auf. Gegenüber dem Vorjahresstand entspricht dies einem Anstieg von 3,5%. Mit 3,9% bzw. 3,5% nahmen die Kreditoren auf Sicht und die Kreditoren auf Zeit ungefähr gleich stark zu. Die Spar- und Depositengelder stiegen innert Jahresfrist um 12,5%. Infolge des markanten Rückgangs der Kassenobligationen (-14,6%) sank der Bestand ausstehender Kassenobligationen, Obligationen und Pfandbriefe um fast 7%.

Die fast ausschliesslich im Ausland plazierten Treuhandgelder lagen mit 268,3 Mrd. Franken am Ende des zweiten Quartals um 11,6% tiefer als vor einem Jahr. Dabei fielen die aus dem Inland stammenden Gelder (-10,2%) etwas weniger stark als die ausländischen Treuhandgelder (-12,1%).

# Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 16 septembre 1994\*

## A. Aperçu

### 1. Etranger

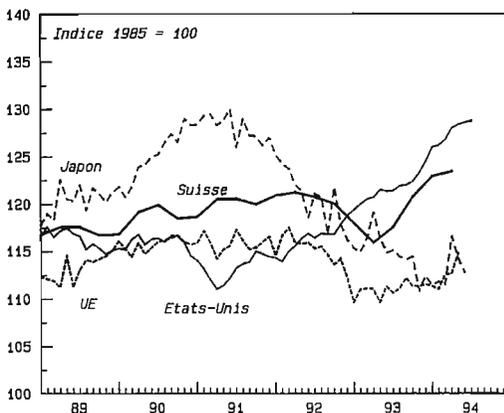
#### Evolution de la conjoncture

Au deuxième trimestre de 1994, la reprise économique a pris davantage de vigueur dans la zone de l'OCDE et les décalages conjoncturels entre les grands pays industrialisés se sont réduits. Après les Etats-Unis et le Royaume-Uni, qui sont tous deux sur un solide sentier de croissance depuis quelque temps déjà, le continent européen a enregistré une amélioration sensible de la conjoncture. En Allemagne, en France et en Italie, la production industrielle s'est nettement accrue et les entreprises ont jugé les perspectives conjoncturelles avec beaucoup plus d'optimisme qu'au début de l'année. La propension à investir s'est raffermie dans ces trois pays. Elle constitue le principal moteur de l'expansion, à côté des exportations. Par contre, la consommation privée a continué à stagner et rares ont été les impulsions découlant de la consommation publique. Au Japon, les signes d'une stabilisation de la conjoncture se sont multipliés; la consommation privée et les exportations ont progressé, mais les investissements sont restés à un bas niveau, en particulier dans le secteur des constructions industrielles.

Au milieu de l'année, l'OCDE a révisé à la hausse ses prévisions de croissance pour 1994. Elle table maintenant sur une expansion moyenne de 2,6% du produit national brut réel de ses Etats membres, après avoir pronostiqué 2,1% en décembre 1993.

\* Le rapport, achevé à la mi-août, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de mai et de juillet 1994. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières. Les données sur le commerce extérieur de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni et de l'Italie sont disponibles avec retard du fait d'adaptations statistiques.

## Graphique 1: Production industrielle



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

L'emploi croissant a conduit à une nouvelle diminution du taux de chômage aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. En Allemagne et en France, le nombre de chômeurs a un peu moins augmenté que pendant les trimestres précédents. Dans l'Union européenne (UE), le taux moyen de chômage atteignait encore 11,3% en juin.

Le renchérissement est resté modéré dans la zone de l'OCDE. En moyenne des Etats membres (sans la Turquie), il s'inscrivait à 2,4% en juin, contre 2,5% en mars.

#### Politique économique

Pour prévenir une surchauffe économique et le danger d'une reprise de l'inflation, les autorités monétaires américaines ont donné un nouveau tour de vis à leur politique. Elles ont relevé le taux de l'escompte et le taux des fonds fédéraux en deux étapes, la première à la mi-mai et la seconde à la mi-août; ainsi, le taux de l'escompte a été porté de 3% à 4%, et le taux des fonds fédéraux,

de 3,75% à 4,75%. Les autorités monétaires japonaises et britanniques n'ont pas modifié leur politique. En revanche, la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque de France ont encore légèrement abaissé leurs taux directeurs. Une baisse des taux officiels a été observée également dans la plupart des autres pays participant au SME. Après avoir relâché elle aussi les rênes monétaires au début du deuxième trimestre, la Banque d'Italie a relevé d'un demi-point le taux de l'escompte, à la mi-août, pour freiner l'effrètement persistant de la lire sur les marchés des changes. En Suède, la banque centrale a augmenté d'un demi-point le taux de l'escompte en vue de lutter contre la faiblesse de la couronne sur les marchés des changes et le danger croissant d'inflation. Ces deux pays ont ainsi enregistré la première hausse de taux depuis l'automne de 1992, soit depuis qu'ils ont renoncé à leur engagement de change.

Alors que les taux d'intérêt à court terme ont légèrement diminué dans la plupart des pays, les rendements à long terme ont poursuivi leur ascension. Aux Etats-Unis, ce mouvement est dû à la croissance vigoureuse de l'économie et aux craintes persistantes de poussées inflationnistes. En Europe par contre, il a été engendré principalement par le recours accru des collectivités publiques au marché des capitaux.

Grâce à l'évolution de la conjoncture, le déficit des comptes de l'Etat fédéral américain devrait être un peu inférieur au chiffre inscrit au budget de l'exercice 1994. L'excédent de dépenses représentera 2,6% du produit intérieur brut des Etats-Unis, soit un taux nettement plus faible que celui des Etats européens qui sont membres de l'OCDE. Selon des estimations de l'OCDE, ce taux s'élèvera à 6,1% en 1994; il sera donc en léger recul par rapport à l'année précédente. Grâce aux mesures d'assainissement prises par la plupart des pays européens, les déficits d'origine structurelle en particulier diminueront quelque peu.

### Marchés des changes

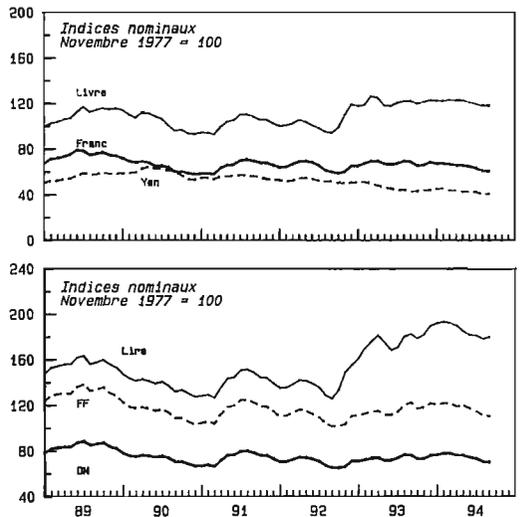
Sur les marchés des changes, la faiblesse persistante du dollar des Etats-Unis a occupé le devant

de la scène au deuxième trimestre. En revanche, aucune modification notable de la situation n'a été observée au sein du Système monétaire européen (SME).

Le dollar a continué à reculer par rapport à toutes les principales monnaies. Entre le mois d'avril et la mi-juillet, il a perdu près de 10% face au mark allemand et environ 5% vis-à-vis du yen japonais. Dans la première quinzaine de juillet, son cours est tombé à 97,3 yens, soit à un niveau record. De concert avec d'autres banques centrales, les autorités monétaires américaines ont effectué des interventions pour soutenir le dollar sur les marchés des changes, mais sans pouvoir interrompre le mouvement de repli. Il a fallu attendre la seconde quinzaine de juillet pour voir la monnaie américaine se redresser légèrement. Cette faiblesse tenace du dollar a été attribuée notamment au déficit croissant du commerce extérieur des Etats-Unis, aux craintes latentes d'une reprise de l'inflation et à une perte de confiance des marchés dans la politique économique des Etats-Unis.

Au sein du mécanisme de change du SME, l'écart entre la plus forte et la plus faible des monnaies s'est creusé, passant de 4% à 7% environ au

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



deuxième trimestre; vers la fin de cette période toutefois, il a diminué à moins de 5%. Succédant à la livre irlandaise, le florin néerlandais est devenu la monnaie la plus forte du SME. La peseta espagnole n'a pas profité longtemps des effets positifs de l'afflux de devises découlant du tourisme; elle est restée la monnaie la plus faible du mécanisme, avec l'escudo portugais. Face au mark allemand, le franc français s'est généralement maintenu à l'intérieur de son ancienne marge de fluctuation; il n'en est sorti que pendant de très courtes phases, en mai et en juillet. Le mark a bénéficié de l'amélioration des perspectives économiques en Allemagne et de la faiblesse du dollar.

Parmi les monnaies qui ne participent pas au mécanisme de change du SME, la livre sterling et la lire italienne ont toutes deux perdu du terrain. Par rapport au mark, la lire a cédé 4% en chiffre rond entre avril et juillet; le mark a ainsi atteint 1008 liras, un niveau jamais observé jusque-là. La livre sterling, en dépit de données économiques favorables, a fléchi de 3% vis-à-vis du mark; en juillet, elle a fluctué entre 2,40 et 2,45 marks.

### ***Intégration européenne***

Au deuxième trimestre, la Commission européenne a soumis pour la première fois la politique budgétaire des pays membres de l'UE à un examen approfondi au titre de la procédure concernant les déficits budgétaires excessifs. Cette procédure est en effet prévue dans la deuxième étape de l'union économique et monétaire. La Commission a analysé la politique budgétaire des Etats membres en fonction des critères de convergence fixés dans le traité de Maastricht. Elle a constaté que dix des douze pays que compte l'UE affichent des déficits excessifs. Seul le Luxembourg remplit au sens strict les conditions de convergence. Pour la Commission, l'Irlande satisfait elle aussi aux exigences, bien que la dette publique globale atteigne 93% du produit national brut et dépasse ainsi très nettement la valeur de référence, à savoir 60%. Mais ce pays a pu, en l'espace de sept ans, ramener de 117% à 93% le rapport entre sa dette publique et son produit national brut.

### ***Coopération monétaire internationale***

En juillet, le Fonds monétaire international (FMI) a accordé, dans le cadre d'un accord de confirmation, un crédit de 115,8 millions de droits de tirage spéciaux (DTS) à la Slovaquie. Le FMI a également versé à ce pays la deuxième tranche d'un crédit octroyé au titre de la facilité pour la transformation systémique (FTS). Début août, soit quatre mois à peine après l'expiration de son dernier accord de confirmation, la Pologne a obtenu du FMI un crédit de 545 millions de DTS reposant sur un nouvel accord de confirmation. En outre, le FMI a accordé au Kirghizistan un crédit de 71 millions de DTS au titre de la facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR); il s'agit du premier prêt de cette nature à être consenti à une république de l'ex-Union soviétique. En juillet, la deuxième tranche du crédit accordé au titre de la FTS a été versée à la Lettonie.

L'accord de rééchelonnement entre la Bulgarie et ses banques créancières étrangères est entré en vigueur à fin juillet. Il porte sur 8,1 milliards de dollars de dettes et d'arriérés.

En août, le Conseil fédéral a décidé d'octroyer un crédit d'aide à la balance des paiements de 11 millions de francs à la Lettonie. Accordé dans le cadre d'une opération mise sur pied par le Groupe des Vingt-Quatre, ce prêt à moyen terme reposera sur l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales et sera rémunéré aux conditions du marché. Il sera financé par la Banque nationale et assorti d'une garantie de la Confédération.

Le 1<sup>er</sup> juillet, une nouvelle réforme monétaire est entrée en vigueur au Brésil. Le real a remplacé le cruzeiro real (1 real = 2750 cruzeiros reais). Afin d'accélérer le processus de désinflation, le Brésil a réformé son mécanisme d'indexation avant l'introduction du real. Le nouveau système d'indexation, appliqué depuis mars, est basé sur un indice des prix qui est calculé quotidiennement en tenant compte de l'évolution des cours de change. Le taux mensuel d'inflation, qui s'élevait encore à 50% en juin, a pu être rapidement ramené au-dessous de 10%.

## 2. Suisse

En Suisse, la reprise de la conjoncture a continué au deuxième trimestre. En données corrigées des variations saisonnières, le produit intérieur brut réel a atteint un niveau légèrement supérieur à celui des trois mois précédents. Les investissements se sont vigoureusement accrus, mais les exportations ont quelque peu diminué et la consommation privée a poursuivi sa faible progression. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a encore augmenté et s'est rapproché de sa moyenne à long terme. Selon la récente enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'industrie estime que le niveau de ses stocks est redevenu adéquat. La hausse des commandes, tant indigènes qu'étrangères, préfigure une nouvelle amélioration de la conjoncture, mais les entreprises portent un jugement plus circonspect sur la marche des affaires au cours des prochains mois.

En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a nettement diminué d'un trimestre à l'autre, après avoir semblé se stabiliser. Au deuxième trimestre, les suppressions d'emplois ont été de nouveau plus nombreuses, tant dans l'industrie que dans les services. Néanmoins, le nombre des chômeurs a encore diminué, en données corrigées des variations saisonnières, et le taux de chômage s'est légèrement replié à 4,8%.

Le taux annuel de renchérissement s'établissait à 0,7% en moyenne du deuxième trimestre, contre 1,7% le trimestre précédent. Ce sensible ralentissement est imputable aussi bien à l'évolution des prix à l'importation qu'à celle des prix des biens et services suisses. En juillet et en août, le renchérissement est resté inférieur à 1%.

Au deuxième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée dépassait de 1,7% son niveau du quatrième trimestre de 1993, d'où une progression de 3,4% en taux annualisé. Sa progression a donc été conforme à la prévision faite par la Banque nationale en avril. Les billets en circulation ont joué un rôle primordial dans cette expansion. Quant à la croissance de la masse monétaire  $M_1$ , elle a nettement perdu de sa vigueur. Pour le troisième trimestre, la Banque nationale table sur

un volume moyen de monnaie centrale désaisonnalisée de 30,3 milliards de francs. Ainsi, la progression de l'agrégat marquera un nouveau ralentissement.

Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a augmenté d'un demi-point environ au cours des mois d'avril et de mai, puis s'est stabilisé autour de 4,3% jusqu'à fin août. Les taux à long terme ont eux aussi enregistré une hausse. Le rendement moyen des obligations fédérales s'est accru d'un point entre le début d'avril et la mi-juin pour atteindre 5,5%. Il a ensuite diminué d'un demi-point, avant de repartir à la hausse en août.

Au deuxième trimestre, la plupart des principales monnaies qui ne participent pas au mécanisme de change du SME – dollar, livre sterling et lire italienne en particulier – ont faibli face au franc suisse. Ce dernier est resté relativement stable par rapport aux monnaies du mécanisme de change, notamment vis-à-vis du mark allemand. Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, n'a pas varié; il dépassait de 5,4% le niveau observé un an auparavant, contre 7,2% au premier trimestre.

## B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

### *Etats-Unis*

Au deuxième trimestre, l'économie américaine s'est maintenue sur son solide sentier de croissance. Par rapport aux trois mois précédents, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,8% en taux annualisé. Il dépassait ainsi de 4% le niveau observé un an auparavant. Cette expansion s'explique avant tout par la reconstitution des stocks qui, compte tenu du rapport exceptionnellement bas entre les stocks et les ventes, était largement prévue. Des enquêtes montrent en effet que les entreprises reconstituent leurs stocks parce qu'elles s'attendent à un raffermissement de la demande et à un relèvement des prix. La demande globale (sans les stocks) a progressé de 1,5%, soit plus lentement que les trimestres précédents. Ce ralentissement est dû à la croissance

plus faible de la consommation privée (1,4%). En revanche, les investissements des entreprises se sont accrus de près de 10%, comme au premier trimestre, et la construction de logements a enregistré également une forte augmentation. L'amélioration de la conjoncture dans la zone de l'OCDE a influé sur les exportations, qui ont marqué une hausse de 16%. Quant aux importations, elles ont fait un bond de 18%.

La production industrielle s'est de nouveau considérablement accrue au deuxième trimestre. Elle était supérieure de 5,4% à son niveau de la période correspondante de 1993. Le taux d'utilisation des capacités de production atteignait 83,7% au deuxième trimestre, contre 83,4% au premier. Le nombre des personnes occupées a progressé, en moyenne, de 330 000 par mois. L'emploi dépassait ainsi de 2,5% son niveau du deuxième trimestre de l'année précédente. En outre, le taux de chômage a diminué, passant de 6,6% à 6,1%. Compte tenu du taux d'utilisation des capacités de production et du taux de chômage, l'économie américaine tourne presque à plein régime. Les indicateurs avancés de la conjoncture annoncent que la croissance économique restera vigoureuse. Les commandes de biens d'équipement et de biens durables ayant sensiblement augmenté, les carnets de commandes se sont remplis rapidement. La demande est venue de l'étranger pour une forte part. Du fait de la hausse des taux d'intérêt, les demandes de prêts hypothécaires ont toutefois diminué, ce qui indiquerait un ralentissement du côté de la construction de logements. Etant donné le nombre très élevé des heures supplémentaires, l'emploi pourrait encore progresser.

Au deuxième trimestre, le déficit de la balance commerciale<sup>1</sup> s'est accru à 27,4 milliards de dollars, en données corrigées des variations saisonnières. Il était de 24,3 milliards de dollars le trimestre précédent et de 19,1 milliards un an auparavant. L'expansion du déficit est imputable principalement à la forte augmentation que les importations ont enregistrée du fait de la conjoncture. Dans le conflit commercial entre les Etats-Unis et le Japon, aucun accord n'avait pu être trouvé, à

fin juillet, sur l'ouverture des marchés publics nippons aux soumissions d'entreprises étrangères. Les Etats-Unis ont menacé le Japon de sanctions si celui-ci n'assouplit pas sa position jusqu'à fin septembre.

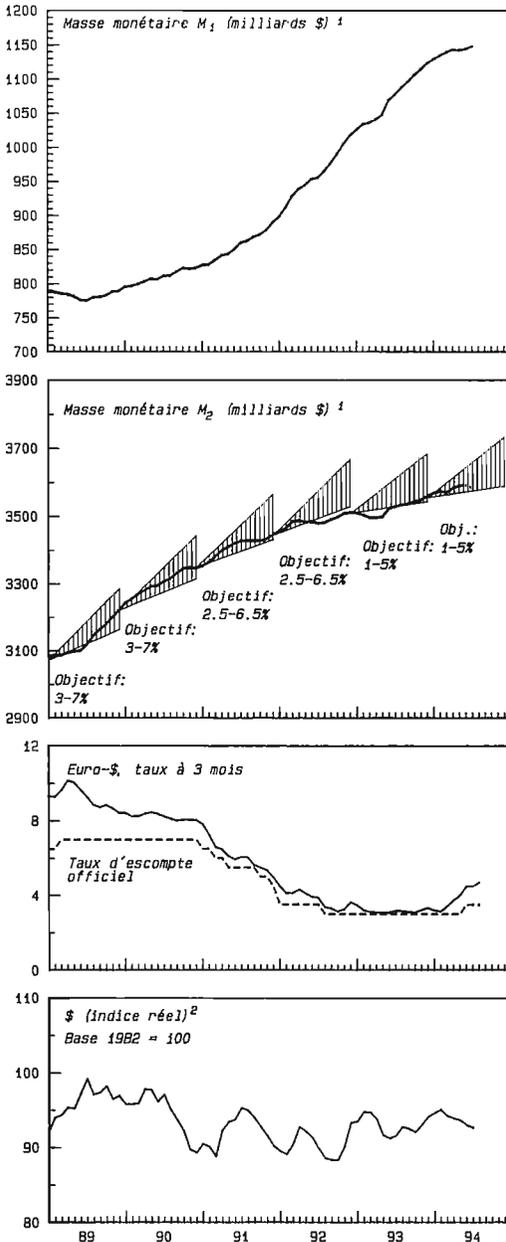
Le renchérissement a une nouvelle fois diminué légèrement au deuxième trimestre. Les prix à la consommation dépassaient de 2,4% le niveau observé un an auparavant. Abstraction faite des produits alimentaires et de l'énergie, le rythme de la hausse des prix a fléchi à 2,8%. Les craintes inflationnistes ont toutefois subsisté à cause notamment de l'augmentation substantielle, au deuxième trimestre, des prix à la production des biens intermédiaires et de l'indice des prix de l'association des acheteurs.

Le gouvernement américain a présenté, en juillet, une version révisée de son budget pour l'exercice 1995, qui commencera en octobre, et ses prévisions budgétaires pour les années suivantes. Pour l'exercice en cours, le déficit budgétaire de l'Etat fédéral devrait être de 220 milliards de dollars, soit un montant inférieur de près de 40 milliards à ce qui avait été initialement annoncé. La diminution inattendue de l'excédent de dépenses s'explique principalement par des rentrées fiscales plus élevées grâce à la conjoncture favorable. Le budget pour l'exercice 1995 prévoit de ramener le déficit à 167 milliards de dollars ou à 2,4% du produit intérieur brut. Cette amélioration a été obtenue essentiellement par une réduction de la part structurelle du déficit. Selon les projections, l'excédent de dépenses de l'Etat fédéral devrait, entre 1996 et 1999, s'accroître au même rythme que le produit intérieur brut nominal; une nouvelle diminution du déficit structurel n'est pas prévue.

Pour prévenir une surchauffe économique, la Réserve fédérale a encore resserré les rênes monétaires. Le 17 mai, le Comité d'open market a relevé de 3,75% à 4,25% le taux des fonds fédéraux et de 3% à 3,5% le taux de l'escompte. Le 16 août, le taux des fonds fédéraux a été porté à 4,75%, et le taux de l'escompte, à 4%. Sur le marché des euro-dollars, la rémunération des dépôts à trois mois a augmenté d'un point, entre mars et août, pour s'établir à 4,9%. Le rendement des titres émis à dix ans par l'Etat a lui aussi progressé, mais moins nettement, passant à 7,5%.

<sup>1</sup> Depuis juin 1994, la balance commerciale américaine englobe également les services.

### Graphique 3: Etats-Unis



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

La croissance de la masse monétaire M<sub>1</sub> s'est inscrite à 7,5%, soit à un rythme sensiblement plus faible qu'aux trimestres précédents; son ralentissement a découlé de la hausse des rémunérations servies sur le marché monétaire, hausse qui a entraîné des transformations de dépôts à vue en dépôts à terme. Par rapport au quatrième trimestre de 1993, l'agrégat M<sub>2</sub> s'est accru de 1,7%, et M<sub>3</sub>, de 0,1%. Ainsi, ces agrégats étaient toujours à la limite inférieure de leur corridor de croissance (entre 1 et 5% pour M<sub>2</sub> et entre 0 et 4% pour M<sub>3</sub>).

### Japon

Depuis le début de 1994, l'économie nipponne présente des signes de stabilisation. Au premier trimestre, le produit national brut réel a augmenté de 1% par rapport à la période précédente, mais stagné en comparaison annuelle. Il faut néanmoins interpréter le résultat du premier trimestre avec prudence. En effet, en prévision de la clôture de l'exercice annuel au 31 mars, des entreprises comme les collectivités publiques ont cherché à améliorer leurs résultats par des facturations anticipées et l'octroi de conditions spéciales. La consommation privée, qui a été stimulée par les remises exceptionnelles accordées par les commerçants, a nettement progressé. Les dépenses publiques et les exportations se sont également accrues vigoureusement. Par contre, les investissements des entreprises et la construction de logements ont reculé.

