

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 1
März / mars 1995**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	5
Sommaire	6
Sommario	7
Abstracts	8
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	9
Situation économique et monétaire	35
<hr/>	
Revision der Geldmengenstatistik	61
Révision de la statistique monétaire	70
<hr/>	
Robert Fluri: Grundlagen zur Revision der Geldaggregate im Jahre 1995	76
<hr/>	
Michel Peytrignet: Analyse statistique de l'agrégat monétaire M ₁ , définition 1995.	89
<hr/>	
Marc Raggenbass: Strafrechtlicher Schutz von Banknoten Auswirkungen der Revision des Vermögens- und Urkundenstrafrechts auf die Praxis der Schweizerischen Nationalbank	108
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	119
Chronique monétaire	119

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 9–33)

Im vierten Quartal 1994 besserte sich die Wirtschaftslage im OECD-Raum weiter. Die amerikanische und die britische Wirtschaft wuchsen unvermindert kräftig, und in Japan zeigten sich erste Zeichen einer Konjunkturerholung. Auf dem europäischen Kontinent gewann der Konjunkturaufschwung merklich an Kraft, so dass die durchschnittliche Arbeitslosenquote der EU-Länder leicht zurückging. Die amerikanischen und britischen Währungsbehörden hoben die Zinssätze weiter an, um einer konjunkturellen Überhitzung vorzubeugen.

In der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung im vierten Quartal fort. Die Beschäftigung nahm leicht zu, und die Zahl der Arbeitslosen ging weiter zurück. Die Jahreststeuerung zog im Januar und Februar infolge der Einführung der Mehrwertsteuer erwartungsgemäss an. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag im vierten Quartal infolge des geringen Wachstums des Notenumlaufs unter dem prognostizierten Wert. Für das erste Quartal 1995 rechnete die Nationalbank mit einer deutlichen Zunahme der Notenbankgeldmenge.

Revision der Geldmengenstatistik (S. 61–69)

Die Nationalbank änderte ihre Definition der Geldaggregate M_1 , M_2 und M_3 . Sie trägt damit vor allem der zunehmenden Differenzierung der Sparkonti Rechnung. Beginnend mit der Publikation der Werte für Januar 1995 wird der Monatsbericht künftig über die Entwicklung der Geldmengen nach der neuen Definition Aufschluss geben. Die Komponenten werden jedoch in einer Form ausgewiesen, die auch die Berechnung der Geldmengen nach der alten, aus dem Jahre 1985 stammenden Definition erlaubt. Im Anhang des Artikels werden die nach der neuen Definition zurückgerechneten Daten von Dezember 1984 bis Dezember 1994 veröffentlicht.

Grundlagen zur Revision der Geldaggregate im Jahre 1995 (S. 76–88)

In diesem Artikel werden zunächst die Überlegungen dargelegt, die zur Revision der Geldmengenstatistik und damit zur Ausklammerung der Transaktionskontobestände (Einlagen, die vor allem der Abwicklung des Zahlungsverkehrs dienen)

sowie der Vorsorgegelder (3. Säule) aus den Spar- und Depositeneinlagen führten. Anschliessend wird ausführlich beschrieben, wie die Datenreihen für die Transaktionskontobestände und die Vorsorgegelder ab Januar 1976 konstruiert wurden. Die Ergebnisse einfacher ökonomischer Tests weisen darauf hin, dass sich die Erweiterung des Geldaggregats M_1 um die Transaktionskonti positiv auf dessen Verhalten als Indikator zur Voraussage der Inflation auswirken dürfte.

Statistische Untersuchung des Geldaggregates M_1 , Definition 1995 (S. 89–107)

Dieser Aufsatz stellt die Schätzergebnisse eines Fehlerkorrekturmodells für das neudefinierte Geldaggregat M_1 vor. Es konnte eine langfristige Beziehung zwischen M_1 , dem Konsumentenpreisindex, dem realen Bruttoinlandprodukt, der Rendite der Bundesobligationen und dem Zinssatz auf Transaktionskonti identifiziert werden. Diese Beziehung ist statistisch stabil, und die Koeffizienten haben die erwarteten Vorzeichen. Die langfristige Preisniveauelastizität der Geldnachfrage liegt zwar unter dem von der Geldtheorie postulierten Wert von eins, doch ist sie grösser als jene, die sich für die Geldmenge nach der alten Definition ergibt. Das statistische Modell zeigt ausserdem, dass das Wachstum von M_1 auf die Konsumentenpreise zurückwirkt, was bei den Ergebnissen für die neue Geldmenge M_2 nicht der Fall ist.

Strafrechtlicher Schutz von Banknoten (S. 108–118)

Am 1. Januar 1995 traten revidierte Bestimmungen im Bereich der strafbaren Handlungen gegen das Vermögen und der Urkundenfälschung in Kraft. Teil dieser Revision ist Art. 327 Strafgesetzbuch, wonach u.a. das Wiedergeben und Nachahmen von Banknoten ohne Fälschungsabsicht bestraft wird, sofern dadurch die Gefahr einer Verwechslung mit echten Banknoten geschaffen werden kann. Damit soll ein erhöhter Präventiv-effekt gegen Missbräuche in diesem Bereich bewirkt werden. Diese Gesetzesänderung veranlasste die Nationalbank, ihr Merkblatt betreffend die Reproduktion von Banknoten zu überarbeiten.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 35–60)

Au quatrième trimestre de 1994, la situation économique a continué à s'améliorer dans les pays de l'OCDE. La croissance est restée forte aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, tandis que des signes de reprise sont apparus au Japon. Sur le continent européen, la reprise a nettement gagné en vigueur, d'où un léger repli du taux moyen de chômage des pays de l'UE. Les autorités monétaires américaines et britanniques ont encore relevé leurs taux d'intérêt pour prévenir une surchauffe de la conjoncture.

En Suisse, la conjoncture est restée soutenue au quatrième trimestre. L'emploi a légèrement progressé, et le nombre des chômeurs a continué à diminuer. En janvier et en février, le taux annuel de renchérissement a augmenté, comme prévu, du fait de l'introduction de la TVA. Au quatrième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée n'a pas atteint la prévision, à cause de la faible croissance des billets en circulation. Pour le premier trimestre de 1995, la Banque nationale table sur une sensible progression de la monnaie centrale.

Révision de la statistique monétaire (p. 70–75)

La Banque nationale a modifié la définition des masses monétaires M_1 , M_2 et M_3 pour tenir compte principalement de la diversité accrue des comptes d'épargne. Dès que les données pour janvier 1995 seront disponibles, le Bulletin mensuel renseignera sur l'évolution des agrégats monétaires établis selon leur nouvelle définition. Les composantes seront publiées de manière telle qu'il sera toujours possible de calculer ces agrégats selon leur définition de 1985. Pour la période allant de décembre 1984 à décembre 1994, des données sur l'évolution des masses monétaires dans leur nouvelle définition sont publiées en annexe à l'article.