La reprise économique est restée timorée au deuxième trimestre. Pour la deuxième fois consécutive, la production industrielle a augmenté d'un trimestre à l'autre. Mais elle était encore inférieure de 2% au niveau observé un an auparavant. Le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 70,4% à 70,6%. La consommation privée a été stimulée par le temps exceptionnellement beau. Selon l'enquête trimestrielle que la Banque du Japon a effectuée en mai, les entreprises portaient un jugement un peu moins pessimiste sur les perspectives économiques, tant dans l'industrie manufacturière que dans les services. Les commandes de biens d'équipement n'ont plus diminué que faiblement. Le nombre des mises en chantier de logements a fortement progressé, mais la demande de constructions indus-

trielles et artisanales – proportionnellement plus importante – a encore faibli.

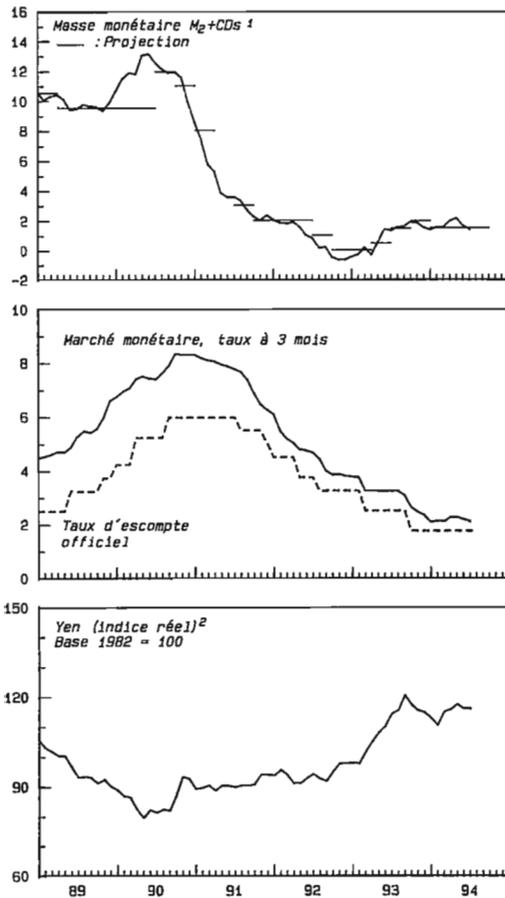
Sur le marché du travail, la situation n'a guère évolué au deuxième trimestre. Le taux de chômage est resté à 2,9%. Par contre, le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi a de nouveau reculé quelque peu.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a diminué, passant de 1,2% au

premier trimestre à 0,8% au deuxième. Calculé sans les produits frais et l'énergie, il a fléchi à 0,8%.

Les balances commerciale et courante ont dégagé des excédents légèrement accrus au deuxième trimestre. La revalorisation substantielle du yen n'a pas encore réduit ces soldes actifs; elle a uniquement freiné leur expansion. En volume, les importations se sont nettement accrues; elles dépassaient de près de 14% le niveau observé un an auparavant. Mais, du fait en particulier de la demande vigoureuse émanant des Etats-Unis, les exportations ont recommencé à progresser.

**Graphique 4: Japon**



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

La Banque du Japon a maintenu sa politique inchangée au deuxième trimestre. Le taux de l'argent au jour le jour est resté à 2,2%. Comme dans les autres pays industrialisés, les rendements ont continué d'augmenter sur le marché des capitaux. Le rendement des titres émis à dix ans par l'Etat atteignait 4,6% en août, contre 4,2% en mars. Le yen s'est encore raffermi et a enregistré, en juillet, de nouveaux records, tant par rapport au dollar qu'en données pondérées par le commerce extérieur. La Banque du Japon est intervenue à plusieurs reprises, mais en vain, sur les marchés des changes pour freiner la hausse du yen. Les effets des signes de reprise économique ayant été neutralisés par ceux de la hausse des taux d'intérêt, le marché des actions a campé sur ses positions. Au deuxième trimestre, la masse monétaire  $M_2+CD$  dépassait de 1,8% son niveau de la période correspondante de 1993. La Banque du Japon a fixé entre 1 et 2% sa projection pour la croissance de cet agrégat au troisième trimestre.

### Allemagne

Après avoir légèrement fléchi, le produit intérieur brut réel de l'Allemagne occidentale a augmenté de 0,5% du quatrième trimestre de 1993 au premier trimestre de 1994. Sa progression, par rapport à la période correspondante de l'année précédente, a atteint 2,2%. Mais un recul particulièrement sensible avait été observé pour les trois premiers mois de 1993. La conjoncture, au début de 1994, a été soutenue principalement par la construction et les exportations. Les investissements en biens d'équipement, en repli depuis

deux ans, se sont également redressés. Par contre, la consommation privée a stagné, comme précédemment, et la consommation publique a régressé.

Dans les anciens Länder, la conjoncture a continué à s'améliorer au deuxième trimestre. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1% par rapport à la période précédente. La croissance de la production dans l'industrie manufacturière – en particulier dans le domaine des biens d'équipement – a été plus forte que durant les trois premiers mois de l'année. Le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 80,3% en mars à 82,3% en juin; il avait atteint son niveau le plus bas du cycle conjoncturel, à savoir 78%, en septembre 1993. Dans l'ensemble, les entrées de commandes se sont elles aussi accrues au deuxième trimestre; leur expansion a été nettement plus marquée du côté des biens d'équipement que de celui des biens de consommation. Contrairement au premier trimestre, les impulsions dont la demande a bénéficié sont venues principalement de la clientèle allemande. Dans la construction, les entrées de commandes se sont tassées, après avoir continuellement progressé depuis le milieu de 1993.

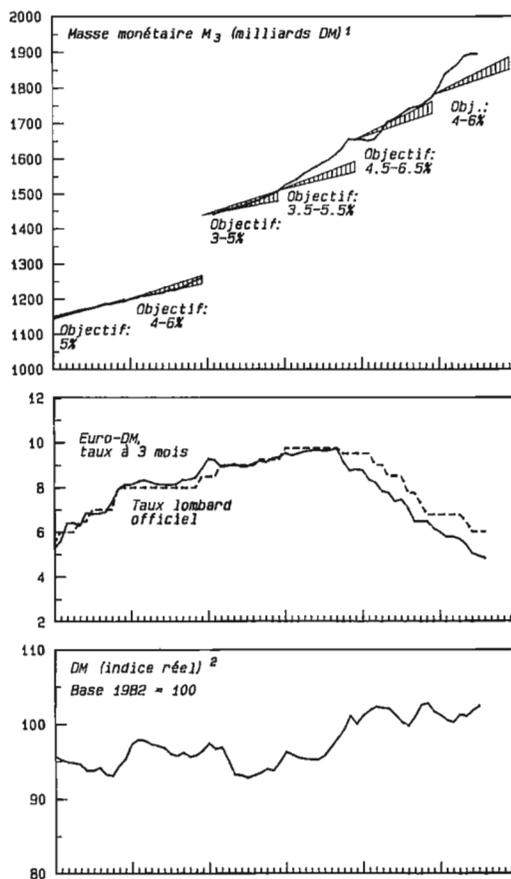
Selon une enquête de l'Ifo, un institut de recherches conjoncturelles, la production industrielle devrait continuer à croître, dans les anciens Länder, au cours du second semestre. Les entreprises ont en majorité fait preuve d'optimisme en ce qui concerne l'évolution des ventes et de la productivité, mais les suppressions d'emplois ne devraient pas cesser prochainement. Contrairement à la production, le commerce est resté morose. Les chiffres d'affaires enregistrés par le commerce de détail ont baissé au deuxième trimestre. Les ventes de véhicules, en particulier, ont diminué par rapport aux trois premiers mois de l'année. Le climat de consommation s'est toutefois amélioré.

Dans les anciens Länder, la diminution de l'emploi s'est nettement ralentie au deuxième trimestre. Le taux de chômage a quelque peu augmenté pour s'établir à 9,3%. Le taux annuel de renchérissement a marqué un léger reploi à 3%.

En Allemagne orientale, la reprise économique s'est poursuivie avec, pour principal soutien, la construction. La production de l'industrie manufacturière, qui avait atteint le creux de la vague en 1992, a progressé plus fortement au deuxième trimestre que durant les mois précédents.

L'amélioration de la conjoncture dans les nouveaux Länder a influé également sur le marché du travail. Depuis le début de l'année, l'emploi n'a plus reculé dans l'industrie. Le taux de chômage a fléchi de 18,1% au premier trimestre à 16,4% au

Graphique 5: Allemagne



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

deuxième. Mais, si l'on tient compte du chômage masqué (programmes de formation, mesures pour promouvoir l'emploi, retraites anticipées), le taux de chômage atteignait encore presque le double de ce chiffre. Le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 3,3%, contre 3,6% au premier trimestre.

Au deuxième trimestre, les exportations de l'ensemble de l'Allemagne ont enregistré une forte croissance par rapport à la période précédente, alors que les importations ont augmenté moins vigoureusement. L'excédent de la balance commerciale atteignait 21,4 milliards de marks, contre 14,8 milliards au premier trimestre. Quant au déficit de la balance des transactions courantes, il a diminué de 12 milliards à 7,9 milliards de marks.

La Banque fédérale d'Allemagne a continué à assouplir sa politique au deuxième trimestre. Elle a réduit son taux de l'escompte et son taux lombard à deux reprises, les 14 avril et 11 mai. Le taux de l'escompte a été ainsi ramené de 5,25% à 4,5%, et le taux lombard, de 6,75% à 6%. Le taux appliqué aux prises en pension de titres, qui était encore à 5,76% à fin mars, a été abaissé graduellement. A fin juillet, il s'inscrivait à 4,85%. Entre avril et juillet, le rendement des obligations à long terme a toutefois augmenté de 6,3% à 6,8%.

En taux annualisé, l'expansion de la masse monétaire  $M_3$  a marqué un ralentissement. Elle s'établissait à 13,4% au deuxième trimestre, contre 18% le trimestre précédent. Mais cet agrégat évoluait encore bien au-dessus de son corridor de croissance de 4 à 6%. Les composantes ont suivi des tendances divergentes. Le numéraire en circulation et les dépôts à terme ont fléchi, alors que les dépôts à vue et les fonds d'épargne se sont accrus. Pour les autorités monétaires, des facteurs exceptionnels sont à l'origine de la très vive progression de  $M_3$ .

En août, la Banque fédérale d'Allemagne a annoncé la fin des émissions de papiers monétaires à court terme («U-Schätze»). Cet abandon est dû au fait qu'elle n'est pas parvenue, avec les émissions de tels papiers, à asseoir sa politique d'open market sur un cercle plus vaste d'investisseurs. Les «U-Schätze» ont été en effet acquis principalement par des investisseurs étrangers.

## France

Au premier trimestre, les signes d'une reprise de la conjoncture se sont accentués en France. Après avoir stagné au quatrième trimestre de 1993, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,7% par rapport à la période précédente. Sa progression s'explique principalement par un accroissement des stocks. La consommation privée est restée stable, mais les investissements en biens d'équipement et les exportations ont reculé. Du côté des importations, une augmentation a été observée, la première depuis 1992.

Grâce surtout à l'évolution favorable de l'industrie automobile et de la demande étrangère, la production de l'industrie manufacturière s'est accrue, au deuxième trimestre, de 2,4% par rapport aux trois mois précédents. Stimulée par l'aide financière accordée par l'Etat pour l'achat de nouveaux véhicules, la production a enregistré une hausse particulièrement forte dans le secteur des produits semi-finis. Après un net raffermissement de l'activité dans la construction, la demande de biens durables – meubles et appareils ménagers notamment – semble elle aussi en progression. Selon des enquêtes effectuées auprès des entreprises, les entrées de commandes se sont redressées sensiblement, mais les carnets de commandes sont encore insuffisamment remplis. Dans l'ensemble, les perspectives de production ont été jugées aussi favorables qu'en 1990.

La situation s'est quelque peu améliorée sur le marché du travail. Au premier trimestre, l'emploi a progressé pour la première fois depuis 1990. Le taux de chômage, qui s'inscrivait à 12,6% en juin, était un peu plus élevé que son niveau de mars. Le gouvernement a poursuivi ses efforts pour stimuler l'emploi. Une loi autorisant les entreprises à aménager le temps de travail de manière plus souple est entrée en vigueur en avril. En outre, la prime versée aux entreprises engageant des jeunes a été reconduite. Quant au renchérissement, il est resté inchangé à 1,7% au deuxième trimestre.

Au premier trimestre, les exportations ont fléchi de 0,2%, alors que les importations ont augmenté de 4,9%. Par rapport au quatrième trimestre de 1993, l'excédent de la balance commerciale a di-

minué de moitié pour s'établir à 16 milliards de francs français. Le solde actif de la balance des transactions courantes s'est réduit de 8 milliards, passant à 15,2 milliards de francs français.

Selon les estimations les plus récentes du gouvernement, les comptes de l'Etat pour 1994 se solderont par un déficit de 301,4 milliards de francs français ou de 4,1% du produit intérieur brut. Ce montant englobe les recettes provenant des privatisations, recettes qui s'élèvent à 50 milliards de francs français. L'excédent de

dépenses correspond à ce qui avait été initialement prévu.

La Banque de France a continué à assouplir prudemment sa politique. Entre début avril et fin juillet, elle a ramené de 5,9% à 5% le taux de ses appels d'offres et de 7% à 6,4% le taux de ses prises en pension. Le taux interbancaire à trois mois a fléchi de 6,1% à 5,6%. Le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a toutefois augmenté de 6,8% en avril à 7,3% en juillet.

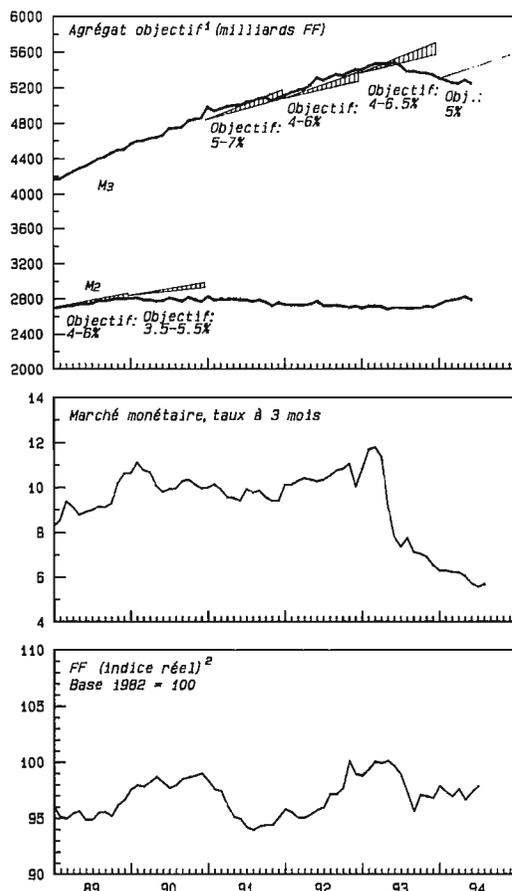
Au deuxième trimestre, la masse monétaire  $M_3$  a cessé de reculer par rapport à la période précédente. Elle était toutefois encore inférieure de 2,8% à son niveau des trois derniers mois de 1993. L'agrégat évoluait donc très en deçà du taux de 5% que la Banque de France s'est fixé comme objectif à moyen terme. Ce recul est dû en partie à la transformation de dépôts à court terme en d'autres formes de placement, qui n'entrent pas dans la composition de  $M_3$ . Au premier trimestre, l'endettement intérieur total, que la Banque de France utilise aussi comme indicateur monétaire, dépassait de 4,3% le niveau observé un an auparavant. L'endettement intérieur total correspond à l'endettement brut que l'Etat, les ménages, les entreprises et d'autres débiteurs ont contracté envers le secteur financier ainsi qu'envers les marchés français et étrangers de l'argent et des capitaux.

### Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, l'essor économique s'est poursuivi au premier trimestre de 1994. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,8% d'un trimestre à l'autre et de 3% en comparaison annuelle, grâce principalement aux exportations et aux investissements. La progression a été vigoureuse dans les investissements en biens d'équipement, mais faible du côté de la construction. La consommation privée, moteur de la reprise en 1993, a subi un léger ralentissement de sa croissance. La consommation publique, en repli au quatrième trimestre, s'est redressée quelque peu.

Le rythme de la croissance économique est resté soutenu au deuxième trimestre. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel

Graphique 6: France



<sup>1</sup> Données cvs; objectifs: du 4<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre suivant; à partir de 1994, objectif à moyen terme (source: Banque de France)

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

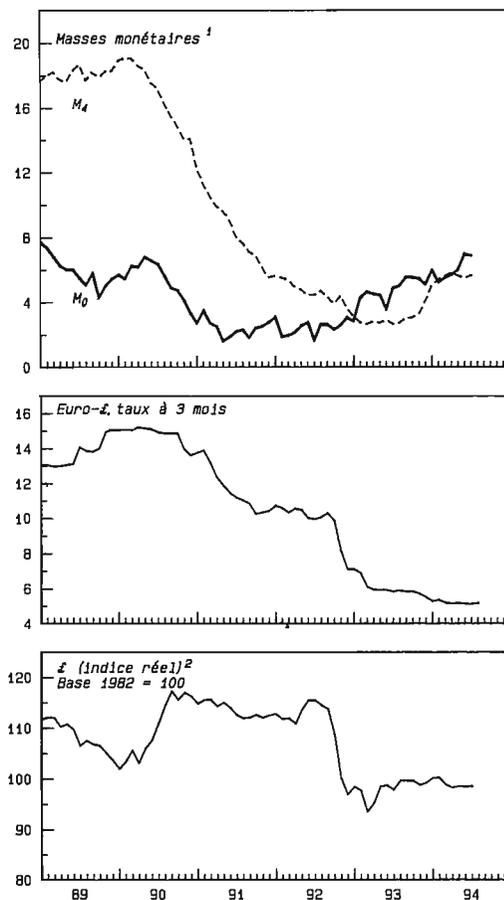
était supérieur de 3,1% au niveau de la période correspondante de 1993. D'un trimestre à l'autre, la production de l'industrie manufacturière a enregistré une hausse sensible, un peu plus marquée du côté des biens d'équipement que de celui des biens de consommation. Si les entrées de commandes n'ont pas augmenté autant que durant les trois premiers mois de l'année, elles dépassaient encore nettement leur niveau du deuxième trimestre de 1993. Une nouvelle fois, les ordres de la clientèle étrangère se sont accrues davantage que ceux des résidents. Au deuxième trimestre, les chiffres d'affaires du commerce de détail n'ont progressé que légèrement; en outre, les ventes de voitures se sont tassées, après une vive expansion en 1993 et au premier trimestre de 1994. Dans la dernière enquête de la «Confederation of British Industries» (CBI), les entreprises estimaient que les perspectives économiques étaient toujours favorables, grâce en particulier à leur évaluation optimiste de la demande étrangère.

Après avoir atteint 10,5% – son niveau record – au début de 1993, le taux de chômage a fléchi pour s'établir à 9,4% au deuxième trimestre. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel moyen s'est légèrement accéléré, passant à 2,6%. L'inflation de base, qui est calculée sans les taux hypothécaires, a toutefois reculé à 2,4%.

La balance commerciale, dont la signification reste limitée après les adaptations statistiques qui ont été opérées au début de 1993, a accusé au premier trimestre un déficit de 3,2 milliards de livres, soit un montant légèrement inférieur à celui de la période précédente. La croissance des exportations a été plus forte que celle des importations. Quant au solde passif de la balance courante, il a diminué de 2,1 milliards de livres au quatrième trimestre de 1993 à 0,8 milliard au premier trimestre de 1994.

Les autorités monétaires britanniques n'ont pas modifié leur politique au deuxième trimestre. Les banques ont maintenu à 5,25% le taux de base. Ce taux, appliqué aux débiteurs de premier ordre, avait été abaissé pour la dernière fois au début de février. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois s'inscrivait à 5,4% en juillet, contre 5,2% en

Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

avril. Le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a augmenté plus nettement, passant de 7,8% à 8,4%.

Dans le rapport qu'elle a publié en août sur l'inflation, la Banque d'Angleterre n'a que peu révisé ses prévisions concernant l'évolution du renchérissement. Elle estime que l'inflation de base augmentera pour atteindre environ 3,5% au premier trimestre de 1996, puis faiblira de nouveau. Le gouvernement a fixé, pour l'inflation de base, un objectif sous forme d'une fourchette de 1 à 4%.

En taux annualisé, la masse monétaire  $M_0$  s'est accrue de 6,6% au deuxième trimestre, contre 5,5% au trimestre précédent. Elle dépassait ainsi de nouveau son corridor de croissance de 0 à 4%. En revanche, l'agrégat  $M_4$ , qui englobe également les dépôts dans les banques et les caisses d'épargne-logement, a continué à évoluer au centre de son corridor de 3 à 9%.

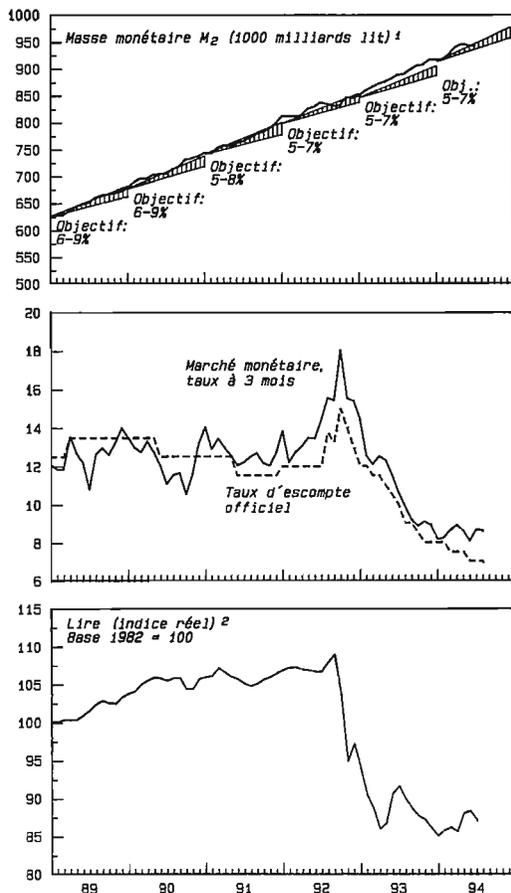
## Italie

Au premier trimestre, les signes d'une amélioration de la conjoncture se sont multipliés en Italie. Le produit intérieur brut réel a de nouveau augmenté légèrement par rapport à la période précédente. En comparaison annuelle, il a progressé de 0,6%. D'un trimestre à l'autre, les investissements en biens d'équipement se sont accrus nettement, et le recul a pris fin dans le secteur de la construction. Globalement, les investissements n'ont toutefois pas atteint leur niveau des trois premiers mois de 1993. Les exportations ont elles aussi connu une expansion. Par contre, la consommation privée n'a guère varié. Dans l'ensemble, la demande intérieure a diminué à cause de la consommation publique moins élevée et de la contribution négative qui est venue de l'évolution des stocks.

Au deuxième trimestre, la production industrielle s'est accrue de 3,5% par rapport au trimestre précédent. Une progression a été observée dans les biens de consommation, les biens d'équipement et les produits semi-finis. Il ressort des enquêtes les plus récentes que les entreprises portent des jugements positifs sur les perspectives économiques; les perspectives en matière de production se sont améliorées, et les stocks sont à des niveaux satisfaisants. Les entrées de commandes – aussi bien de provenance indigène qu'étrangère – ont vigoureusement progressé.

L'emploi a fléchi de 2,3% entre le deuxième trimestre de 1993 et la période correspondante de 1994. Son recul a été moins prononcé qu'au premier trimestre. Le taux de chômage, qui s'inscrivait à 11,3% en janvier, a augmenté à 11,6% en avril. Il a diminué à 6,9% dans le nord de l'Italie, mais s'est accru à 20,1% dans le sud. Le gouvernement cherche à promouvoir la

Graphique 8: Italie



<sup>1</sup> Données cvs; objectifs: de décembre à décembre suivant; depuis 1992, du 4<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre suivant (source: Banque d'Italie)

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

création d'emplois par diverses mesures et aides financières.

Le renchérissement a continué son mouvement de repli pour s'établir à 3,7% en juin. Ainsi, il était inférieur à 4% pour la première fois depuis 1969. Pour une part importante, ce repli a été obtenu grâce à l'accord conclu entre le gouvernement et les syndicats sur l'évolution des coûts du travail. Au deuxième trimestre, les salaires nominaux dépassaient de 2,3% le niveau observé un an auparavant. La progression des salaires s'est donc de nouveau ralentie quelque peu.

## Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1990	1991	1992	1993 <sup>a)</sup>	1993 <sup>a)</sup>				1994 <sup>a)</sup>	
					1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.
Etats-Unis	1,2	-0,7	2,6	3,0	3,2	2,9	2,8	3,1	3,7	4,0
Japon <sup>b)</sup>	4,8	4,1	1,4	0,1	0,4	-0,2	-0,4	0,2	-0,1	
Allemagne <sup>c)</sup>	5,9	4,6	1,2	-1,9	-3,1	-2,5	-1,0	-0,6	2,2	2,3
France	2,2	0,7	1,2	-1,0	-1,4	-1,1	-0,8	-0,6	0,7	1,0
Royaume-Uni	0,4	-2,2	-0,5	2,0	1,3	1,9	2,1	2,6	3,0	3,1
Italie	2,2	1,3	0,7	-0,7	-1,3	-1,0	-0,7	0,3	0,6	
Suisse	2,3	0,0	-0,3	-0,9	-1,0	-1,4	-0,7	0,0	1,3	2,3

a) Chiffres provisoires    b) PNB    c) Anciens Länder

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

	1990	1991	1992	1993	1994		1994			
					1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis	5,4	4,2	3,0	3,0	2,5	2,4	2,4	2,3	2,5	2,8
Japon	3,1	3,3	1,7	1,3	1,2	0,8	0,8	0,8	0,6	-0,2
Allemagne <sup>a)</sup>	2,7	3,5	4,0	4,1	3,4	3,0	3,1	3,0	3,0	2,9
France	3,4	3,1	2,4	2,1	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7
Royaume-Uni	9,5	5,9	3,7	1,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6	2,3
Italie	6,1	6,5	5,3	4,2	4,2	4,0	4,1	4,1	3,7	3,6
Suisse	5,4	5,9	4,0	3,3	1,7	0,7	1,0	0,4	0,5	0,6

a) Anciens Länder

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

	1990	1991	1992	1993 <sup>a)</sup>	1994 <sup>a)</sup>		1994 <sup>a)</sup>			
					1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis <sup>b)</sup>	5,5	6,8	7,4	6,8	6,6	6,1	6,4	6,0	6,0	6,1
Japon	2,1	2,1	2,2	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0
Allemagne <sup>c)</sup>	7,1	6,3	6,7	8,3	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3
France	9,0	9,5	10,4	11,7	12,5	12,6	12,6	12,7	12,6	12,6
Royaume-Uni <sup>d)</sup>	5,8	8,1	9,9	10,3	9,8	9,4	9,5	9,4	9,4	9,3
Italie <sup>e)</sup>	10,3	9,9	10,5	10,4	11,3	11,6	11,6	-	-	
Suisse <sup>f)</sup>	0,5	1,1	2,6	4,5	4,9	4,8	4,8	4,8	4,8	4,7

a) Chiffres provisoires    b) Depuis janvier 1994, nouvelle méthode d'enquête    c) Anciens Länder, en % des salariés    d) Sans les jeunes sortant de l'école    e) Depuis le 4<sup>e</sup> trim. de 1992, nouvelle méthode d'enquête; variations saisonnières non déduites  
 f) Chômeurs enregistrés, en pour-cent de la population active selon le recensement de 1990; les chiffres officiels, non corrigés des variations saisonnières, figurent au tableau 5

### 1.4 Balance des transactions courantes

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

	1990	1991	1992	1993 <sup>a) d)</sup>	1993 <sup>a) d)</sup>				1994 <sup>a) d)</sup>	
					1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.
Etats-Unis	-91,9	-8,3	-67,9	-103,9	-19,9	-25,6	-27,9	-30,6	-32,3	-37,0
Japon	35,8	72,3	117,8	132,1	36,1	31,6	32,4	32,0	34,5	
Allemagne <sup>b)</sup>	46,8	-19,4	-22,0	-20,0	-2,2	-3,2	-6,8	-9,0	-7,0	-4,8
France	-10,0	-6,7	3,9	10,3	0,4	1,8	4,1	4,0	2,6	
Royaume-Uni <sup>c)</sup>	-32,6	-13,5	-18,6	-16,3	-5,0	-5,3	-3,0	-3,1	-1,1	
Italie <sup>c)</sup>	-16,6	-23,6	-27,9	11,2	-1,2	2,2	3,8	6,4	1,3	7,1
Suisse <sup>c)</sup>	8,6	10,6	15,1	18,3	5,8	4,4	3,5	4,6	6,1	3,4

a) Chiffres provisoires    b) Depuis 1990, y compris les transactions entre les nouveaux Länder et l'étranger

c) Variations saisonnières non déduites

d) 1993 et 1994: pour les pays de l'UE, les données sont disponibles avec un important retard à cause d'adaptations dans les statistiques

Au premier trimestre, les exportations ont augmenté de 16,8% en comparaison annuelle, et les importations, de 9,9%. Selon de premiers chiffres, l'excédent de la balance commerciale s'est accru au deuxième trimestre également. La baisse de la lire sur les marchés des changes et l'amélioration de la compétitivité de l'industrie italienne expliquent la vigoureuse progression des exportations. S'établissant à 2,1 billions de liras au premier trimestre, le solde actif de la balance courante était nettement inférieur à l'excédent de la balance commerciale. Traditionnellement, la balance des services et les transferts unilatéraux de l'Italie sont en effet déficitaires.

En 1994, le déficit budgétaire devrait atteindre 159 billions de liras, soit 9,7% du produit intérieur brut, et dépasser de près de 10% le chiffre prévu en septembre 1993. Le gouvernement entend, jusqu'à la fin de l'année, diminuer de 5 billions le déficit, en frappant d'une amende les immeubles construits sans respecter les dispositions légales et en réduisant des prestations sociales.

La Banque d'Italie, qui avait ramené le taux de ses prises en pension à 7,7% en mai, a resserré les rênes monétaires au cours de la seconde moitié du deuxième trimestre. En juillet, elle a porté à 8,1% le taux appliqué aux prises en pension. En outre, le taux des dépôts interbancaires à trois mois a augmenté de 7,8% en mai à 8,5% en juillet. La phase de repli des taux d'intérêt à court terme, apparue il y a près de deux ans, a ainsi pris fin. Par sa politique plus restrictive, la banque centrale a réagi aux pressions croissantes que subissait la lire. Etant donné les tensions politiques internes et l'expansion toujours forte de la dette publique, la lire a fléchi dès le mois d'avril. Elle s'est dévalorisée en particulier face au mark allemand qui, en juillet, dépassait pour la première fois la barre des 1000 liras. Comme la lire continuait à perdre du terrain, la Banque d'Italie a relevé le taux de l'escompte, le 12 août, de 7% à 7,5%.

Tout comme les taux à court terme, le rendement moyen des emprunts émis à long terme par l'Etat a augmenté, passant de 8% en mars à 9,3% en juillet. Il a donc suivi la tendance internationale à la hausse des rendements sur les marchés des capitaux. Mais ce mouvement des taux d'intérêt a reflété également l'incertitude grandissante

quant à la possibilité d'assainir les finances publiques au cours des prochaines années.

En taux annualisé, la masse monétaire  $M_2$  a augmenté de 7% au deuxième trimestre. Elle évoluait donc à la limite supérieure de la fourchette de 5 à 7% choisie comme objectif.

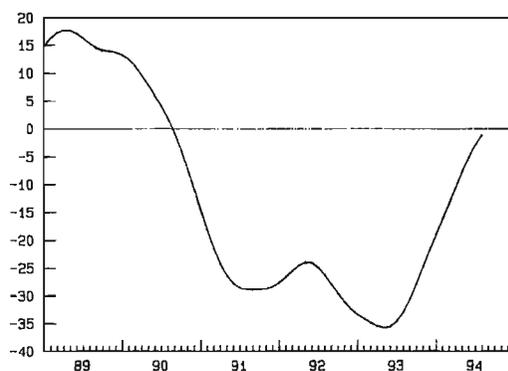
## C. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Evolution de l'économie

#### *Produit intérieur brut et production industrielle*

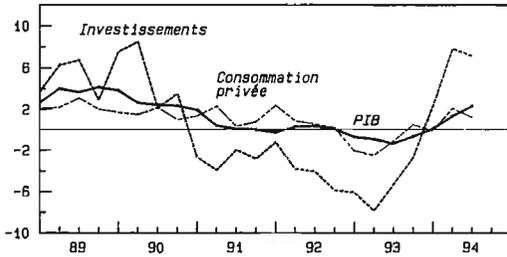
La reprise de la conjoncture a continué en Suisse au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté d'un trimestre à l'autre. En l'espace d'une année, il a progressé de 2,3% (premier trimestre: 1,3%), s'inscrivant toujours environ 3% au-dessous de la tendance à long terme. Au deuxième trimestre, les exportations de biens et la consommation privée ont toutefois perdu de leur dynamisme, alors que les investissements se sont de nouveau accrus fortement.

**Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie<sup>1</sup>**



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

## Graphique 10: Produit intérieur brut réel<sup>1</sup>



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

L'indice composite de la marche des affaires dans l'industrie, un indice établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, s'est encore amélioré au deuxième trimestre. Tant les industries axées sur le marché intérieur que celles à vocation exportatrice ont enregistré une activité en hausse. Les unes comme les autres ont annoncé un accroissement des entrées de commandes et de la production. Les carnets de commandes et les stocks de produits finis sont appréciés sous un jour de plus en plus favorable. Dans l'ensemble de l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté d'environ un point pour atteindre 83,7% en données corrigées des variations saisonnières. L'effectif du personnel est toujours estimé à un niveau trop élevé par une majorité des personnes interrogées, une majorité toutefois moins importante qu'auparavant. Pour les mois à venir, les industries axées sur le marché intérieur et les industries exportatrices ne jugent plus les perspectives économiques aussi favorablement qu'au premier trimestre. Un ralentissement de la croissance des entrées de commandes est escompté.

Le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture – il est aussi établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – n'a pas continué son mouvement de hausse qui est observé depuis une année. Cette stagnation s'explique par le niveau toujours bas des carnets de commandes dans l'industrie des machines et, surtout, par le recul de l'indice des actions. En revanche, la construction et les indicateurs de l'emploi sont restés orientés à la hausse.

## Consommation

La consommation privée a continué à progresser faiblement du premier au deuxième trimestre de 1994. En termes réels, elle était de 1,2% supérieure au niveau du deuxième trimestre de 1993 (premier trimestre: 2,1%).

Le chiffre d'affaires du commerce de détail a faibli, en termes réels, par rapport au premier trimestre de 1994. Comme les achats de Pâques ont eu lieu en mars, contrairement à 1993, il s'est replié fortement en l'espace d'une année et ce en avril surtout. Les importations de biens de consommation, notamment durables, ont continué à s'accroître. L'expansion des importations de véhicules, qui avait déjà été forte au premier trimestre, s'est encore accélérée. Par contre, le taux de croissance élevé que les ventes de voitures neuves avaient enregistré au premier trimestre n'a plus été atteint au deuxième. Les nuitées des hôtes suisses ont diminué en l'espace d'une année, à la suite surtout du mauvais temps.

En juillet, l'indice du climat de consommation s'est amélioré légèrement par rapport à l'enquête précédente. L'optimisme avec lequel les participants à l'enquête ont jugé la situation économique générale a contribué à cette amélioration. Bien que l'évolution économique au cours des douze prochains mois fasse l'objet d'une appréciation un peu plus prudente, les personnes interrogées s'attendent, en grande majorité, à une poursuite de la reprise. La moitié des ménages estime le moment opportun pour procéder à des achats importants. Des doutes sont toujours émis quant à la sécurité de l'emploi. Toutefois, les jugements sont moins empreints de pessimisme que lors de l'enquête d'avril.

## Investissements

Les investissements ont augmenté à un rythme moins soutenu du premier au deuxième trimestre. En l'espace d'une année, ils ont progressé de 7,1% en termes réels (premier trimestre: 7,8%).

Les investissements en constructions ont continué à s'accroître du premier au deuxième trimestre. En l'espace d'une année, ils ont marqué une

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

	1990	1991	1992	1993	1993				1994	
					1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-10,4	-11,2	-0,9	6,6	10,2	13,0
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes <sup>1</sup>	-9,1	7,6	19,7	-4,1	12,6	-16,1	2,0	-12,0	16,9	9,1
Logements construits dans 96 villes <sup>1</sup>	-3,1	1,3	-3,6	-4,1	3,9	11,6	-19,5	-8,1	37,7	-2,4
Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux										
Total	2,0	-4,0	-12,0	-4,0	-13,0	-5,0	4,0	-3,4	1,0	1,0
Secteur privé	-1,0	-10,0	-18,0	1,0	-12,0	-2,0	13,0	5,2	5,0	7,0
Secteur public	7,0	4,0	-6,0	-9,0	-13,0	-8,0	-4,0	-11,2	-4,0	-4,0
Renchérisssement dans la construction <sup>2</sup>	5,8	6,7	4,9	3,8	4,7	3,3	3,6	3,5	1,6	1,4

<sup>1</sup> Depuis le 1<sup>er</sup> trimestre de 1993, dans 110 villes

<sup>2</sup> Indice pondéré des coûts de production de la SSE

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

hausse de 3,7% en termes réels (premier trimestre: 8,8%). Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, les entrées de commandes enregistrées dans le secteur principal de la construction dépassaient de 0,8%, en termes réels, le niveau du deuxième trimestre de 1993. Les carnets de commandes ont stagné une nouvelle fois. Dans les différents secteurs, les carnets de commandes ont évolué de nouveau de manière particulièrement inégale. Ils ont progressé de 24% en termes réels dans la construction de logements, qui représente les 60% environ de l'ensemble du bâtiment privé, alors qu'ils ont diminué de 18% dans la construction d'immeubles destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services. Les livraisons de ciment et les limites ouvertes dans le secteur privé de la construction sont restées orientées à la hausse.

Les investissements en biens d'équipement ont marqué un fort accroissement d'un trimestre à l'autre. En l'espace d'une année, ils ont augmenté de 14,1% en termes réels (premier trimestre: 6,3%). Cette évolution s'est également reflétée dans la vigoureuse expansion des importations de biens d'équipement. Selon l'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines, les entrées de commandes provenant de la clientèle suisse se sont inscrites, en valeur, nettement au-dessous du niveau observé un an auparavant; au premier trimestre, un mouvement con-

traire d'une ampleur presque semblable avait été enregistré. Par rapport à l'enquête précédente, la réserve de travail a reculé quelque peu à 4,5 mois.

### **Commerce extérieur et balance courante**

Les exportations ont diminué légèrement, en volume et en données corrigées des variations saisonnières, du premier au deuxième trimestre. Elles ont augmenté de 1,4% en comparaison annuelle, après une hausse de près de 6% au premier trimestre. Cette progression modeste a été due en partie au fait que les achats de Pâques ont eu lieu en mars, mais surtout au net repli (-5%) des exportations de biens de consommation. Les ventes à l'étranger de produits semi-finis et de biens d'équipement se sont également accrues moins fortement qu'au premier trimestre.

Toutes les branches, à l'exception de la métallurgie, ont enregistré un ralentissement de la croissance de leurs exportations. La chimie, l'industrie des machines et la construction électrique ont été particulièrement touchées par cette évolution. Après avoir stagné au premier trimestre, les livraisons à l'étranger de l'horlogerie ont fléchi de 15,1% par rapport au deuxième trimestre de 1993.

La répartition des exportations par pays montre que celles-ci ont perdu en dynamisme presque

**Tableau 3: Commerce extérieur<sup>1</sup> (variation en % par rapport à l'année précédente)**

	1990	1991	1992	1993 <sup>a)</sup>	1993 <sup>a)</sup>				1994 <sup>a)</sup>	
					1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.
<b>Exportations, volume</b>	4,5	-1,4	4,3	0,6	-2,6	-1,3	0,2	5,0	5,8	1,4
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	1,9	-1,2	2,8	-1,7	-4,4	-4,6	0,2	2,6	9,8	8,4
biens d'équipement	5,1	-4,0	0,0	-2,2	-9,2	-4,6	-1,7	4,5	6,5	2,3
biens de consommation	6,3	1,4	10,6	5,6	6,2	5,0	2,1	7,0	1,7	-5,0
Valeurs moyennes à l'exportation	1,0	2,8	0,7	0,0	-1,0	0,8	0,7	-0,3	0,2	-0,7
<b>Importations, volume</b>	2,7	-1,4	-4,3	-1,2	-7,5	-3,0	0,0	5,1	9,4	9,6
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	1,8	-5,2	-1,4	-1,3	-5,6	-1,3	-1,3	2,9	10,5	8,1
biens d'équipement	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-10,4	-11,1	-1,0	6,9	10,2	13,0
biens de consommation	2,7	2,7	-2,9	1,5	-6,9	3,0	3,4	5,4	9,5	8,3
Valeurs moyennes à l'importation	-0,7	0,1	2,2	-2,2	-1,5	-2,5	-1,2	-2,2	-6,5	-5,4

<sup>1</sup> Toutes les données se réfèrent à l'indice IJ qui exclut les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités

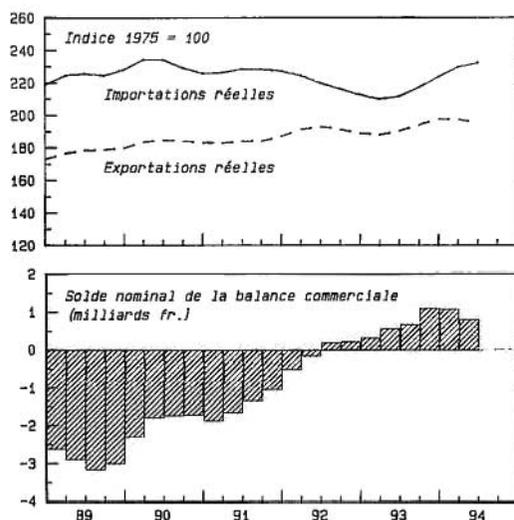
a) Chiffres provisoires

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

vers toutes les destinations. Les ventes à l'UE se sont même inscrites au-dessous du niveau observé un an auparavant. Si les livraisons des entreprises suisses au Royaume-Uni et à la Belgique ont été relevées, celles à l'Italie ont diminué nettement. Les exportations vers l'Allemagne et

le Japon ont stagné. De leur côté, celles vers les Etats-Unis ont progressé très légèrement. En revanche, les ventes aux pays en développement se sont accrues dans une mesure supérieure à la moyenne; par rapport au premier trimestre, leur rythme de croissance a toutefois fléchi fortement. Alors que les livraisons aux pays de l'OPEP et celles aux pays de l'Europe de l'Est ont diminué, les ventes à Hong Kong et à la Corée du Sud ont de nouveau augmenté fortement.

**Graphique 11: Commerce extérieur<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et Office fédéral des questions conjoncturelles

La reprise de la conjoncture et le raffermissement du franc se sont reflétés dans la nouvelle hausse vigoureuse des importations. Ces dernières se sont accrues de 9,6% en comparaison annuelle. La plus forte augmentation a été observée dans les biens d'équipement (13%) et les produits énergétiques (11,8%). Les importations de machines motrices, de matériaux de construction et de génie civil ainsi que de machines et d'appareils pour le secteur des services ont augmenté dans une mesure particulièrement forte. L'amélioration du climat de consommation a entraîné notamment un accroissement des importations de biens de consommation durables tels que les appareils électroniques de divertissement, le matériel d'aménagement d'appartement et les voitures de tourisme. Toutes ces catégories de marchandises ont enregistré, en termes réels, des taux de croissance à deux chiffres.

**Tableau 4: Balance des transactions courantes<sup>1</sup> (balance des revenus)**

	1991	1992	1993 <sup>a)</sup>	1993 <sup>a)</sup>				1994 <sup>b)</sup>	
				1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.
<b>Recettes, total</b>	<b>162,2</b>	<b>165,5</b>	<b>167,4</b>	<b>42,2</b>	<b>42,2</b>	<b>41,2</b>	<b>41,7</b>	<b>42,6</b>	<b>41,1</b>
Exportations de marchandises	90,9	95,3	96,7	24,0	24,7	22,5	25,5	24,9	24,4
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	87,9	92,1	93,3	23,1	23,8	21,7	24,6	24,0	23,5
<i>Autres exportations de marchandises<sup>2</sup></i>	2,9	3,2	3,4	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9
Exportations de services	25,9	26,9	28,3	7,2	6,8	8,5	5,8	7,9	6,7
Revenus du travail et des capitaux	42,1	39,8	38,7	10,0	9,7	9,3	9,6	9,0	9,1
Transferts sans contrepartie	3,4	3,6	3,7	1,0	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9
<b>Dépenses, total</b>	<b>147,0</b>	<b>144,3</b>	<b>140,4</b>	<b>33,4</b>	<b>35,8</b>	<b>36,1</b>	<b>35,0</b>	<b>33,8</b>	<b>36,3</b>
Importations de marchandises	98,9	96,3	93,8	23,0	24,0	22,4	24,4	23,5	24,2
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	95,0	92,3	89,8	22,0	23,0	21,5	23,4	22,4	23,3
<i>Autres importations de marchandises<sup>2</sup></i>	3,8	3,9	4,0	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	1,0
Importations de services	13,3	13,9	14,0	2,0	3,7	5,6	2,7	2,0	3,7
Revenus du travail et des capitaux	27,8	26,4	24,6	6,5	6,2	6,0	5,9	6,3	6,3
Transferts sans contrepartie	7,2	7,8	7,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Solde de la balance des transactions courantes</b>	<b>15,1</b>	<b>21,2</b>	<b>27,0</b>	<b>8,8</b>	<b>6,4</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>8,9</b>	<b>4,7</b>

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

<sup>2</sup> Y compris l'énergie électrique

a) Chiffres provisoires

b) Selon de premières estimations

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

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation se sont inscrits 0,7% au-dessous du niveau du deuxième trimestre de 1993. Dans l'horlogerie, ils se sont accrus fortement, contrairement à la tendance générale. Cette évolution reflète toutefois moins un relèvement effectif des prix qu'une importance croissante des ventes de montres de luxe. Le mouvement de repli prononcé des prix à l'importation, observé au premier trimestre, s'est poursuivi au deuxième (-5,4%). Les prix à l'importation des produits énergétiques et des biens d'équipement ont diminué fortement.