Révision des agrégats monétaires en 1995 – Réflexions et fondements statistiques (p. 76–88)

L'article présente les motifs qui ont conduit à une révision de la statistique monétaire et, partant, à exclure les comptes de transactions (dépôts qui servent avant tout au trafic des paiements) et les

comptes de prévoyance (3e pilier) des dépôts d'épargne. Il décrit ensuite comment les données sur les comptes de transactions et les comptes de prévoyance ont été établies pour la période postérieure à janvier 1976. Les résultats de tests économétriques montrent que l'incorporation des comptes de transactions dans M_1 devrait renforcer la portée de cet agrégat en tant qu'indicateur avancé de l'inflation.

Analyse statistique de l'agrégat monétaire M_1 , définition 1995 (p. 89–107)

Cet article présente l'estimation d'un modèle vectoriel à correction d'erreurs pour l'agrégat monétaire M_1 , nouvelle définition. L'analyse statistique de long terme a permis d'identifier l'existence d'une relation unique liant M_1 à l'indice des prix à la consommation, au produit intérieur brut réel, au rendement des obligations de la Confédération ainsi qu'au rendement des comptes de transactions. Cette relation est stable empiriquement et les coefficients ont les signes attendus. L'élasticité à long terme de M_1 par rapport aux prix a une valeur estimée qui est statistiquement inférieure à la valeur unitaire prévue par la théorie monétaire. Cette élasticité reste cependant plus élevée que celle de M_1 , définition 1975. Le modèle statistique permet en outre d'identifier un effet en retour de la croissance de M_1 sur les prix à la consommation. Ce dernier résultat contraste avec ce qui a été obtenu précédemment pour l'agrégat M_2 , définition 1995.

Protection pénale des billets de banque (p. 108–118)

Pour mieux combattre les infractions contre le patrimoine et les faux dans les titres, des dispositions révisées sont entrées en vigueur le 1er janvier 1995. Cette révision a porté notamment sur l'article 327 du code pénal. Aux termes de cet article, celui qui, sans dessein de commettre un faux, aura reproduit ou imité des billets de banque sera puni, si les reproductions ou imitations peuvent créer un risque de confusion avec les billets véritables. La révision, qui vise à renforcer la prévention contre les abus dans ce domaine, a amené la Banque nationale à remanier sa note sur la reproduction de billets de banque.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 9–60)

Il miglioramento della congiuntura nei Paesi dell'OCSE è proseguito anche nel quarto trimestre del 1994. L'economia statunitense e quella britannica hanno continuato a crescere con uguale vigore e in Giappone si sono visti primi segni di una ripresa. Nell'Europa continentale, la ripresa economica si è nettamente rinvigorita e il tasso medio di disoccupazione nei paesi dell'UE si è perciò ridotto. La autorità monetarie degli Stati Uniti e della Gran Bretagna hanno aumentato nuovamente i tassi ufficiali allo scopo di prevenire un surriscaldamento congiunturale.

In Svizzera la ripresa congiunturale è proseguita nel quarto trimestre. L'occupazione è leggermente aumentata, il numero dei disoccupati ha continuato a calare. Come previsto, l'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto ha causato un'accelerazione del rincaro in gennaio e febbraio. In seguito alla modesta crescita della circolazione di banconote, nel quarto trimestre la base monetaria stagionalizzata è stata inferiore al valore pronosticato. Per il primo trimestre del 1995, la Banca nazionale prevede un netto aumento della base monetaria.

Revisione della statistica sugli aggregati monetari (p. 61–75)

La Banca nazionale modifica la propria definizione degli aggregati M_1 , M_2 e M_3 , per tenere conto soprattutto della crescente differenziazione dei conti di risparmio. A decorrere dalla pubblicazione dei valori di gennaio 1995, il bollettino mensile informerà sullo sviluppo delle masse monetarie secondo le nuove definizioni. Le loro componenti saranno tuttavia indicate in una forma che permetta di calcolare gli aggregati anche secondo le definizioni in vigore dal 1985. Nell'appendice al presente articolo si pubblicano i dati ottenuti secondo le nuove definizioni per il periodo da dicembre 1984 a dicembre 1994.

Motivi della revisione degli aggregati monetari nel 1995 (p. 76–88)

In quest'articolo si espongono innanzitutto le considerazioni che hanno indotto la BNS a rivedere la statistica sugli aggregati monetari, escludendo dai conti di deposito e di risparmio la con-

sistenza dei conti per transazioni (depositi destinati in primo luogo allo svolgimento delle operazioni di pagamento) e dei fondi di previdenza (3° pilastro). Segue una descrizione accurata del metodo di determinazione dei dati relativi alla consistenza dei conti per transazioni e ai fondi di previdenza dal gennaio del 1976. Gli esiti di semplici test econometrici indicano che includendo nell'aggregato monetario M_1 i conti per transazioni se ne migliora l'attitudine a fungere da indicatore per le previsioni concernenti l'inflazione.

Analisi statistica dell'aggregato monetario M_1 , definizione 1995 (p. 89–107)

Quest'articolo presenta le stime risultanti da un modello di correzione degli errori per M_1 secondo la nuova definizione. L'analisi statistica a lungo termine ha permesso di determinare che esiste un rapporto tra M_1 , l'indice dei prezzi al consumo, il prodotto interno lordo reale, il rendimento delle obbligazioni della Confederazione e il tasso d'interesse servito sui conti per transazioni. Si tratta di un rapporto statisticamente stabile, i segni dei coefficienti sono quelli attesi. L'elasticità a lunga scadenza della domanda monetaria per rapporto al livello dei prezzi resta inferiore a 1 (valore postulato dalla teoria monetaria), ma è superiore a quella che si ottiene applicando a M_1 la vecchia definizione. Il modello statistico mette inoltre in evidenza un influsso inverso della crescita di M_1 sui prezzi al consumo; per la massa monetaria M_2 – secondo la nuova definizione – non si riscontra invece quest'effetto.

Disposizione penali contro la contraffazione di banconote (p. 108–118)

Il 1° gennaio 1995 sono entrate in vigore disposizioni penali rivedute concernenti i reati contro il patrimonio e la falsità in atti. Questa revisione concerne anche l'art. 327 del Codice penale che sottopone a pena la contraffazione e imitazione di cartamoneta senza fine di falsificazione se esiste pericolo di confusione con cartamoneta reale. Si intende in questo modo accrescere l'effetto preventivo contro gli abusi in quest'ambito. Questa modifica di legge ha indotto la Banca nazionale a riformulare il suo foglio d'istruzioni sulla riproduzione di banconote.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 9–60)

In the fourth quarter of 1994 the economic situation in the OECD countries showed further improvement. The US and British economies continued to grow vigorously, and Japan witnessed the first signs of a pickup in business activity. On the European continent the upswing gathered considerable strength, bringing about a slight fall in the average unemployment rate in the EU countries. The US and British monetary authorities again raised interest rates in order to prevent the economy from overheating.

In Switzerland, the economic recovery continued in the fourth quarter. Employment levels moved up slightly, and the number of jobless fell once more. In January and February the annual inflation rate rose in line with expectations following the introduction of value-added tax. As a result of the weak growth of bank note circulation, the seasonally-adjusted monetary base fell short of the forecast level in the fourth quarter. The Swiss National Bank is expecting a marked expansion of the monetary base in the first quarter of 1995.