La hausse vigoureuse des importations, en valeur, et le très faible accroissement des exportations ont entraîné un net recul de l'excédent de la balance commerciale. Cet excédent a passé de 1,4 milliard, au premier trimestre, à 0,2 milliard de francs, au trimestre suivant. Comme les soldes actifs de la balance des services et de celle des revenus de facteurs ont également fléchi, l'excédent de la balance des transactions courantes a régressé de 1,7 milliard, au deuxième trimestre, pour s'établir à 4,7 milliards de francs. Au premier

semestre, il atteignait 13,6 milliards de francs, contre 15,2 milliards un an auparavant.

### **Emploi et marché du travail**

Le repli de l'emploi s'est accéléré au deuxième trimestre de 1994, après avoir ralenti nettement, en données corrigées des variations saisonnières, depuis le deuxième trimestre de 1993. En comparaison annuelle, l'emploi a fléchi de 3,4%, contre 2% au premier trimestre. Dans l'industrie manufacturière, le recul a été de 4,3% en l'espace d'une année. Les branches les plus touchées par cette baisse ont été une nouvelle fois l'industrie des machines et véhicules, la construction électrique et électronique ainsi que l'industrie du papier. L'industrie manufacturière a perdu plus de 15% des emplois par rapport au troisième trimestre de 1990, période au cours de laquelle l'activité économique avait atteint son sommet. Pendant la récession du début des années quatre-vingt, le fléchissement n'avait été que de 7,5%. Les indices d'une stabilisation se sont multipliés dans la construction. En comparaison annuelle, l'emploi

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

	1991	1992	1993				1994		1994				
			1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	avril	mai	juin	juillet	
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel <sup>1</sup>	-0,3	-2,6	-2,8	-4,2	-2,9	-2,5	-1,7	-1,6	-3,1				
Indice des personnes occupées à plein temps <sup>1</sup>			-3,4	-5,0	-3,7	-2,8	-2,2	-2,0	-3,4				
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	1,1	2,6	4,5	4,1	4,3	4,7	5,0	5,1	4,8	4,9	4,8	4,6	4,6
Chômeurs <sup>3</sup>	39 222	92 308	163 135	146 667	157 681	168 789	179 403	185 895	172 914	177 500	173 017	168 225	165 793
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>3</sup>	20 269	34 020	42 046	54 096	48 520	28 110	37 456	42 101	26 678	31 614	26 792	21 629	10 020
Places vacantes annoncées <sup>3</sup>	10 549	8 166	5 743	6 544	6 912	5 268	4 248	5 201	5 540	5 503	5 566	5 551	5 580

<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente

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

<sup>3</sup> En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

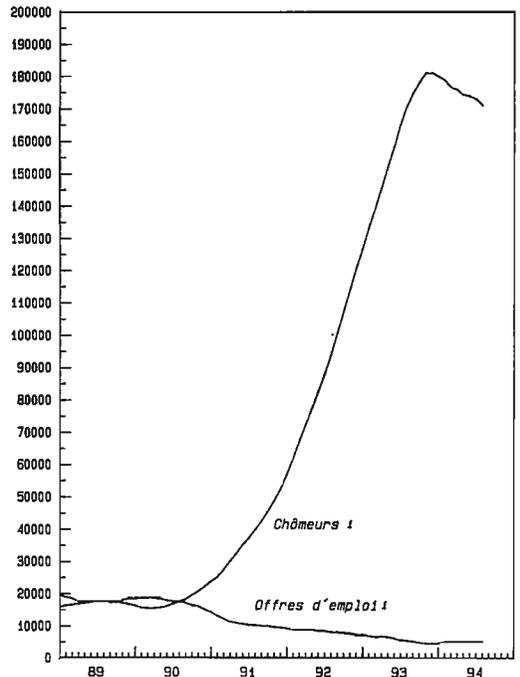
Sources: La Vie économique et OFIAMT

a diminué de 1,4% dans ce secteur. D'un trimestre à l'autre, la légère accélération du repli (-0,5%) est due notamment à des suppressions d'emplois dans le secteur des travaux d'aménagement et de parachèvement. Après avoir enregistré une stabilisation, l'emploi a reculé de 2,8% en l'espace d'une année dans les services. L'emploi réagit en général avec un certain retard à une reprise de la conjoncture. Il est toutefois inhabituel qu'un mouvement de baisse s'accélère, comme au deuxième trimestre, pendant une phase de reprise.

Contrairement à la tendance, l'indice Manpower de l'emploi a progressé légèrement tout en restant à un bas niveau. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail n'a pas varié en données corrigées des variations saisonnières. Le travail temporaire a de nouveau enregistré une forte croissance, ce qui indique que la situation s'est améliorée sur le marché du travail.

Malgré une nouvelle réduction prononcée de l'emploi, le chômage, qui est orienté à la baisse depuis le début de l'année, a continué sur sa lancée. Le nombre des chômeurs a passé en effet de 177 000, au premier trimestre, à 173 500, au second, en données corrigées des variations saisonnières. De ce fait, le taux de chômage s'est inscrit à 4,8%. En juillet, le recul s'est poursuivi puisque 171 000 chômeurs étaient recensés en données corrigées des variations saisonnières.

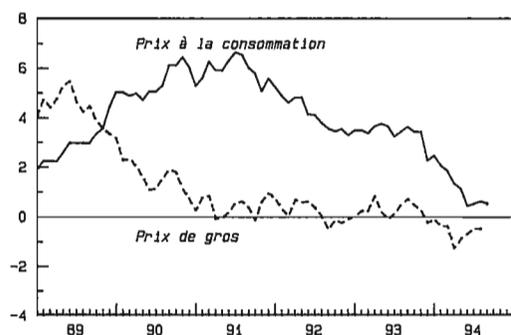
**Graphique 12: Marché du travail**



<sup>1</sup> Données cvs et sans les valeurs extrêmes

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

**Graphique 13: Evolution des prix<sup>1</sup>**



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

### Prix

Le renchérissement s'est encore replié. L'indice des prix à la consommation dépassait, au deuxième trimestre, de 0,7% le niveau observé un an

auparavant (premier trimestre: 1,7%). Tous les groupes de marchandises ont enregistré un taux d'inflation annuel inférieur à celui du premier trimestre.

La hausse des prix des biens et services d'origine suisse a continué à ralentir. Le renchérissement indigène ne s'est inscrit qu'à 1,2% au deuxième trimestre. La baisse des loyers a contribué principalement à cette évolution. De leur côté, les prix des biens et services importés ont diminué de 0,9% en l'espace d'une année. Comme au premier trimestre, ce recul est dû à la vigueur du franc suisse et, en partie, à un effet de base dans le domaine des prix du pétrole.

Le renchérissement s'est stabilisé à 0,6% en juillet et à 0,5% en août. Les prix des marchandises ont haussé de 0,2% en août, et ceux des services, de 0,7%. L'accroissement de ces derniers s'est de nouveau atténué, les loyers notamment ayant augmenté à un rythme inférieur à celui qui avait été observé un an auparavant.

**Tableau 6: Monnaie centrale**

	Billets en circulation <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	MC <sup>1,3</sup>	Coefficients saisonniers	MCD <sup>1,4</sup>	Variation en % <sup>2</sup>
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 <sup>5</sup>
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,1	2 832	-11,3	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1993 3 <sup>e</sup> trim.	26 514	1,5	2 668	7,3	29 182	0,989	29 517	1,7
4 <sup>e</sup> trim.	27 306	2,3	2 735	4,6	30 041	1,011	29 724	2,8
1994 1 <sup>er</sup> trim.	27 408	1,6	2 758	6,4	30 167	1,003 <sup>P</sup>	30 078 <sup>P</sup>	2,7 <sup>P</sup>
2 <sup>e</sup> trim.	27 254	2,1	2 756	5,2	30 009	0,993 <sup>P</sup>	30 231 <sup>P</sup>	2,6 <sup>P</sup>
1994 janv.	27 731	1,1	2 663	7,0	30 394	1,018 <sup>P</sup>	29 857 <sup>P</sup>	2,3 <sup>P</sup>
févr.	27 141	1,7	2 802	5,9	29 943	0,993 <sup>P</sup>	30 154 <sup>P</sup>	2,6 <sup>P</sup>
mars	27 353	2,1	2 810	6,3	30 163	0,998 <sup>P</sup>	30 223 <sup>P</sup>	3,1 <sup>P</sup>
avril	27 213	1,3	2 729	4,0	29 942	0,995 <sup>P</sup>	30 092 <sup>P</sup>	1,6 <sup>P</sup>
mai	27 280	2,6	2 751	7,6	30 031	0,990 <sup>P</sup>	30 334 <sup>P</sup>	3,5 <sup>P</sup>
juin	27 268	2,4	2 787	4,3	30 055	0,993 <sup>P</sup>	30 267 <sup>P</sup>	2,8 <sup>P</sup>
juillet	27 314	2,3	2 619	2,2	29 933	0,992 <sup>P</sup>	30 174 <sup>P</sup>	2,6 <sup>P</sup>
août	27 065	2,5	2 559	-5,5	29 624	0,982 <sup>P</sup>	30 167 <sup>P</sup>	2,0 <sup>P</sup>

<sup>1</sup> Moyenne des valeurs mensuelles; en regard des mois figurent des moyennes des valeurs journalières

<sup>2</sup> Par rapport à l'année précédente; en regard des années figurent les variations du quatrième trimestre au quatrième trimestre précédent

<sup>3</sup> Monnaie centrale = billets en circulation + avoirs en comptes de virements

<sup>4</sup> Monnaie centrale désaisonnalisée = monnaie centrale, divisée par les coefficients saisonniers

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

<sup>P</sup> Chiffres provisoires

Au deuxième trimestre, l'indice des prix à la production et à l'importation (indice des prix de l'offre totale) s'est établi, comme au premier trimestre, 0,7% au-dessous du niveau de la période correspondante de 1993. Les prix des produits semi-finis, des biens de consommation et des biens d'équipement ont baissé en l'espace d'une année, alors que ceux des matières premières ont augmenté fortement. En particulier, le café, le cacao et différentes sortes de métaux ont renchéri nettement.

## 2. Evolution monétaire

### Politique monétaire et agrégats monétaires

Au deuxième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée a atteint 30 231 millions de francs en moyenne. Ce montant correspond à la prévision de 30,2 milliards que la Banque nationale avait publiée en avril. La monnaie centrale désaisonnalisée dépassait de 1,7% (3,4% en taux annualisé) son niveau du quatrième trimestre de 1993. Elle a enregistré ainsi un ralentissement de sa croissance d'un trimestre à l'autre.

**Tableau 7: Agrégats monétaires<sup>1</sup>**

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1989	-5,5	20,1	6,2
1990	-4,2	13,0	2,4
1991	1,2	3,2	3,2
1992	-0,1	0,5	2,8
1993	9,5	-7,6	5,0
1993 3 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	11,6	-10,0	5,1
4 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	9,9	-8,0	6,5
1994 1 <sup>er</sup> trim. <sup>2</sup>	9,7	-3,8	7,6
2 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	5,8	-1,4	6,7
1994 janv. <sup>2</sup>	10,9	-5,3	7,6
févr. <sup>2</sup>	11,3	-2,9	8,3
mars <sup>2</sup>	7,2	-3,1	6,8
avril <sup>2</sup>	6,0	-2,7	6,7
mai <sup>2</sup>	6,2	-1,0	6,9
juin <sup>2</sup>	5,3	-0,5	6,6
juillet <sup>2</sup>	4,4	-1,7	5,4

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

<sup>2</sup> Chiffres provisoires

M<sub>1</sub> = Numéraire en circulation + dépôts à vue (sans métaux précieux)

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + dépôts d'épargne

Par rapport au deuxième trimestre de 1993, les deux composantes de la monnaie centrale ont augmenté: les billets en circulation ont progressé de 2,1%, et les avoirs en comptes de virements à la Banque nationale, de 5,2%. Ces derniers n'ont toutefois pas varié du premier au deuxième trimestre.

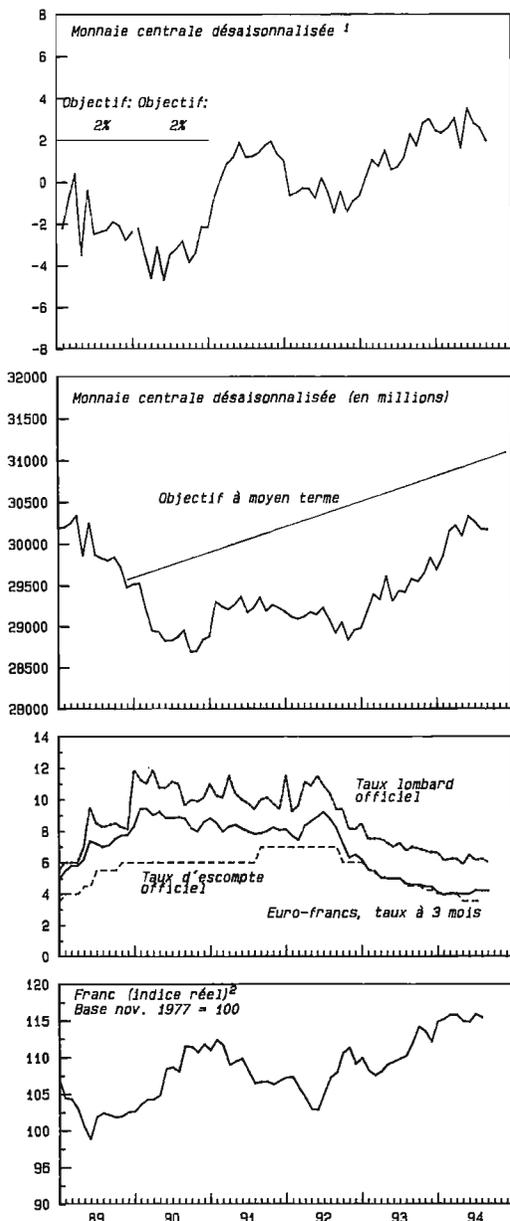
Pour le troisième trimestre de 1994, la Banque nationale table sur une progression de 70 millions de francs du volume moyen de la monnaie centrale désaisonnalisée, volume qui passerait ainsi à 30,3 milliards de francs. L'agrégat augmenterait donc de 1,9% par rapport au quatrième trimestre de 1993 (2,6% en taux annualisé). La demande de billets de banque devrait continuer à augmenter du fait principalement de la reprise de la conjoncture. Par contre, la circulation des billets ne devrait plus être stimulée par l'évolution des rémunérations servies sur les placements à court terme et les fonds d'épargne, étant donné que celles-ci sont restées quasiment stables ces derniers mois.

La croissance des agrégats monétaires au sens large a encore faibli au deuxième trimestre. La masse monétaire M<sub>1</sub> a augmenté de 5,8% en l'espace d'une année, alors que M<sub>2</sub> a diminué de 1,4%, enregistrant ainsi un nouveau recul. Le taux annuel de croissance de M<sub>3</sub> a fléchi pour s'inscrire à 6,7%. Les transferts entre les dépôts à vue, les fonds d'épargne et les dépôts à terme, qui avaient accompagné, l'année dernière, le recul massif des rémunérations sur le marché monétaire, ont cessé peu à peu.

### Marché monétaire

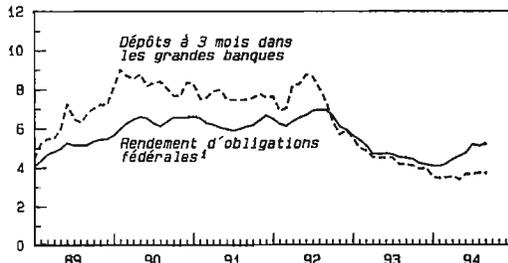
Les rémunérations à court terme n'ont que très peu varié au deuxième et au début du troisième trimestre. Le taux moyen de l'argent au jour le jour s'est inscrit à 4% entre avril et juillet, contre 4,1% au premier trimestre. En outre, le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs et le taux correspondant servi dans les grandes banques ont augmenté d'un point de pourcentage pour se chiffrer respectivement à 4,1% et à 3,6%. De leur côté, les rendements à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération ont passé de 3,9% au premier trimestre à

**Graphique 14: Suisse**



<sup>1</sup> Pour 1989: les variations de la monnaie centrale désaisonnalisée sont calculées en taux annualisé, par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est centrée sur novembre. Depuis 1990: les variations de la monnaie centrale désaisonnalisée sont calculées par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

**Graphique 15: Evolution des taux d'intérêt**



<sup>1</sup> 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.

près de 4,1% entre avril et juillet. A la mi-avril, la Banque nationale a ramené le taux de l'escompte de 4% à 3,5%, tenant ainsi compte du léger fléchissement des rémunérations à court terme.

Du fait du nouveau recul prononcé des taux à court terme en Allemagne, l'écart d'intérêt entre les taux allemands et suisses appliqués aux dépôts à trois mois sur l'euro-marché a reculé de 1,8 point au premier trimestre à 0,7 point vers le milieu de l'année. Après la hausse persistante des rémunérations à court terme américaines, le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-dollars dépassait, en juillet, de 0,7 point le taux suisse correspondant.

### Marché des changes

Au deuxième trimestre, le franc a gagné du terrain face à toutes les monnaies principales. La revalorisation est due notamment au fort repli du renchérissement en Suisse, au resserrement de l'écart entre les taux allemands et suisses ainsi qu'à la baisse généralisée du dollar. En juillet, le franc a faibli légèrement vis-à-vis de la plupart des autres monnaies.

#### Objectifs:

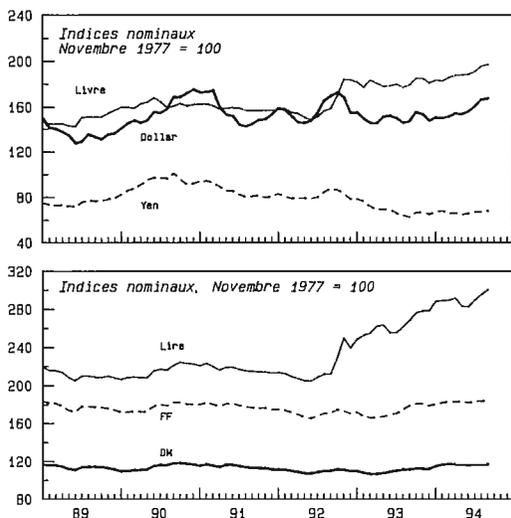
Pour 1989: voir remarque 5 du tableau 6

Pour 1990: variation du 4<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre suivant

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

<sup>2</sup> Cours pondéré par les exportations

**Graphique 16: Variations du franc<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> En termes de quelques monnaies étrangères

Au cours du deuxième trimestre, le cours du mark a varié entre 84 et 85,5 francs. Par rapport aux monnaies du SME qui ne participent pas au mécanisme de change, le franc s'est redressé après un repli dans une première phase. De début avril à fin juillet, il s'est revalorisé d'environ 3% face à la lire italienne et de près de 2% vis-à-vis de la livre sterling. Aussi ces deux monnaies se sont-elles inscrites à leur niveau le plus bas, par rapport au franc suisse, depuis leur passage aux changes flottants.

Le franc s'est raffermi dans une mesure particulièrement forte par rapport au dollar. Alors que la monnaie américaine avait été encore soutenue par la hausse des taux aux Etats-Unis au début du deuxième trimestre, elle a perdu ensuite du terrain pour se déprécier de plus de 10%, à fin juin, face au franc. A la mi-juillet, le cours du dollar a fléchi même temporairement au-dessous de fr. 1,30. Durant la seconde moitié de juillet, il s'est de nouveau raffermi un peu, mais, à la fin de ce mois, il était toujours d'environ 5% inférieur au niveau de début avril. Vis-à-vis du yen japonais, le franc s'est raffermi d'environ 4%; il a faibli quelque peu, comme face au dollar, durant la seconde moitié de juillet.

En mai et en juin, la Banque nationale a participé, pour un montant total de 100 millions de dollars, à des interventions concertées que des instituts d'émission ont effectuées en vue de soutenir le dollar.

Pondéré par les exportations, le cours réel du franc n'a pas poursuivi son mouvement de hausse au deuxième trimestre. Il dépassait toutefois de 5,4% le niveau de la période correspondante de 1993 (premier trimestre: 7,2%). En l'espace d'une année, le franc s'est raffermi aussi bien face à la plupart des monnaies européennes que vis-à-vis du dollar (2,6%). Il s'est revalorisé de 4,5% par rapport au mark allemand et à la livre sterling et de 7,5% face au franc français et à la lire italienne. Par contre, le franc s'est déprécié de 2,5% vis-à-vis du yen japonais.

### **Marché des capitaux**

La hausse des rendements sur le marché obligataire suisse, une hausse qui avait été déclenchée par le net relèvement des rémunérations sur les marchés internationaux des capitaux, a continué jusque vers le milieu de l'année. Après s'être inscrit à 4,1% au début de février et à 4,5% à fin mars, le rendement moyen des emprunts fédéraux s'est élevé temporairement à 5,5% en juin. Il s'est ensuite stabilisé à 5,1% dans la première moitié du troisième trimestre; à fin août, il atteignait 5,4%. De ce fait, l'écart entre le rendement des obligations et celui des créances comptables à trois mois sur la Confédération s'est creusé à un point de pourcentage.

Les taux d'intérêt des bons de caisse nouvellement émis se sont redressés à partir du deuxième trimestre, après avoir reculé durant près d'un an et demi. Les banques cantonales ont relevé ces taux d'un point de pourcentage en moyenne, jusqu'au début du mois d'août, pour les porter à 5%. Par contre, les rémunérations que ces banques offrent sur les dépôts d'épargne ont eu tendance à baisser, un repli qui n'a toutefois été que de très faible ampleur. En août, elles se sont inscrites à 3,3% en moyenne, contre 3,4% quatre mois auparavant. Les banques cantonales ont maintenu inchangés les taux des prêts hypothécaires en premier rang; en février, elles les avaient ramenés

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

	Emprunts <sup>1</sup>	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1992	27 697,0	8 820,7	975,3	37 493,0
1993	45 962,6	7 488,8	826,7	54 278,1
1993 1 <sup>er</sup> trim.	7 614,8	1 360,6	175,0	9 150,4
2 <sup>e</sup> trim.	11 828,0	3 158,9	470,9	15 457,8
3 <sup>e</sup> trim.	12 790,5	1 645,8	79,3	14 515,6
4 <sup>e</sup> trim.	13 729,3	1 323,5	101,5	15 154,3
1994 1 <sup>er</sup> trim.	11 050,4	1 662,5	50,0	12 762,9
2 <sup>e</sup> trim.	6 023,3	1 547,2	165,0	7 735,5

<sup>1</sup> Y compris les emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies ainsi que les «notes»

à 5,5%. Le même taux est applicable depuis le mois de mai aux anciennes hypothèques en premier rang.

Après un recul de 10% au total en février et en mars, le Swiss Performance Index a encore fléchi de 5% jusqu'à fin juillet.

Au deuxième trimestre, les émissions d'obligations et d'actions sur le marché suisse des capitaux ont totalisé 9,4 milliards de francs. Ce montant était de 30% inférieur au chiffre de la période correspondante de 1993. Le prélèvement d'argent frais par des débiteurs suisses a atteint toutefois 5,1 milliards de francs, augmentant de 40% par rapport au niveau du deuxième trimestre de 1993. Comme les remboursements se sont inscrits à 6,2 milliards de francs, le prélèvement net a été de -1,1 milliard de francs.

### **Exportations de capitaux**

Au deuxième trimestre, les autorisations délivrées en vue d'exporter des capitaux ont porté sur 7,7 milliards de francs. Un montant aussi bas n'avait plus été enregistré depuis deux ans. Le recul a été de 50% en comparaison annuelle et de 39% par rapport au premier trimestre de 1994. Les emprunts ont fléchi de 49%, et les crédits, de 53%.

La forte hausse des rémunérations à long terme a eu des effets défavorables sur les émissions. A fin juin, le rendement moyen des obligations étrangères était de 0,9 point supérieur au niveau de fin

mars. La baisse des émissions a touché les emprunts ordinaires mais aussi les emprunts assortis de droits d'option ou de conversion. Dans cette dernière catégorie, l'accroissement des emprunts convertibles n'a compensé qu'en partie le recul prononcé des emprunts à option. La part des emprunts ordinaires à l'ensemble des émissions n'a presque pas varié en l'espace d'une année, puisqu'elle s'est inscrite à 70%. Quant à la répartition entre les émissions publiques et les placements privés, elle n'a pas non plus subi de modification.

La part des débiteurs d'Europe occidentale au total des exportations de capitaux soumises à autorisation a passé de 64% à 51% en l'espace d'une année. Celle des débiteurs japonais a fléchi de 23% à 17%. De leur côté, les parts des débiteurs nord-américains et de ceux des centres off-shore des Caraïbes ont augmenté, passant de 3% à respectivement 11% et 16%. Les organisations internationales de développement n'ont, comme au premier trimestre, pas recouru au marché suisse des capitaux.

Depuis le 20 juin, la Banque nationale autorise l'émission d'emprunts libellés en yens japonais, ou ayant un lien avec cette monnaie, sur le marché suisse des capitaux. Cette mesure a été prise en accord avec les autorités compétentes japonaises et ne modifie en rien les dispositions en vigueur (version du 1<sup>er</sup> avril 1993) sur les exportations de capitaux. Aussi les émissions en monnaies étrangères peuvent-elles, en principe, être libellées en dollars des Etats-Unis, en dollars canadiens, en écus et, dorénavant, en yens japonais.

## Tableau 9: Bilans bancaires

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

	1990	1991	1992	1993			1994		Etat (mrds fr.)
				2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	
<b>Somme des bilans</b>	<b>4,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>5,8</b>	<b>5,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1182,7</b>
<b>Placements financiers nets<sup>1</sup></b>	<b>-9,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>16,4</b>	<b>14,6</b>	<b>18,1</b>	<b>13,1</b>	<b>11,2</b>	<b>19,0</b>	<b>143,5</b>
Disponibilités	-3,2	-2,0	-2,6	-3,6	-8,9	0,7	11,2	6,2	10,6
<i>Solde des opérations interbancaires (état en mrds fr.)</i>	<i>-10,4</i>	<i>-15,4</i>	<i>-8,2</i>	<i>-14,7</i>	<i>-22,8</i>	<i>-26,7</i>	<i>-32,4</i>	<i>-20,3</i>	<i>-20,3</i>
Effets de change et papiers monétaires	28,9	-13,1	16,5	-0,7	4,5	2,1	15,8	21,6	40,0
Titres	-5,0	13,8	5,8	24,1	44,9	43,1	33,8	23,5	113,3
<b>Crédits</b>	<b>7,8</b>	<b>5,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>711,1</b>
Crédits à des résidents	8,7	4,4	1,7	1,0	0,9	0,9	1,3	1,4	553,2
c/c débiteurs et av. et prêts à terme fixe	8,8	2,5	0,2	-0,4	-0,9	-2,8	-2,3	-2,3	241,0
Hypothèques	8,2	5,1	3,5	2,4	2,0	1,8	2,5	2,9	289,9
Crédits à des non-résidents	4,5	15,1	2,3	4,7	2,9	3,8	-0,1	-6,2	158,0
Crédits de construction									
Limites	-0,7	-5,6	-5,8	-11,1	-11,6	-12,4	-6,5	-2,3	32,0
Montants utilisés	18,6	4,6	-0,8	-9,4	-12,2	-13,5	-12,2	-10,4	17,5
<b>Fonds de la clientèle</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>771,3</b>
Créanciers à vue	-8,4	-1,9	5,1	20,7	18,0	19,5	12,5	3,9	98,4
Créanciers à terme	13,2	5,8	2,3	-7,4	-8,3	-8,4	-2,8	3,5	285,4
Fonds d'épargne	-4,8	5,5	7,4	19,9	23,1	21,5	15,8	12,5	220,9
Obligations de caisse, emprunts obligataires et lettres de gage	9,7	5,3	1,1	-3,1	-4,5	-4,8	-7,9	-6,9	166,6
<b>Opérations fiduciaires</b>	<b>5,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,5</b>	<b>-11,0</b>	<b>-13,6</b>	<b>-11,6</b>	<b>268,3</b>

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

### Bilans bancaires et crédits

La somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données atteignait 1182,7 milliards de francs à fin juin 1994. Elle a augmenté de 3,6% en l'espace d'une année, contre 5,6% au deuxième trimestre de 1993. Ce ralentissement est dû pour une part à la baisse du dollar. Si les postes de l'actif libellés en dollars avaient été évalués au cours de fin juin 1993, l'expansion de la somme des bilans se serait élevée à 5,6%.

A fin juin, les placements financiers nets (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) totalisaient 143,5 milliards de francs. Ils dépassaient ainsi de 19% le montant enregistré un an auparavant. Les disponibilités se sont accrues de 6,2%. Le degré de liquidité I (disponibilités en pourcentage des fonds exigés) s'est inscrit à 124% pour la pé-

riode d'application allant du 20 mai au 19 juin 1994, contre 125% pour la période correspondante de 1993. De la fin du deuxième trimestre de 1993 à fin juin 1994, les banques qui remettent mensuellement des données ont recouru davantage aux fonds d'autres établissements qu'elles n'en ont mis à disposition de ceux-ci. Le solde des opérations interbancaires (avoirs en banque moins engagements en banque) était de -20,3 milliards de francs à fin juin, contre -14,7 milliards un an auparavant. Tant les effets de change et papiers monétaires que les titres ont progressé vigoureusement.

L'évolution des crédits a subi les effets d'une demande de fonds toujours peu soutenue en Suisse et d'un affaiblissement du dollar. A fin juin, le volume des crédits se chiffrait à 711,1 milliards de francs, un montant de 0,4% inférieur à celui de la fin du deuxième trimestre de 1993. Les crédits à la clientèle suisse ont augmenté de 1,4%. Par rap-

port aux phases similaires de reprise conjoncturelle des années septante et quatre-vingt, la croissance des crédits s'est maintenue à un niveau inhabituellement bas. Les composantes des crédits à la clientèle suisse ont évolué inégalement. Alors que les placements hypothécaires ont marqué une hausse de près de 3%, le poste groupant les comptes courants débiteurs ainsi que les avances et prêts à terme fixe a diminué de 2,3%. Les crédits de construction ouverts et effectivement utilisés ont fléchi de 2,3% et de 10,4% entre fin juin 1993 et fin juin 1994. Le mouvement de recul a donc continué à se ralentir. Quant aux crédits à la clientèle étrangère, ils s'inscrivaient, à fin juin, 6,2% au-dessous du niveau observé un an auparavant; abstraction faite des fluctuations du dollar, ils se seraient accrus de 0,6%.

A fin juin, les fonds de la clientèle totalisaient 771,3 milliards de francs. Ils ont augmenté de 3,5% en l'espace d'une année. Les créanciers à vue se sont accrus de 3,9%, et les créanciers à terme, de 3,5%. De leur côté, les fonds d'épargne ont marqué une hausse de 12,5% par rapport à fin juin 1993. A la suite du net recul des bons de caisse (-14,6%), le montant du poste réunissant les obligations de caisse, emprunts obligataires et lettres de gage a fléchi de près de 7%.

Les fonds fiduciaires, qui sont placés presque entièrement à l'étranger, s'élevaient à 268,3 milliards de francs à la fin du deuxième trimestre. Un recul de 11,6% a ainsi été enregistré en l'espace d'une année. Les fonds fiduciaires provenant de résidents ont diminué de 10,2% et ceux de la clientèle étrangère, de 12,1%.

# Die Schweiz im Internationalen Währungsfonds – Überlegungen zum 50jährigen Bestehen der Bretton Woods-Institutionen

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

---

Der Internationale Währungsfonds (IWF) und die Weltbank – die beiden Bretton Woods-Institutionen – legten seit ihrer Gründung vor 50 Jahren einen weiten Weg zurück. Der wirtschaftliche Wiederaufbau und die Schaffung eines stabilen Weltwährungssystems standen zunächst – nach dem Zweiten Weltkrieg – im Vordergrund. Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1973 führte zu einer Neuorientierung. Die Überwindung der Schuldenkrise der achtziger Jahre und die Verlagerung der Finanzierungshilfe von den Industrie- auf die Entwicklungsländer rückten in das Zentrum der Tätigkeit der beiden Institutionen. Sie richten ihr Augenmerk in jüngster Zeit vermehrt auf die Staaten Mittel- und Osteuropas. IWF und Weltbank begleiten die Transformationsländer im schwierigen Übergang von der Plan- zur Marktwirtschaft.

Ich konzentriere mich heute auf die Tätigkeit des IWF. Er ist als währungspolitische Institution mit den Notenbanken besonders eng verbunden. Was ist das Ziel des IWF? Er will durch die Förderung des internationalen Handels das Einkommen und die Beschäftigung in den Mitgliedsländern steigern. Stabile Währungsverhältnisse sowie die Liberalisierung der grenzüberschreitenden Zahlungen und Devisentransaktionen bilden dafür wichtige Voraussetzungen. Das Ziel des IWF änderte sich – trotz des Wandels der Verhältnisse – nicht. Die wechsellkurspolitische Überwachung, die Finanzierungshilfen bei Zahlungsbilanzdefiziten und die technische Hilfe sind die Mittel, die dem IWF zu dessen Erreichung zur Verfügung stehen.

- Wurde das Ziel auch tatsächlich erreicht?
- Wie präsentiert sich die Ausgangslage für die Zukunft?
- Was bleibt zu tun?
- Welches sind die Erfahrungen der Schweiz im IWF?

Ich möchte auf diese vier Fragen näher eingehen.

## 1. 50 Jahre IWF – Ein Rückblick

Kam der IWF in seiner fünfzigjährigen Tätigkeit seinem Ziel näher? Das Spektrum der Antworten ist breit.

- Die «Neue Zürcher Zeitung» attestierte dem IWF zum Fünfzig-Jahr-Jubiläum, die «Hauptsache geleistet» zu haben. Sie schrieb im vergangenen Juli: «Dem Welthandel erwachsen heute kaum noch tarifäre Hürden, die internationalen Kapitalmärkte sind rundum integriert, und multinationale Unternehmen umspannen den ganzen Globus. Nur die Wechselkurse wollen nicht stabil bleiben, aber das ist weniger ein konzeptioneller Fehler als die Folge ungenügender Konvergenz.»
- Die Arbeitsgemeinschaft der schweizerischen Hilfswerke kommt zu einem entgegengesetzten Urteil: «Am «russischen Roulette» sind» – schreibt sie – «viele Akteure beteiligt. Auch die Bretton Woods-Institutionen – seit der Schuldenkrise vor allem Disziplinierungsinstrument gegenüber dem Süden – haben in Osteuropa ein neues Betätigungsfeld gefunden, auf dem die im Süden gemachten Fehler vielfach schlicht wiederholt werden.»

Welches der beiden Urteile kommt der Wahrheit näher? Der IWF war – messen wir ihn an den Zielen, die im IWF-Übereinkommen formuliert sind – erfolgreich. Die Zahl seiner Mitglieder stieg von ursprünglich 29 auf 179 Länder. Der IWF entwickelte sich damit zu einer globalen Institution. Die weltweite Produktion von Gütern und Dienstleistungen ist heute fünfmal höher als 1950. Der Welthandel stieg im gleichen Zeitraum um das Zwölfwache. Wir erreichten – dies ist ebenso eindrücklich wie das Wachstum der Weltwirtschaft – gleichzeitig weitgehende Einigkeit über die wirt-

---

\* Gehalten in Zug am 14. September 1994

schaftspolitischen Konzepte. Die Liberalisierung der Märkte, der Abbau von Zahlungs- und Devisenrestriktionen und die Förderung der Privatisierung sind Postulate, die kaum mehr bestritten werden. Sie sind in vielen Ländern bereits verwirklicht. Die Stärkung des privaten Sektors steht heute auch in der Entwicklungshilfe im Zentrum. Schwierigkeiten tauchen erst auf der Ebene der Umsetzung der Konzepte auf. Sie reflektieren in der Regel Verteilungsprobleme.

Das starke Wachstum der Wirtschaft war selbstverständlich nicht das alleinige Verdienst des IWF. Dies lässt sich an den erheblichen regionalen Unterschieden ablesen. Die asiatischen Länder – Japan nicht mitgerechnet – weisen seit 1975 ein durchschnittliches Jahreswachstum ihrer Wirtschaft von nahezu 7% auf. Die Einkommensverteilung wurde in der selben Zeit gleichmässiger. Das durchschnittliche Wachstum der Wirtschaft Afrikas liegt in der gleichen Periode dagegen nur leicht über 2%. Diese Unterschiede sprechen nicht gegen die Programme des IWF. Jene Länder Afrikas, die die Empfehlungen des IWF über längere Zeit befolgten, weisen nämlich ebenfalls ein überdurchschnittliches Wachstum auf. Der Wille eines Landes, die wirtschaftliche Leistung zu erbringen, bleibt letztlich massgebend. Der IWF vermag lediglich zur Förderung günstiger Rahmenbedingungen beizutragen. Er kann das Pferd zur Tränke führen; trinken muss es selber.

Der Zusammenbruch des Fixkurssystems von Bretton Woods wird im Rückblick auf die letzten 50 Jahre oft als die grosse Zäsur in der Tätigkeit des IWF beklagt. Ich erachte ihn nicht als tragisch.

- Der Wechselkurs ist – erstens – kein Ziel, sondern lediglich ein Instrument der Wirtschaftspolitik. Die Ziele sind ein inflationsfreies Wachstum der Wirtschaft und ein hoher Beschäftigungsstand.
- Es lässt sich – zweitens – wissenschaftlich nicht nachweisen, dass flexible Wechselkurse den internationalen Handel beeinträchtigen.

Die Kritiker werfen dem IWF häufig vor, er tue wenig für die Entwicklungsländer. Sie beanstanden die harten Anpassungsprogramme. Der IWF wird gelegentlich direkt an den wirtschaftlichen

Ergebnissen gemessen. Alle dieser Kritiken hängen meines Erachtens mit falschen Vorstellungen zusammen:

- Die Finanzierungshilfe des IWF wird seit den achtziger Jahren zwar ausschliesslich von den Entwicklungs- und zunehmend von den Transitionsländern – den Staaten, die sich im Übergang von der Plan- zur Marktwirtschaft befinden – beansprucht. Der IWF schuf im Bestreben, auch ärmeren Entwicklungsländern zu helfen, die sogenannte Erweiterte Strukturanpassungsfazilität (ESAF). Die ESAF wird über ein separates Treuhandkonto finanziert. Sie ermöglicht die Gewährung langfristiger, von den Mitgliedsländern über Subventionen stark verbilligter Kredite. Der IWF unterstützt so die Entwicklungsländer. Er arbeitet dabei eng mit der Weltbank zusammen. Der IWF ist aber – hier besteht ein erstes Missverständnis der Kritiker – keine Entwicklungsorganisation.
- Es führt auch in den Entwicklungs- und Transitionsländern – hier pflegen allzu blauäugige Kritiker oft ein zweites Missverständnis – kein Weg an harten Anpassungsprogrammen vorbei. Ertragsbilanzdefizite lassen sich nur so auf ein sinnvolles Mass abbauen. Eine zu grosszügige Kreditgewährung – verbunden mit weichen wirtschaftspolitischen Auflagen – würde lediglich die Schuldenlast erhöhen, ohne ausreichende Exporterlöse zu regenerieren. Exporterlöse sind aber notwendig. Das kreditnehmende Land vermag sonst den künftigen Schuldendienst nicht zu leisten. Die Zahlungsunfähigkeit von Schuldnern hätte eine Reihe negativer Folgen. Die knappen Mittel würden – erstens – anderen, ebenfalls auf Hilfe angewiesenen Ländern nicht zur Verfügung gestellt werden können. Die Mitgliedsländer würden – zweitens – ihre Währungsreserven aufs Spiel setzen. Die Glaubwürdigkeit des IWF wäre – drittens – in Frage gestellt. Andere Geldgeber, die ein Engagement des IWF heute als Garantie für die Qualität eines Schuldners ansehen, wären – viertens – nicht mehr bereit, Mittel zur Verfügung zu stellen. Der IWF würde seine katalytische Wirkung einbüssen.
- Die Kritiker, die – ein drittes Missverständnis – den IWF direkt an den wirtschaftlichen Ergeb-

nissen messen, übersehen, dass er über keine Kompetenzen zur Umsetzung der Anpassungsprogramme verfügt. Der IWF ist keine supranationale Institution. Er kann gegenüber Ländern, die seine Finanzierungshilfe beanspruchen, die Auszahlung weiterer Kredittranchen zwar von der Erfüllung wirtschaftspolitischer Auflagen abhängig machen. Er vermag diese Auflagen aber nicht aus eigener Kraft durchzusetzen. Seine Macht schwindet vollends, sobald die Zahlungsbilanzhilfe ausläuft. Der IWF kann Ländern, die keine Zahlungsbilanzhilfe beanspruchen, lediglich Empfehlungen geben.

## **2. Ausgangslage für die Zukunft – Neue Tendenzen**

Die heutige Ausgangslage gibt uns Hinweise auf die Herausforderungen, mit denen sich der IWF in den kommenden Jahren konfrontiert sehen wird. Ich sehe fünf Tendenzen, die seine künftige Tätigkeit massgeblich beeinflussen werden.

### **2.1 Wachsende Bedeutung der Entwicklungs- und Transitionsländer**

Die Entwicklungs- und Transitionsländer werden – dies ist eine erste Tendenz – noch an Bedeutung gewinnen. Die globale Einkommens- und Machtverteilung wird – sind die Wachstumsziele auch in diesen Ländern einmal erreicht – eine grundlegend andere sein. China bietet uns das eindrücklichste Beispiel. Es ist mit einer Bevölkerung von 1,2 Milliarden doppelt so gross wie die Vereinigten Staaten und Westeuropa zusammengenommen. Die chinesische Wirtschaft wächst seit Ende der siebziger Jahre mit einer jährlichen Rate von mehr als 9%. Das Sozialprodukt vervierfachte sich in dieser Periode.

### **2.2 Steigender Finanzbedarf**

Die wirtschaftliche Unterstützung der Entwicklungs- und vor allem der Transitionsländer wird – dies ist eine zweite Tendenz – in den nächsten Jahren enorme finanzielle Mittel erfordern. Die meisten Industrieländer – auch die Staaten der

Siebner-Gruppe – müssen jedoch eigene Staatsdefizite abbauen. Sie werden deshalb stärker auf die internationale Gemeinschaft zurückgreifen. Der IWF – die Finanzierung über den IWF – wird damit mindestens vorübergehend eine wachsende Rolle spielen. Seine Position wird damit aber auch schwieriger. Er wird sich einer zunehmenden Politisierung ausgesetzt sehen.

Einzelne Länder – ganze Ländergruppen – werden vermehrt versuchen, den IWF für ihre politischen Ziele einzusetzen. Sie werden gleichzeitig aber auch alles tun, um die Kosten auf die internationale Gemeinschaft abzuwälzen.

### **2.3 Aufteilung der Welt in drei Währungsblöcke**

Wir kennen zum erstenmal in der neueren Geschichte – dies ist eine dritte Tendenz – keine Hegemonialmacht mehr: keine Macht, die bereit ist, politisch und wirtschaftlich globale Verantwortung zu übernehmen. Wir haben auch keine Vormacht, die allein die Leitwährung zur Verfügung stellt. Die Welt ist heute in drei Währungsblöcke aufgeteilt. Die Währungen dieser drei Blöcke sind der Dollar, die D-Mark und der Yen. Wir müssen auf absehbare Zeit davon ausgehen, dass zwischen den Währungen und Währungssystemen Wettbewerb besteht. Systeme mit festen Wechselkursen werden sich höchstens auf regionaler Ebene verwirklichen lassen.

### **2.4 Weltweiter Sieg der Marktwirtschaft**

Der Zusammenbruch des planwirtschaftlichen Systems verhalf – dies ist eine vierte Tendenz – der Einsicht in die Überlegenheit der Marktwirtschaft weltweit zum Sieg. Private Initiative und freie Märkte ersetzen Planung und Staatskontrolle. Diese Konzepte sind zwar allgemein anerkannt. Sie sind aber noch nicht überall umgesetzt. Knapp die Hälfte der Mitgliedländer des IWF liberalisierte die grenzüberschreitenden Zahlungen und Devisentransaktionen noch nicht vollständig. Sie beanspruchen die im IWF-Übereinkommen vorgesehene Ausnahmeklausel (Artikel VIII). Das Tempo der Liberalisierung beschleunigte sich jedoch deutlich. 13 Länder verzichteten

im Jahr 1993 auf den Schutz der Ausnahmeklausel; in den vorangehenden Jahren waren es lediglich zwei Länder pro Jahr. Der IWF trug wesentlich zum Durchbruch der Marktwirtschaft bei. Seine Aufgabe in der Zukunft wird es sein, das marktwirtschaftliche Wirtschaftssystem zu verteidigen. Wir dürfen diese Aufgabe nicht unterschätzen. Die Verlockung, sich durch protektionistische Massnahmen Vorteile zu verschaffen, wird immer wieder neu aufleben. Die Industriestaaten erweisen sich gegenüber der süßen Droge des Protektionismus nicht weniger anfällig als die Entwicklungs- und Transitionsländer. Die Inflation lässt sich ebenfalls nicht ein für allemal ausrotten. Sie ist eine verdeckte Form der Umverteilung. Der IWF wird eng mit der neugegründeten Welthandelsorganisation (WTO) – der Nachfolgeorganisation des GATT –, die sich für eine liberale Handels- und für eine globale Wettbewerbspolitik einsetzen soll, zusammenarbeiten müssen. Offene Grenzen für den internationalen Handel sind nicht nur die billigste, sondern auch die weitaus wirkungsvollste Entwicklungs- und Transitionshilfe.