Revision of the money supply statistics (pp. 61–75)

The Swiss National Bank changed its definition of the monetary aggregates M_1 , M_2 and M_3 , primarily in consideration of the increasing differentiation in savings accounts. Beginning with the publication of the January 1995 figures, the Monthly Bulletin will in future describe the development of the monetary aggregates based on the new definition. The components, however, will be presented in a form still permitting the computation of the aggregates in terms of the old definition of 1985. The annexe to the article contains the data from December 1984 to December 1994 calculated according to the new definition.

Basis for the revision of the monetary aggregates in 1995 (pp. 76–88)

The article describes the reasons that led to the revision of the monetary aggregates statistics. In particular, it focuses on the separation of transac-

tion account funds (deposits which primarily serve the processing of payment transactions) and “Pillar 3” retirement savings from savings funds and other deposited funds. It then sets out in detail how the statistical series for transaction account funds and retirement savings have been constructed since January 1976. The results of simple econometric tests indicate that expanding the monetary aggregate M_1 by the transaction accounts is likely to have a positive effect on the aggregate's performance as an indicator for inflation forecasts.

Statistical examination of the revised monetary aggregate M_1 (pp. 89–107)

This paper presents the estimates of a vector error correction model for the newly defined money stock aggregate M_1 . A long-term relation between M_1 , the consumer price index, real gross domestic product, the yield on federal bonds and the interest rate on transaction accounts was identified. This relation is statistically stable, and the coefficients have the anticipated signs. While the long-term price elasticity of the demand for money is below the value of one postulated by monetary theory, it nevertheless exceeds that of the money supply in terms of the old definition. The statistical model, moreover, shows that the growth of M_1 has a feedback effect on consumer prices; this does not apply to the results pertaining to the new money stock M_2 .

Protection of bank notes by penal law (pp. 108–118)

On 1 January 1995, revised regulations concerning punishable acts against property and the forgery of documents entered into force. The revision also covered Art. 327 of the Penal Code; under this provision, the reproduction and imitation of bank notes without intent to counterfeit is punishable if this is liable to create the possibility of confusion with genuine bank notes. The measure is intended to strengthen the preventive effect against misuse in the field of bank notes. Following the amendment to the law, the Swiss National Bank revised its instruction sheet concerning the reproduction of bank notes.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 3. März 1995*

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

1. Ausland

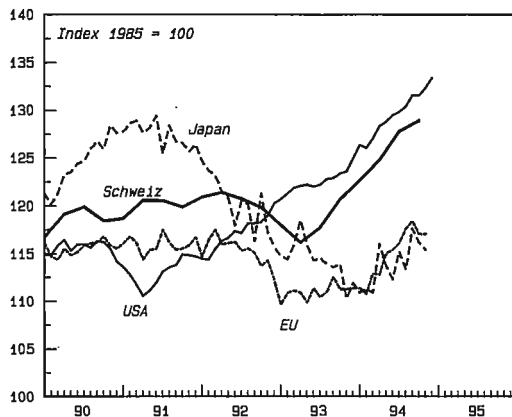
Konjunkturentwicklung

Im vierten Quartal 1994 besserte sich die Wirtschaftslage im OECD-Raum weiter. Die amerikanische und die britische Wirtschaft wuchsen unvermindert kräftig, wobei sich in den Vereinigten Staaten die Unternehmensinvestitionen besonders dynamisch entwickelten. In Japan zeigten sich erste Zeichen einer Konjunkturerholung, und in Kontinentaleuropa gewann der Aufschwung an Kraft. Dies widerspiegelte sich insbesondere in einer kräftig steigenden Industrieproduktion und in einer zuversichtlichen Beurteilung der Produktionsaussichten durch die Unternehmer. Nachdem auf dem europäischen Kontinent zunächst die Exporte und der Lageraufbau die Wirtschaft aus der Rezession geführt hatten, zog im zweiten Halbjahr auch die Binnennachfrage spürbar an. Der private Konsum und die Investitionstätigkeit belebten sich, während der staatliche Konsum infolge der Sparanstrengungen der öffentlichen Hand weiterhin stagnierte.

Die Arbeitslosenquote nahm in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien im vierten Quartal deutlich ab. In den grossen Ländern Kontinentaleuropas besserte sich die Beschäftigungslage leicht, und die Arbeitslosenquote bildete sich leicht zurück. Im Durchschnitt der EU-Länder betrug sie im Dezember 11,1%, gegenüber 11,4% im September.

* Der Bericht wurde Mitte Februar abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im November und Dezember 1994 und im Januar 1995 bekannt wurden. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum Aussenhandel von Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien sind wegen statistischer Umstellungen verspätet verfügbar.

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; BFS

Die Jahreststeuerung der OECD-Länder (ohne Türkei) belief sich im Dezember auf 2,4% und lag damit ungefähr gleich hoch wie im September. Während sie sich in den Vereinigten Staaten, in Deutschland und in Frankreich leicht zurückbildete, zog sie in Grossbritannien sowie in Italien an. In Japan verharrte die Teuerung weiterhin unter 1%.

Wirtschaftspolitik

Die amerikanischen und die britischen Währungsbehörden strafften die geldpolitischen Zügel, um einer konjunkturellen Überhitzung vorzubeugen. Mitte November erhöhte die amerikanische Notenbank den Diskontsatz und den Satz für Federal Funds um je 0,75 Prozentpunkt auf 4,75% bzw. 5,5%; Anfang Februar folgte eine weitere Satz-erhöhung um je 0,5 Prozentpunkt. Die britischen Währungsbehörden hoben ihren Interventions-satz Mitte September, Anfang Dezember und Anfang Februar an. Die Deutsche Bundesbank sowie die meisten anderen europäischen Zentral-banken führten dagegen ihre Geldpolitik unverändert fort.

Der Anstieg der langfristigen Zinssätze, der Anfang 1994 in den Vereinigten Staaten eingesetzt und sich in der Folge auf die anderen Industrieländer übertragen hatte, kam im vierten Quartal in allen grossen Ländern zum Stillstand. Dazu trug namentlich die deutlich straffere amerikanische Geldpolitik bei, welche im November die Inflationsbefürchtungen der Märkte zu dämpfen vermochte.

In Mexiko brach im Dezember eine Währungskrise aus. Diese war in erster Linie auf die Überbewertung des Pesos und die stark steigende inländische Nachfrage, insbesondere des privaten Konsums, zurückzuführen, die 1994 zu einem Anstieg des Ertragsbilanzdefizits auf 8% des Bruttoinlandsprodukts führte. Das Defizit wurde zum grossen Teil durch den Zufluss kurzfristiger privater Gelder finanziert. Diesem Zustrom folgte im zweiten Halbjahr infolge der höheren amerikanischen Zinssätze sowie der politischen Spannungen in Mexiko ein Abfluss. Um ihn zu stoppen, hoben die mexikanischen Währungsbehörden die Zinssätze massiv an und erhöhten die Verkäufe kurzfristiger, an den amerikanischen Dollar gebundener Staatspapiere. Angesichts des anhaltenden Drucks auf die Währung wertete die Regierung den Peso am 20. Dezember um 15% ab. Zwei Tage darauf gab sie den Wechselkurs gegenüber dem Dollar frei. In der Folge verlor der Peso gegenüber dem Dollar rund 50% an Wert.