## 2.5 Erhöhte Mobilität von Arbeit und Kapital

Die Mobilität von Arbeit und Kapital wird angesichts ungleicher wirtschaftlicher Chancen – dies ist eine fünfte Tendenz – zu Wanderungsbewegungen führen. Die bisherigen Erfahrungen – die Erfahrungen beispielsweise der Europäischen Union – deuten allerdings nicht darauf hin, dass wir uns beim Faktor Arbeit auf eine Massenmigration einzustellen hätten. Die wirtschaftlichen Faktoren geben bei der Wahl des Wohnortes nicht allein den Ausschlag. Politische Verfolgung oder wirtschaftliches Elend lösen in der Regel erst Massenwanderungen aus. Ich hoffe, dass wir beides für Osteuropa ausschliessen dürfen. Wir wären von einer grossen Wanderbewegung aus diesem Teil unseres Kontinents unmittelbar betroffen. Kapital ist ausserordentlich mobil. Es reagiert bereits auf kleine Ertragsunterschiede. Die weitere Liberalisierung des Kapitalverkehrs, der technologische Fortschritt vor allem im Kommunikationsbereich und die Verringerung der Informations- und Transaktionskosten werden diese Tendenz noch verstärken. Die Mobilität des Kapitals hat verschiedene Konsequenzen:

- Sie führt – erstens – dazu, dass Länder mit einem guten Schuldennenn sich ohne weiteres auch auf privaten Finanzmärkten finanzieren können. Ein Land, das seine Wirtschaftspolitik am Ziel der Stabilität orientiert, verbessert im gleichen Ausmass auch seine Schuldnerqualität. Die Finanzierungshilfe des IWF sollte sich deshalb langfristig weitgehend erübrigen. Die Entwicklungs- und Transitionsländer werden sich – wie dies heute die Industrieländer tun – auf den Finanzmärkten finanzieren. Sie unterwerfen sich damit den disziplinierenden Anforderungen des Marktes. Eine Reihe lateinamerikanischer Länder ist schon fast soweit.
- Die Mobilität des Kapitals und die Globalisierung der Finanzmärkte schaffen – zweitens – in Industrie-, Entwicklungs- und Transitionsländern einen zunehmenden Bedarf nach Finanzmarktüberwachung. Die globale Überwachung der Finanzmärkte ist eine Aufgabe, die der IWF heute schon wahrnimmt. Er vermöchte sie noch auszubauen.
- Wachsende Finanzmärkte führen – drittens – dazu, dass die Notenbanken Wechselkursvorstellungen je länger je weniger gegen die Marktkräfte durchsetzen können. Ihre Devisenbestände sind im Vergleich zu den privaten Vermögensbeständen verschwindend klein. Ihre Interventionen am Devisenmarkt wirken deshalb nur, wenn sie glaubwürdig Änderungen der Geldpolitik signalisieren.

## 3. Empfehlungen für die Zukunft

Der IWF ist in der nächsten Zukunft mit einem grossen Doppelziel konfrontiert: Er muss helfen, den Wohlstand, den wir in den Industrieländern errangen, zu bewahren. Und er sollte gleichzeitig dazu beitragen, dass die Entwicklungs- und Transitionsländer einen vergleichbaren Wohlstand erreichen. Der IWF hat – sind diese Wachstumsziele in einer ferneren Zukunft einmal erreicht – das Schwergewicht seiner Tätigkeit auf den Informationsaustausch, die Überwachungsfunktionen und die Behebung von Systemkrisen zu legen.

Die skizzierten Tendenzen – wachsende Bedeutung der Entwicklungs- und Transitionsländer,

hoher temporärer Finanzierungsbedarf, Wettbewerb der Währungen, Dominanz der Marktwirtschaft und wachsende Mobilität des Kapitals – werden die künftige Tätigkeit des IWF prägen. Er verfügt über drei Mittel zur Erreichung seiner Ziele:

- die Gestaltung der Währungsordnung,
- die Finanzierungshilfe und
- die technische Hilfe.

Ich will versuchen, diese drei Hauptaspekte der IWF-Tätigkeit prospektiv näher zu beleuchten.

### 3.1 Die Zukunft der Währungsordnung

Die Gewährleistung stabiler Währungsverhältnisse bleibt die Grundaufgabe des IWF. Sie erfordert nicht zwingend – wie die Gründerväter des IWF noch glaubten – ein Fixkursystem. Die Währungsverhältnisse können auch in einem System flexibler Wechselkurse stabil sein. Ich begrüße daher die Möglichkeit der freien Wahl des Währungssystems. Diese Freiheit wurde bei der zweiten Revision des IWF-Übereinkommens im Jahre 1978 rechtlich verankert. Sie entspricht dem Wesen einer Marktwirtschaft. Die Stabilität der Wechselkurse hängt weniger vom Wechselkursystem als von der stabilitätsorientierten Ausrichtung der Wirtschaftspolitik ab. Flexible Wechselkurse gewähren einem Land die Freiheit, die Geldpolitik in den Dienst der Preisstabilität zu stellen.

Ich bestreite nicht, dass die feste Bindung des Wechselkurses an eine stabile Währung die Durchführung der Geldpolitik in bestimmten Situationen erleichtern kann. Lateinamerika nutzt feste Wechselkurse – es handelt sich in der Regel um Dollar-Bindungen – beispielsweise als entscheidende Bestandteile seiner gegenwärtigen Stabilisierungsprogramme. Die Währungsbehörden der lateinamerikanischen Länder erhoffen sich von der Wechselkursbindung – nach zahlreichen Fehlschlägen in den achtziger Jahren – eine erhöhte Glaubwürdigkeit. Die Inflation konnte in Lateinamerika in der Tat von gegen 300% im Durchschnitt der Jahre 1986 bis 1990 auf rund 18% im Jahre 1993 reduziert werden. Brasilien, das unter einer Hyperinflation leidet, ist in diesen Zahlen allerdings nicht berücksichtigt.

Wir stellen dagegen – betrachten wir die gesamte Gruppe der Entwicklungsländer – seit Mitte der siebziger Jahre eine deutliche Verlagerung von festen zu flexiblen Wechselkursen fest. 45% dieser Länder kennen heute grundsätzlich flexible Wechselkurse; 1976 waren es erst 14%. Zwölf der fünfzehn Nachfolgestaaten der ehemaligen Sowjetunion wählten ebenfalls flexible Wechselkurse.

Die Anfälligkeit der flexiblen Wechselkurse auf Schwankungen wird trotz deren starken – und noch wachsenden – Verbreitung allerdings immer wieder beklagt. Die Vorschläge zur Reform der Währungsordnung zielen in der Regel deshalb auf die Einführung sogenannter Zielzonen für die Entwicklung der Wechselkurse. Diese Vorschläge werden angesichts des Erstarkens des Schweizer Frankens heute auch bei uns einige Anhänger finden. Ich halte wenig davon. Ein System der Zielzonen läuft – ist es flexibel gestaltet – auf eine bürokratisch aufwendigere Form der bestehenden Ordnung hinaus. Die Anhänger der Einführung von Zielzonen werden mir entgegenhalten, ihr Hauptziel sei es, der Wirtschaftspolitik in den teilnehmenden Ländern engere Grenzen zu stecken. Sie übersehen, dass die Teilnehmer eines solchen Systems, denen die Einschränkung ihrer Autonomie zu weit geht, rasch ausscheren werden. Wir erlebten es bereits im System fester Wechselkurse von Bretton Woods. Es war aber auch das Schicksal des weit homogenen Europäischen Währungssystems.

Ein häufiges Postulat zielt auf die Verstärkung des sog. surveillance, d.h. auf die Verstärkung der wechselkurspolitischen Überwachung ab. Diese Überwachung dient der Angleichung der Wirtschaftspolitiken der verschiedenen Staaten. Sie erfolgt im IWF auf zwei Arten: durch

- die jährlichen Konsultationen mit den Mitgliedsländern und die Abgabe von Empfehlungen gemäss Artikel IV des IWF-Übereinkommens durch die sogenannten Artikel-IV-Konsultationen sowie durch
- die halbjährlichen Überprüfungen der weltwirtschaftlichen Aussichten («World Economic Outlook»).

Warum bemüht sich der IWF, die nationalen Wirtschaftspolitiken einander verstärkt anzugleichen? Er will auf diese Weise die Voraussetzungen für eine erhöhte Stabilität der Wechselkurse schaffen. Die Grundidee ist richtig. Unterschiedliche nationale Wirtschaftspolitiken bilden in der Tat die Hauptursache von Schwankungen der Wechselkurse. Wir dürfen allerdings keine übertriebenen Erwartungen in die Überwachung des IWF setzen. Deren Möglichkeiten sind begrenzt. Keinsouveränes Land wird sich vom IWF zu einem Verhalten, das nicht seinen nationalen Interessen entspricht, zwingen lassen. Es wehrt sich mit Recht. Die Gefahr, dass grosse Länder die kleineren Mitglieder zu einer Wirtschaftspolitik, die nur ihren eigenen Interessen dient, veranlassen, ist gross. Wir Schweizer haben deshalb besonders Grund, immer wieder daran zu erinnern, dass wirtschaftspolitische Koordination nur funktioniert, wenn sie im Interesse aller Beteiligten liegt. Sie sollte vor allem in den Dienst des Austausches von Informationen und der Verwirklichung langfristiger Ziele gestellt werden. Der Informationsaustausch verbessert die Grundlagen der Wirtschaftspolitik. Er verhindert im Extremfall, dass die verschiedenen Länder wirtschaftspolitische Ziele, die untereinander unvereinbar sind, verfolgen. Der Druck von aussen kann den Verantwortlichen in Regierung und Notenbank überdies die Durchsetzung unpopulärer Massnahmen, die im langfristigen, aber nicht im kurzfristigen, Interesse eines Landes liegen, erleichtern. Das Morgen – das Interesse der künftigen Generationen – liegt uns in der Regel weniger am Herzen als das Heute. Die Bevorzugung der Gegenwart – das Abschieben von Kosten auf die nachfolgenden Generationen – bildet oft auch den Nährboden einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik wie der hohen Verschuldung im Ausland. Der IWF hat hier eine wichtige Rolle zu spielen. Er muss diese Rolle auch in Ländern, die keine Zahlungsbilanzhilfe beanspruchen und damit keine Wirtschaftsprogramme einzuhalten haben, erfüllen.

Es gibt Währungsreformer, die das Heil in der Schaffung von Sonderziehungsrechten (SZR) – dem vom IWF Ende der sechziger Jahre geschaffenen internationalen Zahlungsmittel und Reservemedium – suchen. Ich sehe in der gegenwärtigen Währungsordnung, die durch Wettbewerb der Währungen und durch freie Wahl des Wech-

selkurssystems charakterisiert ist, allerdings keinen Bedarf nach einer Neuzuteilung von SZR. Ein solches Reservemedium macht lediglich in einem System fester Wechselkurse Sinn. Die Situation änderte sich mit dem Übergang zum System flexibler Wechselkurse grundlegend. Ein langfristiger, weltweiter Reservemangel, der für eine Neuzuteilung gemäss IWF-Übereinkommen erforderlich ist, kann überdies so lange, als global Inflation besteht, nicht nachgewiesen werden. Der Reservemangel einzelner Länder muss durch wirtschaftspolitische Massnahmen behoben werden. Die Mitglieder des IWF können zu diesem Zweck IWF-Kredite beanspruchen. Ich kann mich deshalb nur mit einer Neuzuteilung von SZR befreunden, die die Gleichbehandlung jener Länder, die noch nie von einer SZR-Zuteilung – oder nicht von allen Zuteilungen – profitieren konnten, bezweckt.

### **3.2 Die Finanzierungshilfe**

Das Ausmass der Finanzierungshilfe, die in der Zukunft erforderlich sein wird, lässt sich heute noch nicht abschätzen. Eines ist aber sicher: Die Finanzierungshilfe des IWF wird in den nächsten Jahren massiv zunehmen. Die Transitionsländer werden als Hauptkreditnehmer auftreten. Die mitteleuropäischen Staaten erzielten auf dem Wege zur Marktwirtschaft zwar bereits beachtliche Fortschritte. Sie weisen mehrheitlich ein positives Wirtschaftswachstum auf. Der Prozess der Umstrukturierung befindet sich dagegen in den Ländern der früheren Sowjetunion – in den FSU-Staaten – erst in den Anfängen. Russland beanspruchte 1993 allein fast die Hälfte der neu gewährten IWF-Kredite.

Die Finanzierungshilfe an die Transitionsländer wirft auch unter einem anderen Gesichtspunkt schwerwiegende Probleme auf. Die FSU-Länder vor allem sind noch nicht in der Lage, die normalen Bedingungen für die Kreditgewährung des IWF zu erfüllen. Der IWF schuf mit der befristeten Systemübergangs-Fazilität deshalb ein neues Kreditinstrument, das ihm erlaubt, diesen Staaten gleichwohl zu helfen. Die Transitionsländer sollen durch Finanzierungshilfe zu weicheren Bedingungen möglichst rasch auf einen Entwicklungsstand, unter dem ihnen bei der Kreditgewährung

die normale Konditionalität zugemutet werden kann, gebracht werden.

Der Übergang von der Plan- zur Marktwirtschaft macht in den Ländern der FSU bisher vor allem zwei Dinge deutlich:

- Die Stabilisierungspolitik war – erstens – bislang noch wenig erfolgreich. Russland – es steht wegen seiner politischen und wirtschaftlichen Bedeutung für die Region im Vordergrund – erzielte 1994 zwar Fortschritte. Es wies 1993 jedoch noch eine durchschnittliche Inflationsrate von 20% pro Monat aus. Wo liegen die Ursachen dieses unbefriedigenden Resultats? Es wurde unterlassen, die Stabilisierungspolitik gleichzeitig mit Strukturreformen zu verbinden. Eine Reduktion der Staatsausgaben – und damit letztlich auch eine erfolgreiche Geldpolitik – ist nur möglich, wenn die Privatisierung radikaler vorangetrieben wird. Die Unternehmungen müssen dann nicht mehr direkt durch den Staat finanziert werden.
- Der Transitionsprozess dauert – zweitens – länger, als wir alle anfänglich erwarteten. Die Reformen greifen nicht tief genug. Die völlig ungenügende Umstrukturierung des Unternehmenssektors erweist sich als Hauptproblem. Das Sozialprodukt halbierte sich in den FSU-Ländern seit 1991. Es wäre dringend nötig, mit nachhaltigen Investitionen im Unternehmensbereich endlich den Kern künftigen Wirtschaftswachstums zu legen. Die Lage in Russland ist von aussen – ich bin mir dessen bewusst – nur schwer zu beurteilen. Ich glaube aber nicht, dass bisher ausreichende Voraussetzungen für eine nachhaltige Investitionstätigkeit geschaffen wurden. Die Zurückhaltung ausländischer Investoren bestätigt dieses Urteil. Die Kapitalflucht aus Russland erhärtet es leider noch.

Das Gelingen der Transition – der Erfolg des Übergangs von der Plan- zur Marktwirtschaft – ist nicht primär eine Frage der Finanzierung durch das Ausland. Nicht jeder Kredit ist sinnvoll. Nicht jede Finanzierungslücke ist so, wie sie in der Planung aufscheint, durch Kredite zu schliessen. Es drängen sich an Stelle der Finanzierung unter Umständen mehr Anpassungsleistungen auf. Die Schuldenindikatoren für die Transitionsländer mahnen

schon heute – und wir stehen erst am Anfang des Prozesses des Übergangs zur Marktwirtschaft – zu höchster Vorsicht. Die Schuldenquote der Transitionsländer – das Verhältnis ihrer Schulden zum Total ihrer Exporte – ist bereits höher als jene der Entwicklungsländer ohne Afrika südlich der Sahara. Der IWF wird deshalb nachdrücklich darauf drängen müssen, dass die Transitionsländer rasch die normalen Kreditbedingungen – die sogenannte Konditionalität – einhalten. Sie schaffen nämlich nur so die Voraussetzungen, um in Zukunft die Exporterlöse, die zur Leistung des Schuldendienstes notwendig sind, erzielen zu können. Eine länger anhaltende Aufweichung der Kreditkonditionalität würde unverantwortbare Kreditrisiken schaffen. Die Währungsreserven der Mitgliedländer des IWF wären gefährdet. Dessen Glaubwürdigkeit erlitt Schaden. Die katalytische Wirkung ginge verloren. Die Transition liefe Gefahr, im finanziellen und moralischen Ruin des IWF zu enden.

### 3.3 Die technische Hilfe

Die technische Hilfe des IWF gewann – auch wenn sie nicht zu dessen klassischen Aufgaben gehört – in den letzten Jahren stark an Bedeutung. Sie beansprucht heute rund 13% der Betriebsausgaben. Der IWF setzt den Akzent auch hier richtig. Die technische Hilfe ist vor allem in der Anfangsphase des Übergangs von der Plan- zur Marktwirtschaft bedeutsam. Sie ist wichtiger als die finanzielle Hilfe. Technische Hilfe schafft nämlich die elementaren Voraussetzungen für Reformen. Sie spielt deshalb auch in einer Reihe von Entwicklungsländern eine grosse Rolle.

Der IWF ist beim Aufbau von Fiskalsystemen und von Notenbanken besonders aktiv. Seine Ressourcen sind allerdings beschränkt. Er greift bei der technischen Hilfe deshalb auf die Mitgliedländer zurück und übernimmt vor allem die Funktion der Koordination. Die Schweizerische Nationalbank leistet im Rahmen von IWF-Programmen ebenfalls technische Hilfe. Wir legen das Schwergewicht dabei auf die Mitgliedländer der schweizerischen Ländergruppe. Polen und Kirgistan stehen für uns als Partner der technischen Kooperation zur Zeit im Vordergrund.

#### 4. Die Schweiz und der IWF – Eine erste Bilanz unserer Erfahrungen

Dies bringt mich zu den Erfahrungen, die wir – die Schweiz – in den ersten zwei Jahren unserer Mitgliedschaft im IWF sammeln konnten. Unser Land integrierte sich gut. Der schweizerische Exekutivdirektor wird gehört. Wir bauten innerhalb der Ländergruppe vor allem zu Polen enge Arbeitsbeziehungen auf. Die zentralasiatischen Mitglieder unserer Ländergruppe – Usbekistan, Turkmenistan, Aserbeidschan und Kirgistan – sind noch weitgehend mit eigenen Problemen befasst. Sie beteiligen sich weniger stark an der Ausgestaltung der Politik des IWF.

Das Eidgenössische Finanzdepartement und die Schweizerische Nationalbank arbeiten bei der Durchführung der IWF-Mitgliedschaft eng zusammen. Diese Kooperation spielte sich gut ein. Gelegentliche Meinungsverschiedenheiten sind nicht zu vermeiden. Sie ergeben sich daraus, dass wir den währungspolitischen Charakter des IWF in den Vordergrund stellen. Der Bund möchte den IWF dagegen – mindestens teilweise – vermehrt in den Dienst entwicklungspolitischer Anliegen stellen. Wir dürfen jedoch nicht vergessen, dass der IWF aus den Währungsreserven der Mitgliedländer finanziert wird. Er kann deshalb nur währungspolitische Aufgaben erfüllen.

Der IWF führte mit der Schweiz im Herbst 1993 erstmals eine Artikel-IV-Konsultation durch. Unsere Geldpolitik wurde mit dem Hinweis auf die im allgemeinen sehr tiefe Inflationsrate und die niedrigen Zinssätze – sie sind die tiefsten in Europa – positiv beurteilt. Die wirtschaftspolitischen Empfehlungen konzentrierten sich erwartungsgemäss auf die dringende Reduktion des Staatsdefizits. Der IWF forderte angesichts der hohen Arbeitslosenraten ferner eine aktivere Arbeitsmarktpolitik. Er postulierte namentlich eine Erhöhung der Arbeitsanreize durch Senkung zu grosszügiger Arbeitslosenentschädigungen. Gute Noten erhielt die im allgemeinen liberale Handelspolitik. Der IWF anerkannte, dass unser Land den Importen aus Transitionsländern den Marktzugang ge-

währt. Er regte dagegen im Agrarbereich Liberalisierungen und den Abbau von Subventionen an.

Der Beitritt der Schweiz zu den Bretton Woods-Institutionen fiel in eine äusserst aktive Phase des IWF. Der Übergang der ehemaligen Planwirtschaften zur Marktwirtschaft war und ist das dominierende Ereignis. Wir dürfen die Bedürfnisse der ärmeren Entwicklungsländer darob aber nicht vernachlässigen. Die «Erweiterte Struktur- anpassungsfähigkeit», die Kredite zu Vorzugsbedingungen vorsieht, wurde verlängert, um diese Bedürfnisse weiter abdecken zu können. Die Schweiz wird sich – vorbehaltlich der Zustimmung der Eidgenössischen Räte – mit einem Anteil von 3,3% an diesem besonderen Kreditinstrument beteiligen. Wir – die Nationalbank – übernehmen den Beitrag an das Darlehenskonto. Der Bund wird die Zinssubvention finanzieren.

#### 5. Schluss

Unser Beitritt zu den Bretton Woods-Institutionen verfolgte einen doppelten Sinn: Die Zusammenarbeit mit diesen beiden globalen Organisationen liegt – erstens – im Interesse unserer ausgesprochen offenen Volkswirtschaft. Sie bildet in einer Zeit grosser und schwieriger Umwälzungen – zweitens – aber auch einen Beitrag an die internationale Solidarität. Der Übergang Mittel- und Osteuropas von der Plan- zur Marktwirtschaft – das vorrangige Problem der nächsten Jahre – betrifft uns als Europäer in besonders hohem Masse. Die Auswirkungen eines Misserfolgs würden uns Schweizer in vielen Bereichen hart treffen. Wir wären auch ohne Beitritt zu den Bretton Woods-Institutionen aufgerufen worden, den Transitionsprozess durch finanzielle Mithilfe zu unterstützen. Unsere Mitgliedschaft in IWF und Weltbank gibt uns nun aber auch das Recht, bei der Gestaltung der Währungsordnung wie der finanziellen und der technischen Hilfe mitzuentscheiden.

Das Ja vom 17. Mai 1992 – die Zustimmung des Schweizervolkes zum Beitritt zu den Bretton Woods-Institutionen – hat sich gelohnt.

# Geldmengenaggregate: Was bringt die Ausklammerung der Termingelder?

Andreas M. Fischer und Michel Peytrignet\*

Die Entwicklung der Finanzmärkte hat in den letzten zwanzig Jahren den Charakter der breiten Geldmengenaggregate verändert. So sind die einzelnen Geldmengenkomponenten zinsempfindlicher geworden, was zu grösseren Umlagerungen vor allem zwischen den Termineinlagen und den übrigen Einlageformen führte. Gleichzeitig nahm der Anteil der Termineinlagen langfristig stark zu, so dass sich die Liquiditätseigenschaften der breiten Aggregate wandelten. Beides sind mögliche Gründe für die von Fischer und Peytrignet (1990) festgestellten Stabilitätsprobleme der Nachfrage nach  $M_3$ .

Dieser Beitrag beschäftigt sich mit einem alternativen Geldmengenaggregat, das entweder als  $M_1$  plus Spareinlagen oder als  $M_3$  minus Termineinlagen definiert werden kann.<sup>1</sup> Dieses Aggregat, das Fischer und Peytrignet (1991) als  $M_{1B}$  bezeichneten, ist in den letzten Jahren von Fischer und Peytrignet (1991), Boswijk und Urbain (1994) und Peytrignet (1994) untersucht worden. Ein Hauptergebnis dieser Studien lautet, dass  $M_{1B}$  eine stabile langfristige Beziehung zum Preisniveau, dem Realeinkommen und den Zinssätzen aufweist. Daraus schliessen wir, dass die Probleme der breiten Geldmengenaggregate wenigstens teilweise mit deren Aufbau und den Eigenschaften der Termineinlagen verknüpft sind.