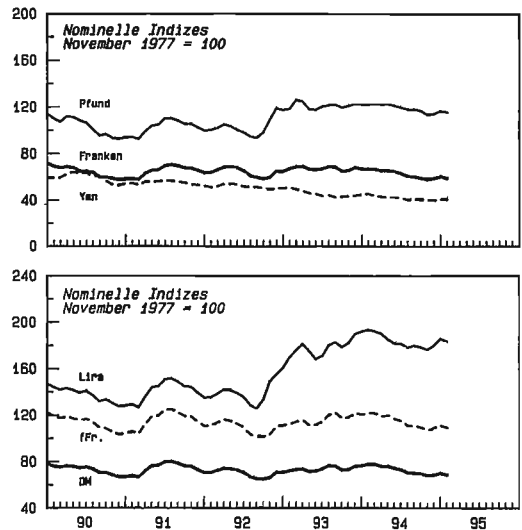
Die wirtschaftliche Integration Lateinamerikas machte weitere Fortschritte. Am 1. Januar wurde der Mercosur, das gemeinsame Handelsabkommen zwischen Argentinien, Brasilien, Paraguay und Uruguay, in eine Zollunion umgewandelt. Sie umfasst eine Bevölkerung von rund 200 Mio.

Devisenmarkt

Der Wechselkurs des amerikanischen Dollars schwankte zwischen Oktober und Januar beträchtlich. Im Europäischen Wechselkursystem (EWS) blieb die Lage zunächst ruhig; gegen Jahresende sorgte jedoch der Kursrückgang der spanischen Peseta für Unruhe.

Der Dollar geriet zu Beginn des vierten Quartals infolge wachsender Inflationsängste und Unsi-

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



cherheiten über die amerikanische Wirtschaftspolitik stark unter Druck. Nach der Zinserhöhung der amerikanischen Notenbank im November setzte eine deutliche Erholung ein. Im Dezember lag der exportgewichtete Dollarkurs rund 3% höher als im Oktober; gegenüber der D-Mark und dem britischen Pfund gewann er um 5%, gegenüber dem Yen um 3% und dem Schweizer Franken um 7% an Wert. Diese Erholung war jedoch nur vorübergehender Natur. Um die Jahreswende setzte die Währungskrise in Mexiko den Dollar erneut stark unter Druck. Im Januar büsste er gegenüber dem Schweizer Franken um 4%, gegenüber der D-Mark und dem britischen Pfund 3% bzw. 2% an Wert ein; gegenüber dem Yen fiel er erneut unter 100 Yen pro Dollar.

Im Wechselkursmechanismus des EWS vergrösserte sich der Abstand zwischen der stärksten Währung, dem holländischen Gulden, und der schwächsten Währung, der spanischen Peseta, im Laufe des Quartals von gut 5% auf zeitweise über 10%. Im Januar sank die Peseta gegenüber der D-Mark auf ein historisches Tief von 1,14 D-Mark pro 100 Pesetas. Die Schwäche der Peseta, die durch innenpolitische Spannungen ausgelöst wurde, zog auch andere Währungen in Mitleidenschaft. Ausser der belgischen und der holländischen büssteten sämtliche Währungen des Wech-

selkursmechanismus gegenüber der D-Mark an Wert ein. Der französische Franc überschritt Ende Dezember erstmals seit einem Jahr wieder die Marke von 3,45 Franc pro D-Mark.

Die italienische Lira verlor von Oktober bis Januar infolge der anhaltenden Budgetprobleme und innenpolitischen Spannungen weiter an Wert. Im Januar fiel sie auf einen Tiefststand von 0,94 D-Mark pro 1000 Lire bzw. 0,79 Franken pro 1000 Lire. Das britische Pfund schwächte sich nach der vorübergehenden Erholung im Dezember stark ab und notierte Ende Januar rund 2% schwächer als im Oktober. Die schwedische Krone, deren Kurs im vierten Quartal infolge der Abstimmungen Finnlands, Schwedens und Norwegens zum EU-Beitritt stark geschwankt hatte, geriet im Januar infolge der ungelösten Budgetprobleme Schwedens erneut unter Druck und fiel gegenüber Oktober um 3%. Der japanische Yen schwächte sich ebenfalls leicht ab. Von Oktober bis Dezember sank sein exportgewichteter Aussenwert um 0,7%.

Europäische Integration

Am 9. Januar 1995 trat Österreich dem Wechselkursmechanismus des EWS bei. Die beiden anderen neuen Mitgliedsländer der Europäischen Union, Schweden und Finnland, sind zwar Mitglieder des EWS, banden ihre Währungen aber nicht in den Wechselkursmechanismus ein.

Internationale Währungszusammenarbeit

Gemäss Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) nahm die Aussenverschuldung der Länder Mittel- und Osteuropas sowie der Entwicklungsländer im Jahre 1994 weiter zu, wobei der Zuwachs regional unterschiedlich war. Auch die Schuldenquoten (Aussenverschuldung in Prozent der Exporterlöse) und die Schuldendienstquoten (Schuldendienst in Prozent der Exporterlöse) entwickelten sich unterschiedlich.

Die Verschuldung Mittel- und Osteuropas sowie der früheren Sowjetunion stieg – hauptsächlich infolge zusätzlicher Kredite an Russland und an die zentralasiatischen Staaten – um rund

10 Mrd. auf 214 Mrd. Dollar. Die Schuldenquote der Region blieb dank höherer Exporte annähernd unverändert (131%), während sich die Schuldendienstquote infolge erheblicher Rückzahlungen innert Jahresfrist von 8% auf 17% verdoppelte.

Die Aussenverschuldung der Entwicklungsländer nahm um rund 8% auf 1675 Mrd. Dollar zu und stieg damit etwas stärker als jene Ost- und Mitteleuropas. Die Schuldenquote und die Schuldendienstquote blieben unverändert bei 121% bzw. 15%. Die steigenden langfristigen Zinssätze belasteten jedoch die hoch verschuldeten Entwicklungsländer zunehmend. Von der Gesamtschuld entfielen 34% auf die asiatischen Entwicklungsländer, 31% auf Lateinamerika, 20% auf den Mittleren Osten und 15% auf Afrika. Die Aussenverschuldung der asiatischen Entwicklungsländer nahm zwar überdurchschnittlich stark zu; die Schulden- und die Schuldendienstquote blieben jedoch mit 67% bzw. 8% vergleichsweise tief. Der leichte Rückgang der beiden Kennzahlen für Lateinamerika auf 255% bzw. 32% war vor allem auf die Unterzeichnung des brasilianischen Umschuldungsabkommens zurückzuführen. Keine Besserung der Lage zeichnete sich in den afrikanischen Ländern ab. Die Schuldenquote stieg auf 247% und die Schuldendienstquote auf 32%. Besonders betroffen blieben die Länder südlich der Sahara, deren Schulden im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt rund doppelt so hoch waren wie in Afrika insgesamt.

Die Kreditfähigkeit des IWF war stark von Vergaben im Rahmen der Systemübergangs-Fazilität (STF) geprägt. Hauptempfänger waren die Reformländer Mittel- und Osteuropas sowie der früheren Sowjetunion. Der Zugang zu STF-Krediten wurde um vier Monate bis Ende April 1995 verlängert. Im Januar gewährte der IWF Estland und Weissrussland die zweite Tranche sowie Usbekistan die erste Tranche im Rahmen der STF.

Im Dezember 1994 unterzeichnete die Schweiz das dritte bilaterale Umschuldungsabkommen mit Bulgarien, welches im April 1994 im Rahmen des Pariser Klubs vereinbart worden war. Die von der Schweiz umgeschuldeten Zahlungsrückstände und Fälligkeiten beliefen sich auf 15,6 Mio. Franken.

Anfang Januar kündigte die mexikanische Regierung ein Wirtschaftsprogramm zur Bekämpfung der Währungskrise an. Dieses sieht unter anderem vor, das Ertragsbilanzdefizit um die Hälfte abzubauen. Das Programm bildet zudem die Grundlage für einen Bereitschaftskredit des IWF im Gegenwert von 17,8 Mrd. Dollar. Eine erste Kredittranche von 7,8 Mrd. Dollar ist sofort abrufbar. Dieser Kredit ist Teil eines Gesamtpakets, das der amerikanische Präsident Clinton zur Unterstützung Mexikos ankündigte. Das Paket in Höhe von insgesamt rund 50 Mrd. Dollar soll im weiteren Kredite der Vereinigten Staaten (20 Mrd. Dollar), Kanadas (1,5 Mrd. kanadische Dollar), der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (10 Mrd. Dollar) und verschiedener internationaler Geschäftsbanken (3 Mrd. Dollar) umfassen.

2. Schweiz

In der Schweiz setzte sich die konjunkturelle Erholung im vierten Quartal im mässigen Tempo der Vorperiode fort. Innert Jahresfrist nahm das reale Bruttoinlandprodukt um 2,5% zu. Das Wachstum stützte sich erneut vor allem auf die Exporte und die Anlageinvestitionen. Der private Konsum stagnierte, während die Bauinvestitionen wieder etwas stärker wuchsen. Gemäss der Quartalsumfrage der KOF-ETH stieg die Kapazitätsauslastung der Industrie in den letzten drei Monaten des Jahres, nachdem sie in der Vorperiode stagniert hatte. Die vor allem in der exportorientierten Industrie verstärk wachsenden Bestellungen deuten auf eine weiterhin günstige Wirtschaftsentwicklung hin.

Die Beschäftigung nahm im vierten Quartal saisonbereinigt leicht zu. Sie lag damit noch immer um 1% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Zahl der Arbeitslosen bildete sich saisonbereinigt langsam, aber kontinuierlich zurück, während jene der Kurzarbeiter stark sank. Im vierten Quartal betrug die Arbeitslosenquote 4,5%, gegenüber 5% vor Jahresfrist.

Nachdem die Teuerung im vierten Quartal nochmals leicht auf 0,5% gesunken war, zog sie im Januar und Februar infolge der Einführung der Mehr-

wertsteuer wie erwartet an. Im Januar betrug die Jahresteuern 1%, im Februar 1,5%.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im vierten Quartal 29,9 Mrd. Franken und lag damit um 1% unter dem prognostizierten Wert. Im Vorjahresvergleich wuchs sie um 0,6%. Diese Abweichung von der Prognose ist zum grössten Teil auf das geringe Wachstum des Notenumlaufs zurückzuführen. Für das erste Quartal 1995 rechnet die Nationalbank mit einem Durchschnittswert der Notenbankgeldmenge von 30,1 Mrd. Franken. Dies entspricht einem Anstieg von 0,9% gegenüber dem vierten Quartal 1994. In diesem Zuwachs ist die technische Anpassung bei den Giro Guthaben, die zu einer Verringerung um 100 Mio. Franken führt, bereits berücksichtigt. Er bezieht sich somit auf den entsprechend korrigierten Durchschnittswert für das vierte Quartal von 29,8 Mrd. Franken. Ab Anfang 1995 sind nur noch die Giro Guthaben der Banken in der Notenbankgeldmenge enthalten. Im Januar entwickelte sich die Notenbankgeldmenge entsprechend der Prognose.

Die Nationalbank legte für die Periode von Ende 1994 bis Ende 1999 wiederum ein durchschnittliches Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge von 1% pro Jahr fest. Für 1995 nahm sie einen etwas höheren Zuwachs in Aussicht, um der zusätzlichen Geldnachfrage infolge des Konjunkturaufschwunges und der Einführung der Mehrwertsteuer Rechnung zu tragen.

Der Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt zog im Dezember 1994 leicht auf 4,1% an, nachdem er von August bis November um knapp 0,4 Prozentpunkt zurückgegangen war. Im Januar fiel er erneut unter 4%. Nach einem leichten Rückgang im November stabilisierten sich die an der Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen gemessenen langfristigen Zinssätze bei rund 5,3%.

Im vierten Quartal bildeten sich sowohl der nominelle als auch der reale, exportgewichtete Wechselkurs des Schweizer Franks leicht zurück. Dazu trug vor allem die Wiedererstarkung des amerikanischen Dollars bei. Der reale, exportgewichtete Wechselkurs lag um 5% über dem entsprechenden Vorjahreswert.

B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Das Wachstum der amerikanischen Wirtschaft verstärkte sich im vierten Quartal 1994 erneut. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode auf das Jahr hochgerechnet um 4,6% zu (3. Quartal: 4,1%) und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 4,0%. Alle Nachfragekomponenten mit Ausnahme des Wohnungsbaues trugen zum Wachstum bei. Der private Konsum stieg gegenüber der Vorperiode um hochgerechnet 5%, wobei die Käufe dauerhafter Güter besonders stark zunahm. Auch das kräftige Wachstum der Unternehmensinvestitionen hielt unvermindert an (16,1%). Der Anteil der Unternehmensinvestitionen am Bruttoinlandprodukt erhöhte sich auf rund 10% und lag deutlich über dem Durchschnittswert der siebziger und achtziger Jahre. Die kräftig wachsende Binnennachfrage führte zu stark steigenden Importen (12,8%). Gleichzeitig expandierten aber auch die Exporte kräftig (20,1%).

Im vierten Quartal nahm die Industrieproduktion gegenüber der Vorperiode um 2% zu und lag um 7% höher als im entsprechenden Vorjahresquartal. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie stieg von 84,3% auf 84,8%. Im Dezember erreichte sie den höchsten Wert seit 1979. Die Beschäftigung expandierte im vierten Quartal um durchschnittlich 302 000 Personen pro Monat und übertraf den Stand vor Jahresfrist um 3%. Die Arbeitslosenquote sank von 6% im dritten auf 5,6% im vierten Quartal; dies entspricht dem tiefsten Stand seit den konjunkturellen Höhepunkten der Jahre 1979 und 1989. Zusammen mit der wachsenden Zahl von Stelleninseraten und den weiter sinkenden Anträgen auf Arbeitslosenunterstützung deutet dies auf einen zunehmend angespannten Arbeitsmarkt hin.

Die vorlaufenden Indikatoren lassen eine Fortsetzung der Hochkonjunktur erwarten. Die Bestellungseingänge für dauerhafte Konsum- sowie für Investitionsgüter nahmen im vierten Quartal verstärkt zu. Aufgrund der anhaltend

steigenden Zahl von Baubewilligungen dürfte auch der Wohnungsbau, der sich in der zweiten Jahreshälfte 1994 abgeschwächt hatte, wieder an Dynamik gewinnen.