Unsere Diskussion ist in vier Teile gegliedert. Im ersten Teil werden die Umschichtungen zwischen den Geldmengenkomponenten beschrieben. Mit  $M_{1B}$  wird sodann ein Geldmengenaggregat präsentiert, das die mit den Termineinlagen verbundenen Probleme zu vermeiden sucht. Der zweite Teil fasst die Ergebnisse der drei erwähnten  $M_{1B}$ -Untersuchungen zusammen. Im dritten Teil werden die Ei-

genschaften der Geldmenge  $M_{1B}$  als Indikator für Inflation und Wirtschaftswachstum im Vergleich mit anderen breiten Geldmengenaggregaten behandelt. Der vierte Teil enthält die Schlussfolgerungen.

## 1. Portfolioumschichtungen und ihr Einfluss auf die Geldmengenaggregate

Die Zusammensetzung der breiten Geldmengenaggregate  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  wird kurzfristig vor allem durch die Zinssätze bestimmt. Die einzelnen Komponenten sind (unvollkommene) Substitute. Ihre Nachfrage reagiert deshalb positiv auf den eigenen Zinssatz und negativ auf die Zinssätze alternativer Anlagen.

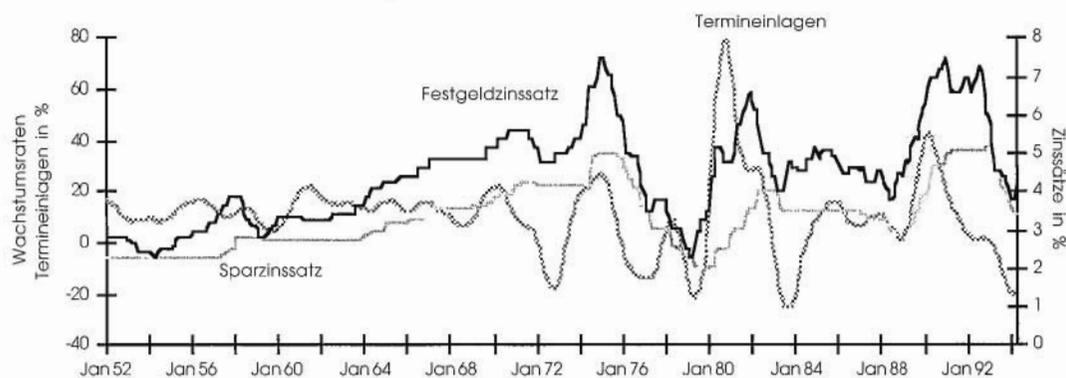
Grafik 1 zeigt den Verlauf der Zinssätze für Festgelder bei Grossbanken (3 Monate) und für Spareinlagen von 1952 bis 1993. Der Sparzinssatz schwankt in diesem Zeitraum deutlich weniger stark als der Festgeldsatz, so dass die Bewegungen der Zinsdifferenz durch die Bewegungen des Festgeldsatzes dominiert werden. Gleiches gilt für die Zinsdifferenz zwischen dem Festgeldsatz und den in Grafik 1 nicht abgebildeten Zinssätzen der  $M_1$ -Komponenten. Bargeld bietet überhaupt keine Verzinsung, und die Sichteinlagen werden zu einem tiefen, nahezu konstanten Satz verzinst. Die Grafik macht deutlich, dass das Wachstum der Termineinlagen mit dem Festgeldsatz (bzw. der Zinsdifferenz zu alternativen Anlagen) positiv korreliert ist. Dieser positive Zusammenhang zwischen Festgeldsatz und Termineinlagen ist nach 1970, d.h. seit der Festgeldsatz stärker schwankt, besonders deutlich.

Der Einfluss des Festgeldsatzes auf die anderen Komponenten der breiten Geldmengenaggregate lässt sich aus Grafik 2 (in Verbindung mit Grafik 1) ablesen. Die Wachstumsrate der Sichteinlagen verläuft qualitativ gleich wie jene der Spareinlagen. Vor allem nach 1970 sind beide mit der Wachstumsrate der Termineinlagen und dem Festgeldsatz sichtbar negativ korreliert.

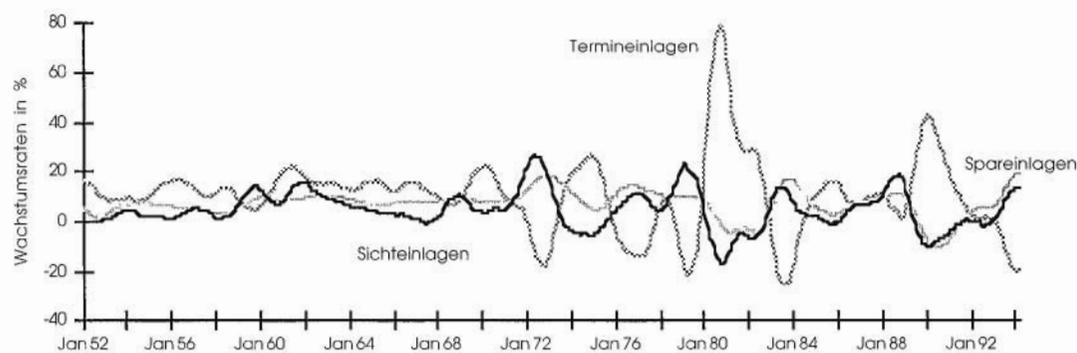
\* Ressort Volkswirtschaftliche Studien der Schweizerischen Nationalbank.

<sup>1</sup> Die Geldmenge  $M_1$  ist in der Schweiz als das Total aus dem Bargeldumlauf und den Sichteinlagen definiert.  $M_2$  ist gleich  $M_1$  plus die Termineinlagen, und  $M_3$  ist gleich  $M_2$  plus die Spareinlagen.

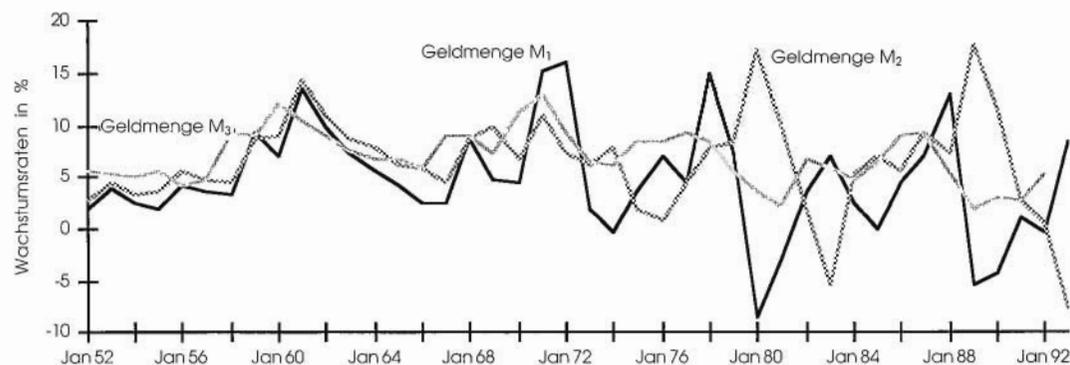
**Grafik 1: Zinssätze und Termineinlagen**



**Grafik 2: Termin-, Sicht- und Spareinlagen**



**Grafik 3: Geldmengen  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$**



Das Wachstumsprofil der Geldmengenaggregate  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$ , das in Grafik 3 abgebildet ist, gleicht jenem der Sicht-, Termin- bzw. Spareinlagen. Diese Ähnlichkeit überrascht kaum, da Sicht-, Termin- bzw. Spareinlagen teilweise seit langem die jeweils grösste Komponente der drei genannten Geldmengenaggregate bilden. Grafik 3 zeigt, dass das Wachstum von  $M_2$  sich oft entgegengesetzt zu jenem von  $M_1$  und  $M_3$  entwickelt. Eine Beschleunigung des Wachstums von  $M_2$  geht in der Regel mit einer Abschwächung des Wachstums von  $M_1$  und selbst von  $M_3$  einher.

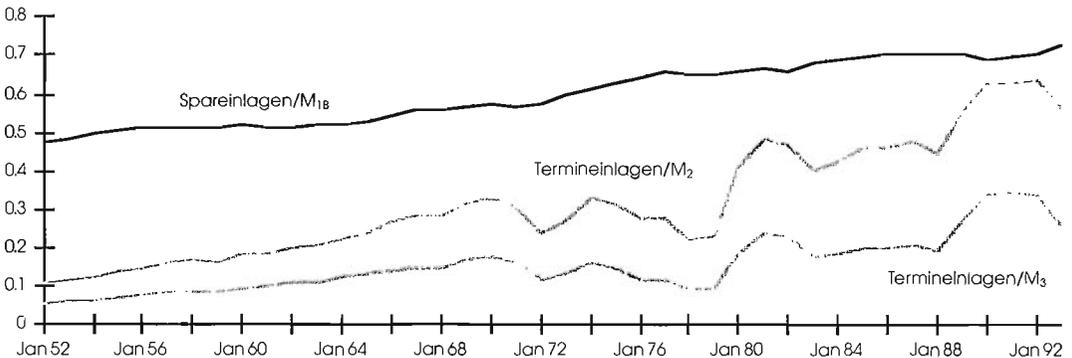
Die Zusammensetzung der breiten Geldmengenaggregate verändert sich indessen nicht nur kurzfristig, sondern auch langfristig. Grafik 4 zeigt, dass der Anteil der Termineinlagen an den Geldmengen  $M_2$  und  $M_3$  in den letzten 15 Jahren stark zugenommen hat. Beträgt der Anteil der Termineinlagen an  $M_2$  im Jahre 1979 noch knapp ein Viertel, liegt er nach 1989 über 50 Prozent. Gleichzeitig steigt der Anteil der Termineinlagen an  $M_3$  von etwa zehn Prozent in den siebziger Jahren auf rund ein Drittel in den achtziger Jahren. Dies bedeutet, dass die Geldmengen  $M_2$  und  $M_3$  immer mehr durch die Termineinlagen und immer weniger durch die Geldmenge  $M_1$  geprägt werden.

Eine solche Änderung der relativen Anteile der einzelnen Komponenten kann die Eigenschaften eines

Geldmengenaggregates beeinflussen und damit zu Stabilitätsproblemen für die geschätzte Geldnachfragefunktion führen. Tatsächlich kommen Fischer und Peytrignet (1990) in ihrer Untersuchung der Geldmenge  $M_3$  zum Ergebnis, dass die langfristige Nachfrage nach  $M_3$  über die Periode von 1968 bis 1988 instabil ist. Erst nach einer Unterteilung der Gesamtperiode gelingt es ihnen, befriedigende Ergebnisse für die Periode von 1980 bis 1988 zu finden.

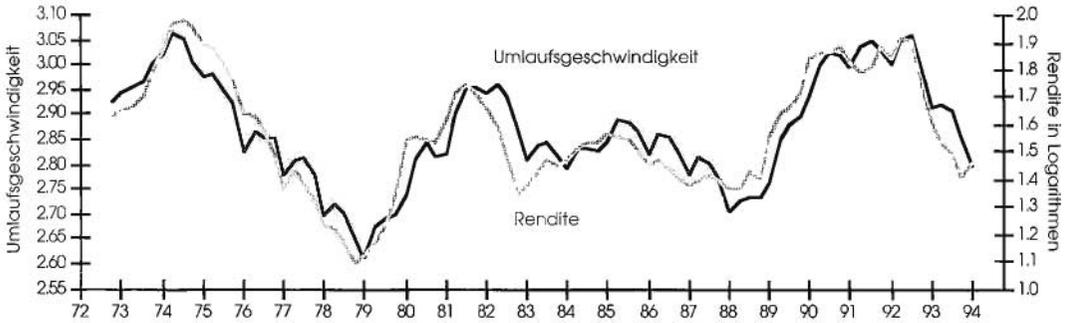
Es gibt verschiedene Möglichkeiten, auf diese Stabilitätsprobleme zu reagieren. Eine besteht darin, zusätzliche Variablen in die Geldnachfragefunktion aufzunehmen. Fischer und Peytrignet (1990) haben dies ohne viel Erfolg probiert. Man kann auch versuchen, ein neues Geldmengenaggregat, das günstigere Stabilitätseigenschaften aufweist, zu konstruieren. Wir folgen hier diesem zweiten Weg, indem wir die Termineinlagen aus  $M_3$  ausklammern.<sup>2</sup> Das daraus resultierende Aggregat, das Fischer und Peytrignet (1991) als  $M_{1B}$  bezeichneten, ist liquider als  $M_2$  oder  $M_3$  und weist eine bemerkenswert stabile Zusammensetzung auf. Grafik 4 zeigt, dass der Anteil der Spareinlagen an  $M_{1B}$  über die letzten vierzig Jahre nur mit einem leichten Trend wächst und durch die teilweise massiven Zinsschwankungen in den siebziger und achtziger Jahren kaum beeinflusst wird. Die Zusammensetzung des Aggregats dürfte also für die Stabilität der  $M_{1B}$ -

**Grafik 4: Geldmengenanteile**



<sup>2</sup> Fluri (1990) präsentiert mit der Konstruktion eines Divisia-Aggregates eine andere Möglichkeit. Bei monetären Divisia-Aggregaten werden im Gegensatz zu den traditionellen Geldmengen  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  die einzelnen Geldmengenkomponenten gewichtet; damit wird dem unterschiedlichen Liquiditätsgrad der verschiedenen monetären Aktiva Rechnung getragen.

**Grafik 5: Umlaufgeschwindigkeit von M<sub>1B</sub> und Rendite der Bundesobligationen**



Nachfrage kaum Probleme stellen. Grafik 5, welche die Umlaufgeschwindigkeit von M<sub>1B</sub> zusammen mit den langfristigen Zinssätzen abbildet, bestätigt dies. Der Verlauf der beiden Variablen deutet darauf hin, dass die Geldmenge M<sub>1B</sub>, die Preise, das Realeinkommen und die langfristigen Zinssätze stabil miteinander verbunden sind. Die empirischen Untersuchungen dieser Hypothese werden im nächsten Abschnitt besprochen.

**2. Eigenschaften der Nachfrage nach M<sub>1B</sub>**

Die statistischen Eigenschaften der Nachfrage nach M<sub>1B</sub> sind von Fischer und Peytrignet (1991), Boswijk und Urbain (1994) und Peytrignet (1994) untersucht worden. Den ersten beiden Studien liegt die gleiche Schätzperiode, die sich vom ersten Quartal 1973 bis zum vierten Quartal 1989 erstreckt, zugrunde. Der von Peytrignet (1994) untersuchte Zeitraum geht bis zum ersten Quartal 1994 und ist damit um rund vier Jahre länger.<sup>3</sup> Allen drei Studien gemeinsam ist die Frage nach der statistischen Exogenität der Variablen in der Nachfragefunktion für M<sub>1B</sub>. Engle, Hendry und Richard (1983) folgend, werden drei verschiedene Klassen statistischer Exogenität unterschieden, nämlich «schwach», «stark» und «super». Je nachdem, welche Form von Exogenität erfüllt ist, ergeben sich Möglichkeiten für Hypothesentests (bei schwacher Exogenität), Prognosen (bei starker Exogenität) und Simulationen (bei Super-Exogenität).

**Schwache Exogenität und Hypothesentests**

Die von Fischer und Peytrignet (1991) auf schwache Exogenität untersuchte Nachfragefunktion für M<sub>1B</sub> lautet:

$$\Delta(m_{1B} - p)_t = \frac{0.01}{(0.002)} + \frac{0.56}{(0.06)} \Delta(m_{1B} - p)_{t-1} - \frac{0.08}{(0.02)} \Delta i^L_t - \frac{0.01}{(0.003)} \Delta i^S_t - \frac{0.59}{(0.17)} \Delta p_t - \frac{0.13}{(0.03)} (m_{1B} - p - y + 0.5i^L)_{t-1} \quad (1)$$

$R^2 = 0.86 \quad \sigma = 0.899\% \quad DW = 1.99$

Zeitperiode 1973:1–1989:4

Dabei bezeichnet  $p_t$  das am Konsumentenpreisindex gemessene Preisniveau,  $y_t$  das reale Bruttoinlandprodukt,  $i^S_t$  den dreimonatigen Eurofranken-Zinssatz und  $i^L_t$  die Rendite der Bundesobligationen im Zeitpunkt  $t$ . Alle Variablen sind logarithmiert, und  $\Delta$  bezeichnet die ersten Differenzen. Die Standardfehler der geschätzten Koeffizienten sind in Klammern angegeben,  $R^2$  ist das Bestimmtheitsmass,  $\sigma$  der Standardfehler der Schätzung und DW die Durbin-Watson-Statistik für Autokorrelation.

Der Modellierungsprozess folgt dem von Engle und Granger (1987) empfohlenen zweistufigen Verfahren für Fehler-Korrektur-Modelle. Zuerst wird mit den Niveaugrößen eine statische Gleichung für M<sub>1B</sub> geschätzt. Kointegrationstests zeigen, dass  $m_{1B}$ ,  $p$ ,  $y$  und  $i^L$  trotz Nichtstationarität der Niveaureihen eine stationäre langfristige Beziehung aufweisen und damit kointegriert sind. Aus den geschätzten Koeffizienten der statischen Gleichung lässt sich eine interpretierbare langfristige Beziehung zwischen der (invertierten) Umlaufgeschwin-

<sup>3</sup> In allen Studien wurde die Geldmengendefinition von 1975 (ohne Liechtenstein) verwendet.

digkeit von  $M_{1B}$  und der Bundesobligationenrendite ableiten. Diese kann als  $m_{1B} - p - y + 0.5i^L = \varepsilon$  geschrieben werden, wobei  $\varepsilon$  ein Residuum ist. Die langfristige Zinselastizität beträgt  $-0.5$ , während die langfristigen Elastizitäten bezüglich des Preisniveaus und des Realeinkommens gleich eins sind.

Auf der zweiten Stufe des Schätzverfahrens werden die auf der ersten Stufe resultierenden, um eine Periode verzögerten Residuen als zusätzlicher Regressor in eine dynamische Schätzgleichung aufgenommen, welche die Veränderungsrate von  $M_{1B}$  erklärt. Die Residuen der statischen, langfristigen Beziehung ( $m_{1B} - p - y + 0.5i^L$ ) werden in der Literatur Fehler-Korrektur-Ausdruck genannt. Ein grosser negativer Koeffizient des Fehler-Korrektur-Ausdrucks bedeutet, dass kurzfristige Abweichungen von der langfristigen Gleichgewichtsbeziehung schnell korrigiert werden und  $M_{1B}$  rasch auf den langfristigen Pfad zurückkehrt. Dieser Feedback-Koeffizient weist in Gleichung (1) einen Wert von  $-0.13$  auf.

Im Unterschied zu vielen empirischen Geldnachfragefunktionen des Goldfeld-Typs (siehe etwa Kohli [1988]) ist das Realeinkommen in Gleichung (1) nur für die langfristige Beziehung von Bedeutung. Die Hypothese, dass das Realeinkommen in der kurzen Frist keinen Einfluss auf die Nachfrage nach  $M_{1B}$  hat, kann nicht verworfen werden. Auch der Sparzinssatz, verschiedene ausländische Zinssätze und die Frankenkurse des Dollar und der D-Mark sind statistisch nicht signifikant.<sup>4</sup>

Peytrignet (1994) untersucht die Stabilität von Gleichung (1) für die Periode vom ersten Quartal 1973 bis zum ersten Quartal 1994, d.h. einen um 17 Quartale längeren Zeitraum. Seine Ergebnisse bestätigen, dass der Verlauf von Gleichung (1) über die verlängerte Schätzperiode stabil ist und die Umlaufgeschwindigkeit immer noch parallel zur Rendite der Bundesobligationen verläuft. Es ergeben sich die folgenden Resultate:

$$\Delta(m_{1B} - p)_t = \frac{0.02}{(0.004)} + \frac{0.46}{(0.06)} \Delta(m_{1B} - p)_{t-1} - \frac{0.13}{(0.02)} \Delta i^L_t - \frac{0.01}{(0.002)} \Delta i^S_t - \frac{0.59}{(0.11)} \Delta p_t - \frac{0.11}{(0.03)} (m_{1B} - p - y + 0.5i^L)_{t-1} \quad (2)$$

$$R^2 = 0.90 \quad \sigma = 0.93\% \quad DW = 1.97$$

Zeitperiode 1973:1 – 1994:1

Mit Ausnahme der Elastizität bezüglich der Rendite der Bundesobligationen veränderten sich die Koeffizienten nur leicht.<sup>5</sup> Dieses Ergebnis stützt die Hypothese, dass die Nachfragefunktion für  $M_{1B}$  von der heiklen Inflationsphase (1988–1992) nicht betroffen wurde.

Gleichung (1) wird von Fischer und Peytrignet (1991) auf schwache Exogenität untersucht. Allgemein gilt, dass der Koeffizient  $\alpha$  der erklärenden Variablen  $x_t$  in einer Gleichung zur Erklärung der Variablen  $y_t$ , schwach exogen ist, wenn man  $\alpha$  effizient schätzen kann, ohne den Prozess für  $x_t$  modellieren zu müssen. Wenn  $\alpha$  in der Gleichung für  $y_t$  schwach exogen ist, dann enthält das Einzelgleichungsmodell für  $y_t$  die gleiche Information über  $\alpha$  wie ein System von Gleichungen für  $y_t$  und  $x_t$ . Schwache Exogenität vereinfacht die Modellierung und erlaubt, effiziente Hypothesentests durchzuführen.

Fischer und Peytrignet finden, dass die kurzfristigen Variablen, d.h. die Veränderungsraten des Preisniveaus ( $\Delta p_t$ ), der Rendite der Bundesobligationen ( $\Delta i^L_t$ ) und des Zinssatzes für dreimonatige Eurofranken ( $\Delta i^S_t$ ), in Gleichung (1) schwach exogen sind. Dieses Resultat wird durch Stabilitätstests der individuellen Koeffizienten und der Residuen gestützt. Boswijk und Urbain (1994) kommen mit anderen Exogenitätstests zum gleichen Ergebnis. Das Resultat schwacher Exogenität erlaubt, die kurzfristigen Variablen in der Geldnachfragefunktion mit einer einzelnen Gleichung zu identifizieren.

Fischer und Peytrignet (1991) testen nur die schwache Exogenität der Variablen bezüglich der kurzfristigen Parameter und schätzen Gleichung (1) unter der Annahme, dass die langfristige Beziehung ( $m_{1B} - p - y + 0.5i^L$ ) ebenfalls exogen ist. Die Exogenitätsannahme für den Fehler-Korrektur-Ausdruck wird erst von Peytrignet (1994) getestet, dessen Ergebnisse die Annahme stützen. Aus Peytri-

<sup>4</sup> Die Rolle des Sparzinsses in der statischen, langfristigen Beziehung wurde ebenfalls getestet. Fischer und Peytrignet (1991) finden keinen langfristigen Einfluss des Sparzinsses.