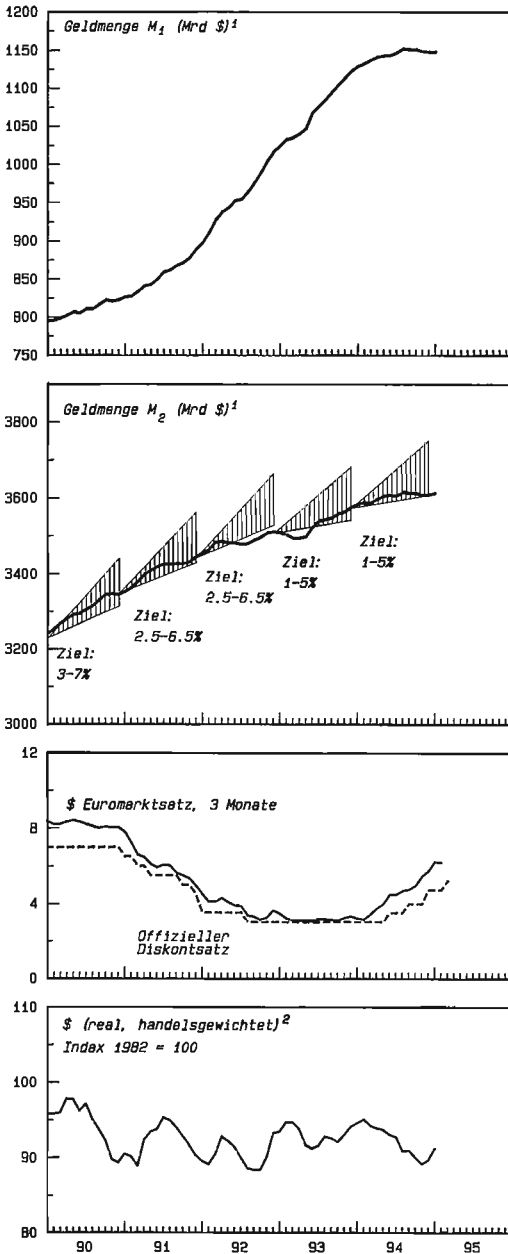
Die Konsumentenpreise lagen im vierten Quartal um 2,6% über dem Niveau des Vorjahres (3. Quartal: +2,9%). Der markante Anstieg der Rohwarenpreise und des Preisindex der Einkaufsleiter sowie die stärker steigenden Stundenlöhne weisen indessen unverändert auf eine zunehmende Teuerungsgefahr hin.

Die kräftig wachsenden Einfuhren liessen das Defizit der Handels- und Dienstleistungsbilanz weiter steigen. Im vierten Quartal betrug es schätzungsweise 35 Mrd. Dollar, gegenüber 31 Mrd. in der Vorperiode und 20 Mrd. im vierten Quartal 1993. Besonders stark nahmen in den vergangenen Jahren die Einfuhren aus China zu. Da die chinesischen Unternehmen die Patentrechte nicht einhalten und keine Lizenzen für Software entrichten, drohte die amerikanische Regierung deshalb damit, die Meistbegünstigung gegenüber China aufzuheben.

Die amerikanische Zentralbank straffte ihre Geldpolitik im vierten Quartal weiter. Am 16. November erhöhte sie den Satz für Federal Funds und den Diskontsatz um je 0,75 Prozentpunkte auf 5,5% bzw. auf 4,75%. Dadurch gelang es, die Inflationsängste zu dämpfen. Der Anstieg der langfristigen Zinsen kam zum Stillstand, und der Dollar erholte sich, bevor er allerdings im Januar infolge der mexikanischen Währungskrise erneut unter Druck kam. Am 1. Februar erhöhte die amerikanische Zentralbank den Satz für Federal Funds und den Diskontsatz erneut um 0,5 Prozentpunkt auf 6% bzw. 5,25%.

Das Wachstum der Geldmenge M_1 schwächte sich weiter ab, da die höheren Geldmarktsätze zu Umschichtungen in Termineinlagen führten. Im vierten Quartal lag die Geldmenge M_1 um 2,8% über dem Vorjahresstand (3. Quartal: +5,1%). Die Geldmenge M_2 nahm gegenüber der Basisperiode im vierten Quartal 1993 um 1% zu, die Geldmenge M_3 um 1,2%. Beide Aggregate lagen am unteren Rand des Zielbandes, das für M_2 eine Wachstumsrate von 1–5% und für M_3 von 0–4% vorsieht.

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

² Quelle: OECD

Japan

In Japan setzte im zweiten Halbjahr 1994 eine konjunkturelle Erholung ein. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,9% zu und lag damit um 1% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Das Wachstum stützte sich vor allem auf die Inlandnachfrage, insbesondere auf den privaten Konsum, den Wohnungsbau und die Staatsausgaben. Der seit über zwei Jahren anhaltende markante Rückgang der Unternehmensinvestitionen kam zum Stillstand. Die Investitionen lagen um rund 8% tiefer als vor Jahresfrist und knapp 17% unter dem Stand vor zwei Jahren. Im Gegensatz zur Binnennachfrage wuchsen die Exporte nur geringfügig.

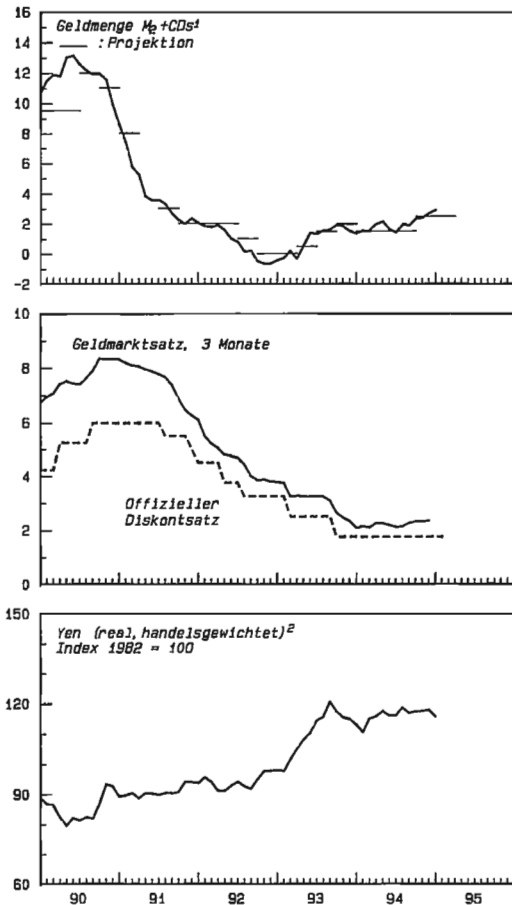
Im vierten Quartal belebte sich die Wirtschaftstätigkeit weiter. Die Industrieproduktion nahm erneut kräftig zu und übertraf das entsprechende Vorjahresniveau um rund 5%. Die Kapazitätsauslastung erhöhte sich von 72% im dritten auf 74% im vierten Quartal; sie lag damit allerdings immer noch weit unter dem langfristigen Mittel. Die Exporte, die von der guten Konjunktur in den Hauptmärkten profitierten, zogen an. Gemäss der vierteljährlich durchgeführten Unternehmensumfrage der japanischen Zentralbank besserte sich die Einschätzung der Konjunkturlage. Wegen der Strukturkrise im Immobilien- und im Bankensektor sowie der in den achtziger Jahren aufgebauten Überkapazitäten in der Industrie rechneten die meisten Prognosen jedoch nur mit einer langsamen Konjunkturerholung. Die Auswirkungen des Erdbebens von Kobe sind noch nicht beurteilbar.

Die Arbeitslosenquote nahm nicht weiter zu. Auch im vierten Quartal betrug sie rund 3%. Das Verhältnis zwischen Stellenangeboten und Stellenbewerbern blieb unverändert.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung stieg im vierten Quartal auf 0,8% (3. Quartal: 0%), während die ohne frische Nahrungsmittel gemessene Kernrate von 0,7% auf 0,5% zurückging.

Der Überschuss der Handelsbilanz sank im vierten Quartal weiter, da die Einfuhren deutlich stärker expandierten als die Ausfuhren.

Grafik 4: Japan



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

² Quelle: OECD

Die japanische Staatsverschuldung nahm infolge der mehrjährigen Stagnation und der staatlichen Konjunkturstützungsprogramme stark zu. Das Haushaltsbudget für das im April beginnende Finanzjahr 1995 legt daher den Akzent auf die Konsolidierung der Staatsfinanzen. Auf der Ausgabenseite fallen insbesondere die Subventionen für den Wohnungsbau weg.

Die japanische Notenbank straffte ihre Geldpolitik im vierten Quartal geringfügig, indem sie den Tagesgeldsatz von 2,2 auf 2,3% steigen liess. Die Verzinsung dreimonatiger Depositenzertifikate

erhöhte sich in der Folge um 0,2 Prozentpunkt auf 2,4%. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen verharrte bei 4,7%. Die Geldmenge M₂+CD lag im vierten Quartal um 2,5% über dem Stand des Vorjahres. Für das erste Quartal 1995 legte die Bank von Japan die Projektion auf 2–3% fest.

Der japanische Bankensektor kämpft weiterhin mit den Folgen der Immobilienkrise Anfang der neunziger Jahre. Im Dezember 1994 übernahm eine von der Bank von Japan gegründete neue Bank zwei überschuldete Kreditgenossenschaften.

Deutschland

In Deutschland gewann die Konjunkturerholung im dritten Quartal 1994 an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich in den alten Bundesländern gegenüber dem Vorjahr um 2,5%. Im Vergleich zum Vorquartal stieg es um 1,3%, verglichen mit 1% in der Vorperiode. Das Wachstum stützte sich ausschliesslich auf die Binnennachfrage: Der private und der öffentliche Konsum erholten sich nach ihrem Rückgang im zweiten Quartal, die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen erheblich stärker, und die Bauinvestitionen sanken nicht weiter. Infolge der anziehenden Binnennachfrage nahmen die Importe stark zu. Dagegen stagnierten die Exporte, die seit Mitte 1993 beträchtlich zur Überwindung der Rezession beigetragen hatten; sie lagen indessen noch immer um knapp 8% höher als vor Jahresfrist.

Im vierten Quartal setzte sich der Aufschwung fort. Das reale Bruttoinlandprodukt der alten Bundesländer wuchs gegenüber der Vorperiode um 0,8%. Die Produktion der verarbeitenden Industrie erhöhte sich um 1,8%, und die Kapazitätsauslastung erreichte mit 84,6% den langfristigen Durchschnittswert. Die Einzelhandelsumsätze verbesserten sich kontinuierlich. Die Produktion im Bauhauptgewerbe zog nach einem Einbruch im zweiten Quartal wieder an. Die Bestellungseingänge in der Industrie wuchsen weiter. Dabei fiel der Anstieg infolge der lebhaften Nachfrage aus dem Ausland sowohl bei den Konsum- als auch bei den Investitionsgütern besonders deutlich aus. Insgesamt schätzten die Unternehmen in den letzten Umfragen die Stimmung sowie die Produktionsaussichten für das Jahr 1995 erneut besser ein.

Die Beschäftigung in den alten Bundesländern verharnte im vierten Quartal auf dem Stand der Vorperiode. Die Arbeitslosenquote ging leicht von 9,2% auf 9,1% zurück.

Die Jahresteuern sank von 3% im dritten auf 2,8% im vierten Quartal. Auf der Produzentenstufe erhöhte sich die Jahresteuern von 0,6% auf 1,3%. Vor Jahresfrist waren die Produzentenpreise noch rückläufig gewesen.

In den neuen Bundesländern setzte sich das kräftige Wachstum im vierten Quartal fort. Besonders dynamisch entwickelte sich weiterhin der Wohnungsbau. Die Arbeitslosenquote fiel um 1,4 Prozentpunkte auf 14%; dagegen war die verdeckte Arbeitslosigkeit (berufliche Weiterbildung, Arbeitsbeschaffungsmassnahmen) wieder leicht höher. Die Jahresteuern belief sich auf 3%, verglichen mit 3,3% in der Vorperiode.

Ende 1994, fast fünf Jahre nach der Gründung, beendete die Treuhandanstalt ihre Arbeit. Diese hatte zur Hauptsache darin bestanden, die ostdeutschen Unternehmen zu privatisieren und damit wettbewerbsfähig zu machen. Die Schulden der Treuhandanstalt in der Höhe von rund 260 Mrd. D-Mark wurden dem Bund übertragen. Die Treuhandanstalt privatisierte etwa zwei Drittel der Unternehmen, der Rest wurde stillgelegt oder vom Staat übernommen. Mit dem Umbau der zentralgesteuerten Wirtschaft der DDR ging ein beträchtlicher Arbeitsplatzabbau einher, wodurch eine hohe Arbeitslosigkeit zutage trat.

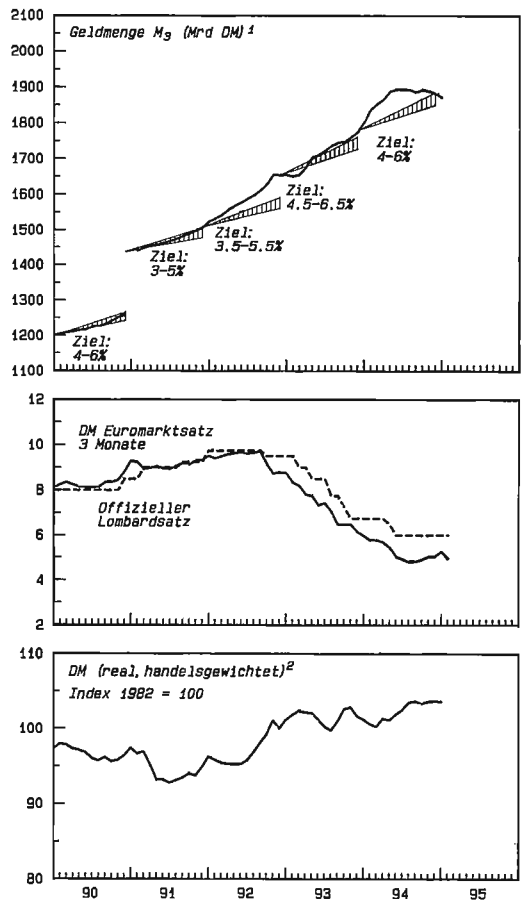
Die gesamtdeutschen Einfuhren stiegen im vierten Quartal beträchtlich stärker als die Ausfuhren, weshalb der Handelsbilanzüberschuss sank. Das Defizit der Ertragsbilanz fiel dennoch geringer aus als in der Vorperiode, da der Fehlbetrag der Dienstleistungsbilanz abnahm.