<sup>5</sup> Peytrignet (1994) vermutet, dass die unterschiedlichen Elastizitäten bezüglich der Bundesobligationenrendite darauf zurückzuführen sind, dass Gleichung (1) mit saisonbereinigten Daten und Gleichung (2) mit drei Saisonvariablen geschätzt wurden.

gnets Tests lassen sich allerdings Schlussfolgerungen bezüglich starker und nicht bloss schwacher Exogenität ziehen. Seine Untersuchung wird deshalb im nächsten Abschnitt behandelt.

### **Starke Exogenität und die langfristige Beziehung**

Für starke Exogenität müssen zwei Bedingungen erfüllt sein: (a) der Koeffizient  $\alpha$  der erklärenden Variablen  $x_t$  ist schwach exogen, und (b) die zu erklärende Variable  $y_t$  ist nicht kausal im Sinne von Granger (1969) für die Variable  $x_t$ . Der zweite Teil der Definition bedeutet, dass Änderungen von  $y_t$  keinen Einfluss auf die nicht identifizierte Gleichung für  $x_t$  haben.<sup>6</sup> Starke Exogenität ermöglicht es, die geschätzte Gleichung zu Prognosezwecken einzusetzen.

Peytrignet (1994) untersucht mit dem Verfahren von Johansen (1988) das Vorliegen starker Exogenität in einem VAR-System mit vier Variablen (Geldmenge  $M_{1B}$ , Konsumentenpreise, Realeinkommen und Bundesobligationenrendite). Es geht dabei insbesondere darum, Fischers und Peytrignets (1991) Exogenitätsannahme für  $(m_{1B} - p - y + 0.5i^L)$  zu testen. Peytrignet findet, dass die vier Variablen integriert sind und die Gleichungen für die Konsumentenpreise, das Realeinkommen und die Bundesobligationenrendite keinen Fehler-Korrektur-Ausdruck im VAR-System haben. Dies bedeutet, dass die Koeffizienten der Konsumentenpreise, des Realeinkommens und der Bundesobligationenrendite im Fehler-Korrektur-Ausdruck schwach exogen sind und  $M_{1B}$  langfristig für die anderen drei Variablen nicht Granger-kausal ist.<sup>7</sup> Damit ist die Exogenitätsannahme für den Fehler-Korrektur-Ausdruck in Gleichung (1) mit der Spezifikation  $(m_{1B} - p - y + 0.5i^L)$  nicht verworfen, und die Modellierung der  $M_{1B}$ -Nachfrage mit einer Einzelgleichung ist akzeptiert. Falls die Exogenitätsannahme für den Fehler-Korrektur-Ausdruck verworfen worden wäre, hätte dies die Resultate schwacher Exogenität und damit auch alle Hypothesentests von Gleichung (1) relativiert.

### **Super-Exogenität und geldpolitische Schocks**

Die Kategorie der Super-Exogenität stellt zwei Bedingungen auf, die sich beide auf den Koeffizienten

$\alpha$  der erklärenden Variablen  $x_t$  beziehen. Demnach setzt Super-Exogenität voraus, dass  $\alpha$  (a) schwach exogen und (b) strukturell invariant ist. Strukturelle Invarianz wiederum ist dann erfüllt, wenn Schocks, die die Variable  $x_t$  beeinflussen, den Koeffizienten  $\alpha$  unverändert lassen. Die Invarianz eines Koeffizienten bezüglich bestimmter Schocks erlaubt die Ausführung von Simulationen.<sup>8</sup>

Fischer und Peytrignet (1991) untersuchen, ob die kurzfristigen Variablen in Gleichung (1) bezüglich des geldpolitischen Zielwechsels von 1978/1979 super-exogen sind. Die Schweizerische Nationalbank hat seit 1975 in der Regel eine Geldmengepolitik unter Bekanntgabe von Geldmengenzielen verfolgt. Diese Strategie wurde nur 1978/1979 aufgrund einer ausserordentlich starken realen Aufwertung des Schweizer Frankens unterbrochen. Im Herbst 1978 ersetzte die Nationalbank ihr Geldmengenziel durch ein explizites Wechselkursziel gegenüber der D-Mark. Erst nachdem sich die Situation wieder normalisiert hatte, legte die Nationalbank für 1980 erneut ein Geldmengenziel fest. Die Resultate von Fischer und Peytrignet (1991) zeigen, dass diese Zieländerung zwar den kurzfristigen Zinssatz, nicht aber die Zinselastizität der Geldnachfrage beeinflusste. Damit ist die Zinselastizität bezüglich der Zieländerung von 1978/1979 super-exogen.<sup>9</sup>

Ein zweiter geldpolitischer Schock, die Einführung neuer Liquiditätsvorschriften im Jahre 1988, wird von Peytrignet (1994) getestet. Es ist bekannt, dass die Notenbankgeldmenge und die Geldmenge  $M_1$  von den neuen Liquiditätsvorschriften stark betroffen wurden.<sup>10</sup> Peytrignet findet, dass die langfristigen Elastizitäten der Variablen im Fehler-Korrektur-Ausdruck und der Koeffizient des Fehler-Korrektur-

<sup>6</sup> Für weitere Definitionen der Granger-Kausalität siehe Granger (1969, 1986) und Engle, Hendry und Richard (1983).

<sup>7</sup> Granger (1986) und Toda und Phillips (1994) zeigen, dass die Präsenz eines Fehler-Korrektur-Ausdrucks die Kausalität für die abhängige Variable in einer Gleichung bestimmt.

<sup>8</sup> Lucas (1976) kritisierte Simulationen in traditionellen ökonomischen Modellen mit der Begründung, dass die geschätzten Koeffizienten im allgemeinen nicht invariant bezüglich des geldpolitischen Regimes sind.

<sup>9</sup> Weil die Zieländerung auch die Preis- und Einkommenselastizitäten nicht beeinflusst hat, sind die Preise und Realeinkommen ebenfalls super-exogen bezüglich der Zieländerung.

<sup>10</sup> Siehe Rich (1992) für eine umfassende Darstellung dieser Ereignisse.

Ausdrucks in der VAR-Gleichung für  $M_{1B}$  über die Periode von 1984 bis 1993 stabil sind.<sup>11</sup> Dieses Ergebnis ist in Grafik 6, die den Verlauf der nicht restringierten langfristigen Elastizitäten über die letzten zehn Jahre zeigt, dargestellt. Die geschätzten Werte der Elastizitäten werden vom Liquiditätsschock des Jahres 1988 nicht *permanent* beeinflusst. Die Elastizitäten schwanken – mit Ausnahme des ersten Quartals 1988 – nur geringfügig. Einzig bei der Zinselastizität (Bundesobligationen) ist in den letzten zwei Jahren eine deutliche Bewegung

feststellbar, über deren Ursachen keine Klarheit herrscht.

### 3. Die kurzfristige Prognosekraft der breiten Geldmengenaggregate

Die Untersuchungen der Geldnachfragefunktion zeigen, dass eine langfristige Beziehung zwischen der Geldmenge  $M_{1B}$  und anderen makroökonomischen Variablen besteht. Die mit dem Johansen-Verfahren durchgeführten Tests haben jedoch die Hypothese, dass die Geldmenge  $M_{1B}$  den langfristigen Preisverlauf prognostizieren hilft, klar verworfen. Dieses Resultat sagt nichts über Ursache und Wirkung.<sup>12</sup> Es sagt auch nichts über die kurzfristige Prognosekraft der Geldmenge  $M_{1B}$  für die Inflation und das Wachstum des Realeinkommens.

Die kurzfristige Prognosekraft der Variablen  $M_{1B}$  kann mit Granger-Kausalitätstests überprüft werden. Wir nehmen an, dass die Koeffizienten der erklärenden Variablen stark exogen sind, und brauchen deshalb nicht ein ganzes VAR-System zu schätzen. Damit lassen sich die folgenden beiden Gleichungen mit OLS (Ordinary Least Squares) schätzen.

$$\Delta p_t = a_0 + \sum_{i=1}^4 a_{1,i} \Delta p_{t-i} + \sum_{j=k}^l a_{2,j} \Delta m_{t-j} + \mu_{1t} \quad (3)$$

$$\Delta y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^4 \beta_{1,i} \Delta y_{t-i} + \sum_{j=k}^l \beta_{2,j} \Delta m_{t-j} + \mu_{2t} \quad (4)$$

wobei  $\Delta m_t = \{ \Delta m_{1,t}, \Delta m_{1B,t}, \Delta m_{2,t}, \Delta m_{3,t} \}$

Die Variablen in (3) und (4) sind, da das Interesse den kurzfristigen Beziehungen gilt, als erste Differenzen der logarithmierten Werte geschrieben. Damit bezeichnet  $\Delta p_t$  die Inflationsrate (gemessen am Konsumentenpreisindex),  $\Delta m_t$  die Wachstumsrate

<sup>11</sup> Die Berechnungen wurden mit dem Computer-Paket CATS in RATS, das uns freundlicherweise von K. Juselius zur Verfügung gestellt wurde, durchgeführt. Siehe Hansen und Juselius (1994) für eine Beschreibung.

<sup>12</sup> Die Feststellung, dass  $M_{1B}$  den langfristigen Preisverlauf nicht prognostizieren hilft, widerspricht nicht der Auffassung, dass die Geldpolitik den Inflationstrend bestimmt. Breite Geldmengenaggregate wie  $M_{1B}$  sind jedoch in dem Sinne endogen, als sie aus dem Zusammenspiel zwischen der Notenbank, die die Notenbankgeldmenge bestimmt, und dem Bankensystem, welches das „breite“ Geld schafft, resultieren.

**Grafik 6: Die langfristigen Elastizitäten der Variablen im Fehler-Korrektur-Ausdruck für  $M_{1B}$**

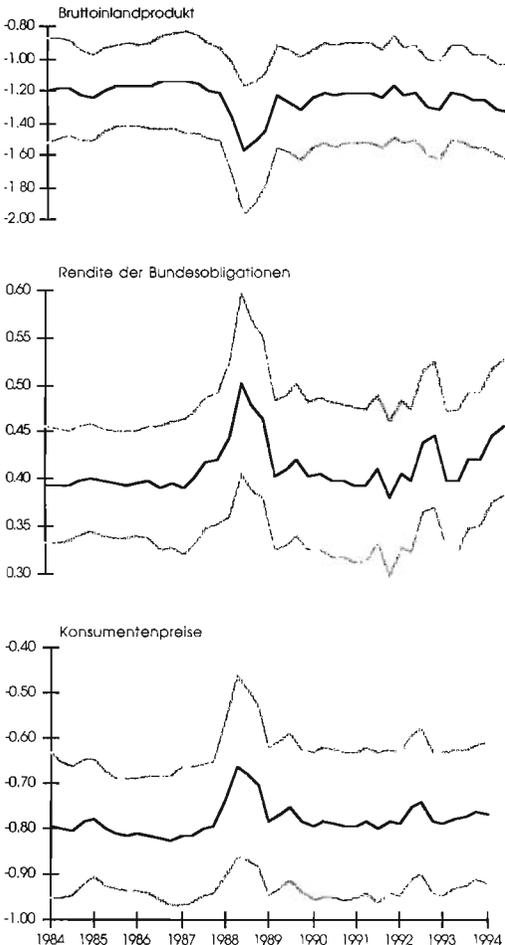


Tabelle 1: Granger-Kausalitätstests mit  $M_1$ ,  $M_{1B}$ ,  $M_2$  1

Verzögerungen		$\Delta m_{1j}$			$\Delta m_{1B}$			$\Delta m_{2j}$			$\Delta m_{3j}$		
		1970:1	1976:2	1980:1	1970:1	1976:2	1980:1	1970:1	1976:2	1980:1	1970:1	1976:2	1980:1
(k, l)		1.01 (0.41)	1.76 (0.15)	3.29* (0.02)	1.61 (0.18)	3.42** (0.01)	4.59** (0.00)	2.31 (0.06)	2.09 (0.09)	2.38 (0.07)	1.39 (0.29)	1.27 (0.30)	2.16 (0.09)
(5,8)		1.73 (0.15)	0.41 (0.80)	0.84 (0.51)	1.58 (0.19)	0.67 (0.62)	0.69 (0.60)	1.35 (0.25)	2.68* (0.04)	1.89 (0.14)	2.69* (0.04)	1.43 (0.24)	0.91 (0.47)
(9,12)		1.66 (0.17)	1.01 (0.41)	1.72 (0.17)	0.70 (0.60)	0.54 (0.70)	1.01 (0.42)	0.72 (0.58)	0.77 (0.55)	0.43 (0.78)	1.66 (0.17)	1.30 (0.28)	1.62 (0.19)

Verzögerungen		$\Delta m_{1j}$			$\Delta m_{1B}$			$\Delta m_{2j}$			$\Delta m_{3j}$		
		1970:1	1976:2	1980:1	1970:1	1976:2	1980:1	1970:1	1976:2	1980:1	1970:1	1976:2	1980:1
(k, l)		5.80** (0.00)	9.72** (0.00)	8.76** (0.00)	5.62** (0.00)	6.88** (0.00)	6.45** (0.00)	1.26 (0.29)	1.37 (0.26)	3.47* (0.02)	5.17** (0.00)	4.44** (0.00)	5.63** (0.00)
(5,8)		2.35 (0.06)	1.95 (0.12)	1.13 (0.35)	2.11 (0.08)	1.57 (0.19)	1.54 (0.21)	0.22 (0.93)	0.29 (0.88)	0.76 (0.55)	2.09 (0.09)	1.86 (0.13)	1.13 (0.36)
(9,12)		6.82** (0.00)	5.13** (0.00)	2.99* (0.03)	6.39* (0.00)	6.32** (0.00)	3.35* (0.02)	0.84 (0.57)	2.70* (0.04)	1.83 (0.14)	5.89** (0.00)	4.83** (0.00)	1.99 (0.12)

F-Werte. Marginales Signifikanzniveau in Klammern.

\* signifikant am 95%-Niveau

\*\* signifikant am 99%-Niveau

der Geldmenge und  $\Delta y_t$  die Wachstumsrate des Realeinkommens (gemessen am realen Bruttoinlandsprodukt), während  $\mu_t$  eine normalverteilte Störvariable ist. Als Geldmenge  $m_t$  werden abwechselnd die Aggregate  $M_1$ ,  $M_{1B}$ ,  $M_2$ , und  $M_3$  eingesetzt. Die Verwendung verschiedener Geldmengenaggregate soll uns Hinweise darüber liefern, welches Geldmengenaggregat die Preise bzw. das Realeinkommen kurzfristig besser voraussagt.<sup>13</sup>

Granger-Kausalität bedeutet hier folgendes: Wenn  $\Delta m_{t-k}$  nicht kausal ist für  $\Delta p_t$ , dann sind die beiden Wahrscheinlichkeitsdichtefunktionen von  $\Delta p_t$ ,  $F(\Delta p_t, I_t)$  und  $F(\Delta p_t, I_t - m_{t-k})$  gleich.  $I_t$  bezeichnet die Menge der im Zeitpunkt  $t$  verfügbaren Informationen. Die Kausalität im Sinne Grangers (1969) wird mit einer F-Statistik unter der Nullhypothese, dass alle Koeffizienten der verzögerten Werte von  $\Delta m_t$  in Gleichungen (3) und (4) nicht signifikant sind, überprüft. Falls wir die Nullhypothese nicht verwerfen können, hat die Geldmenge keinen Informationswert für die kurzfristige Preisentwicklung. Entsprechendes gilt für das Realeinkommen.

Es ist bekannt, dass die Resultate des Granger-Tests von der Wahl der Länge des Untersuchungszeitraums und der Verzögerungen beeinflusst werden. Sind die Verzögerungen und der Zeitraum zu kurz, verzerren sie die geschätzten Koeffizienten und bewirken irreführende Ergebnisse. Wenn die Verzögerungen zu lang sind, sind die Koeffizienten ineffizient geschätzt. Deshalb haben wir verschiedene Zeiträume und Verzögerungen in den Gleichungen (3) und (4) betrachtet. Die Zeiträume beginnen je nach Schätzung im ersten Quartal 1970, im zweiten Quartal 1976 oder im ersten Quartal 1980 und erstrecken sich bis zum ersten Quartal 1994. Die Verzögerungen der Geldmengenaggregate betragen je nach Schätzung ein bis vier, fünf bis acht oder neun bis zwölf Quartale.

Die Resultate sind in Tabelle 1 zusammengefasst.<sup>14</sup> Aufgrund der Granger-Tests sind alle betrachteten Geldmengenaggregate ausser der Geldmenge  $M_2$  gute Informationsvariablen für die Entwicklung des Realeinkommens. Die F-Statistik verwirft die Nullhypothese für jede Zeitperiode. Sie ist aber etwas empfindlich in bezug auf die Spezifikation der Verzögerungen. Seltsamerweise wird die Nullhypothese nur für ein- und dreijährige, nicht aber für zweijährige Verzögerungen verworfen.

Die Ergebnisse für die Preise deuten hingegen darauf hin, dass keines der betrachteten Geldmengenaggregate ein guter Indikator für die Inflationsentwicklung ist. Nur in einzelnen Fällen, wie für die Geldmenge  $M_{1B}$  nach 1976, herrscht eine kurzfristige Beziehung zwischen der Veränderungsrate der Geldmenge und der Inflation. Im allgemeinen besteht aber keine enge Korrelation zwischen den beiden Variablen. Dieses Ergebnis sollte in einem Land mit mässiger Inflation nicht besonders überraschen. Zum einen ist bekannt, dass die Inflation auf geldpolitische Impulse mit langen und variablen Verzögerungen reagiert. Zum andern kann gezeigt werden, dass eine erfolgreiche Geldpolitik, die die Inflation niedrig hält und optimal auf Schocks reagiert, die Korrelation zwischen den Veränderungen der Geldmenge und der Inflation senkt (siehe Poole [1993], Giannoni [1994]).

#### 4. Schlussfolgerungen

Wir haben ein alternatives Geldmengenaggregat  $M_{1B}$ , das als Geldmenge  $M_1$  plus Spareinlagen definiert wird, vorgestellt. Dieses Aggregat ist liquider als die Geldmengen  $M_2$  oder  $M_3$  und vermeidet die mit den Termineinlagen verbundenen Probleme. Da alle Komponenten von  $M_{1B}$  auf Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze negativ reagieren, verläuft  $M_{1B}$  kurzfristig zwar ähnlich wie  $M_1$ , weist aber grössere Schwankungen auf. Im Unterschied zu  $M_2$  oder  $M_3$  versucht  $M_{1B}$  also nicht, Portfolioumschichtungen, die durch starke Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze ausgelöst werden, zu internalisieren.

$M_{1B}$  geht der Preisentwicklung nicht systematisch voraus und ist damit kein guter Indikator der Inflation. Die Daten erlauben jedoch, ein stabiles Fehler-Korrektur-Modell für  $M_{1B}$  zu schätzen. Im Unterschied zu ähnlichen Versuchen für  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  erhalten wir im Falle von  $M_{1B}$  stabile kurz- und langfristige Parameter.  $M_{1B}$  kann damit nützliche

<sup>13</sup> Möglicherweise spielen auch die Abweichungen von den langfristigen Beziehungen, wie z.B.  $(m_{1B} - p - y + 0.5i^L)$ , in den Gleichungen (3) und (4) eine Rolle. Weil es jedoch keine klaren langfristigen Beziehungen für  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  gibt, haben wir diese mögliche Information bei allen vier Geldmengenaggregaten weggelassen.

<sup>14</sup> Alle Schätzungen wurden mit PC-GIVE durchgeführt. Siehe Hendry (1989) für eine Beschreibung.

Informationen für die langfristige Orientierung der Geldpolitik liefern.

Die schwache Exogenität der unabhängigen Variablen in bezug auf die kurz- und langfristigen Parameter gestattet uns, die Schätz- und Testprozedur des Modells zu vereinfachen. Statt einem ganzen VAR-System, das mit dem Johansen-Verfahren geschätzt werden sollte, reicht es damit aus, eine Einzelgleichung mit OLS zu schätzen.

Die Super-Exogenität der unabhängigen Variablen in bezug auf die kurz- und langfristigen Parameter erlaubt, das Modell für Simulationen von geldpolitischen Szenarien zu verwenden. Dank der Super-Exogenität laufen wir nicht Gefahr, dass die geschätzten Parameter durch das jeweilige geldpolitische Regime beeinflusst werden, und provozieren somit nicht die Lucas-Kritik (1976).

### Literaturverzeichnis

- Boswijk, H. P. und J.-P. Urbain (1994), «Lagrange-Multiplier Tests for Weak Exogeneity: A Synthesis», Department of Actuarial Science and Econometrics, University of Amsterdam, vervielfältigt.
- Engle, R. F. und C. W. J. Granger (1987), «Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing», *Econometrica* 55(2), 251-276.
- Engle, R. F., D. F. Hendry, und J.-F. Richard (1983), «Exogeneity», *Econometrica* 51(2), 277-304.
- Fischer, A. M. und M. Peytrignet (1991), «The Lucas Critique in Light of Swiss Monetary Policy», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 53(4), 481-493.
- Fischer, A. M. und M. Peytrignet (1990), «Are Larger Monetary Aggregates Interesting? Some Exploratory Evidence for Switzerland Using Feedback Models», *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 126(4), 505-520.
- Fluri, R. (1990), «Monetäre Divisia-Aggregate – eine Alternative zu den traditionellen Geldmengenindikatoren?», *Geld, Währung und Konjunktur*, Schweizerische Nationalbank 8(4), 343-354.
- Giannoni, M. (1994), «La croissance monétaire n'affecte-t-elle plus l'inflation?», Schweizerische Nationalbank, vervielfältigt.
- Granger, C. W. J. (1969), «Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methodology», *Econometrica* 37(3), 424-438.
- Granger, C. W. J. (1986), «Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 51, 451-464.
- Hansen, H. und Juselius, K. (1994), «Manual to Cointegration Analysis of Time Series CATS in RATS», Institute of Economics, University of Copenhagen, vervielfältigt.
- Hendry, D.F. (1989), «PC-GIVE: An Interactive Econometric Modelling System», Oxford Institute of Economics and Statistics, Oxford.
- Johansen, S. (1988), «Statistical Analysis of Cointegration Vectors», *Journal of Economic Dynamics and Control* 12, 231-54.
- Kohli, U. (1988), «Swiss Monetary Policy in a Nutshell», *Finanzmarkt und Portfolio Management* 2(4), 33-40.
- Lucas, R. E. (1976), «Econometric Policy Evaluation: A Critique», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1, 19-46.
- Peytrignet, M. (1994), «Swiss Monetary Aggregates: Some New Results for  $M_{1B}$ », Schweizerische Nationalbank, vervielfältigt.
- Poole, W. (1993), «Monetary Policy Implications of Recent Changes in the Financial Systems in the United States and Europe», prepared for the 6th International Conference organized by the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, vervielfältigt.
- Rich, G. (1992), «Die schweizerische Teuerung: Lehren für die Nationalbank», *Geld, Währung und Konjunktur*, Schweizerische Nationalbank 10(1), 73-88.
- Toda, H. Y., und P. C. B. Phillips (1994), «Vector Autoregression and Causality: A Theoretical Overview and Simulation Study», *Econometric Reviews* 13(2), 259-285.

## Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

---

In der Berichtsperiode waren auf dem Gebiet der Geld- und Währungspolitik keine neuen Massnahmen zu verzeichnen.

Dans le domaine monétaire, aucun fait nouveau n'a été enregistré au cours de la période examinée.