Die Deutsche Bundesbank führte ihre Geldpolitik im vierten Quartal unverändert fort. Die Leitzinssätze, die Mitte Mai zum letztenmal gesenkt worden waren, betragen weiterhin 4,5% (Diskontsatz) bzw. 6% (Lombardsatz); Wertpapierpensionsgeschäfte schrieb die Bundesbank seit Ende Juli zu einem Zinssatz von 4,85% aus. Die Rendite langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere, die von Januar bis Oktober 1994 um insgesamt 2 Prozent-

punkte auf 7,5% gestiegen war, verharnte bis Januar auf diesem Niveau.

Die Geldmenge M_3 wuchs im vierten Quartal mit einer Jahresrate von 5,8% und lag damit innerhalb des Zielkorridors von 4–6%. Im Jahresdurchschnitt erhöhte sich die Geldmenge mit rund 9% indessen erheblich stärker, als von der Bundesbank erwartet worden war. Für das Jahr 1995 legte die Bundesbank den Zielkorridor wiederum auf 4–6% fest.

Grafik 5: Deutschland



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

² Quelle: OECD

Frankreich

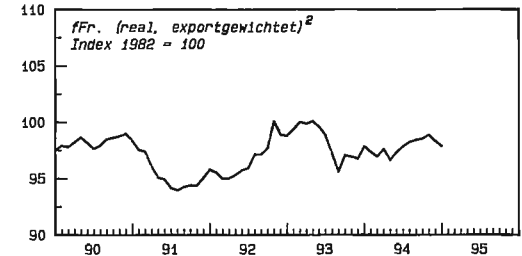
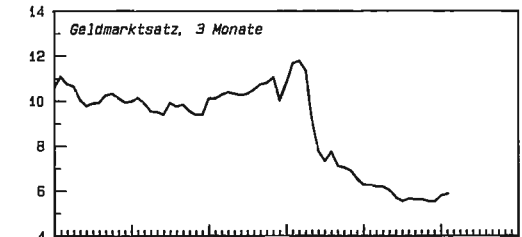
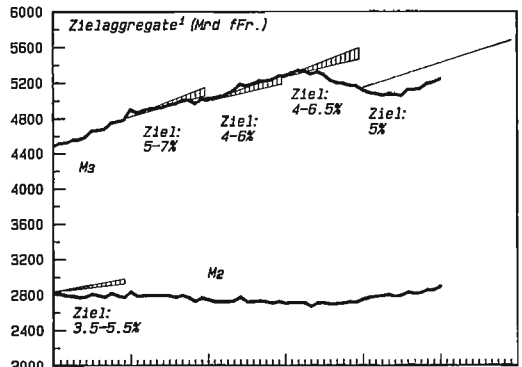
In Frankreich setzte sich die konjunkturelle Erholung im dritten Quartal 1994 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gegenüber der Vorperiode um 0,7% (2. Quartal: 1,1%); im Vorjahresvergleich lag es um 2,8% höher. Konjunkturstützend wirkten insbesondere der private Konsum und die Investitionen, die gegenüber der Vorperiode um je 0,9% stiegen. Während die Exporte nach dem kräftigen Anstieg im zweiten Quartal stagnierten, nahmen die Importe infolge der wachsenden Binnennachfrage merklich zu.

Die Produktion der verarbeitenden Industrie wuchs im vierten Quartal weiter. Sie lag damit um 9,6% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, und die Kapazitätsauslastung erreichte beinahe den langfristigen Durchschnitt von 84%. Aufgrund der jüngsten Unternehmensumfrage dürfte das Produktionswachstum etwas an Dynamik verlieren. Die Bestellungseingänge wurden als ausreichend beurteilt, vor allem aufgrund der regen Nachfrage aus dem Ausland. Die Lagerbestände wurden als zu gering eingeschätzt, ausgenommen bei den Konsumgütern, wo sie ihr normales Niveau noch immer übertrafen. Für 1995 planen die Unternehmen eine starke Erhöhung ihrer Investitionsausgaben.

Die Beschäftigungslage, die sich Anfang 1994 zu erholen begann, besserte sich im vierten Quartal weiter. Die Zahl der Beschäftigten nahm gegenüber der Vorperiode erneut zu und lag damit um 1,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Seit Jahresbeginn wurden insgesamt 218 000 Arbeitsplätze geschaffen, die meisten davon im Dienstleistungssektor. Trotz steigender Beschäftigung blieb die Arbeitslosenquote im vierten Quartal unverändert bei 12,6%. Die Zahl der Langzeitarbeitslosen stieg stark an. Die Teuerung ging im vierten Quartal leicht auf 1,6% zurück.

Die Ausfuhren und die Einfuhren übertrafen im dritten Quartal den Wert der Vorperiode geringfügig, lagen jedoch beträchtlich über dem Vorjahresstand (rund 8% bzw. 10%). Der Überschuss in der Handelsbilanz war mit 21,3 Mrd. Francs etwa gleich hoch wie im zweiten Quartal. Dagegen stieg der Überschuss der Ertragsbilanz von 5 Mrd. auf

Grafik 6: Frankreich



¹ Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres; ab 1994 mittelfristiges Ziel
(Quelle: Banque de France)

² Quelle: OECD

15 Mrd. Francs, da die Fehlbeträge der Dienstleistungsbilanz und bei den einseitigen Übertragungen stark zurückgingen.

Die französische Zentralbank liess im vierten Quartal ihre Leitzinsen unverändert. Der Interventionsatz und der Pensionssatz blieben bei 5% bzw. 6,4%; beide Sätze waren letztmals im Juli gesenkt worden. Während die Rendite langfristiger Staatsanleihen im vierten Quartal bei 8,4% verharrte, zog der dreimonatige Interbanksatz im Dezember infolge des Kursrückgangs des Francs um 0,3 Prozentpunkt auf knapp 6% an.

Die Geldmenge M_3 nahm im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr leicht zu, nachdem sie seit Mitte 1993 gesunken war. Sie lag damit aber immer noch weit unter dem mittelfristigen Zielpfad von 5%. Die inländische Gesamtverschuldung, welche die Zentralbank zusätzlich als monetären Indikator heranzieht, erhöhte sich wieder etwas stärker, nachdem sich deren Wachstum im ersten Halbjahr 1994 erheblich verlangsamt hatte. Die inländische Gesamtverschuldung umfasst die Bruttoschulden des Staates, der Haushalte, der Unternehmen und anderer Schuldner gegenüber dem Finanzsektor sowie gegenüber den in- und ausländischen Geld- und Kapitalmärkten.

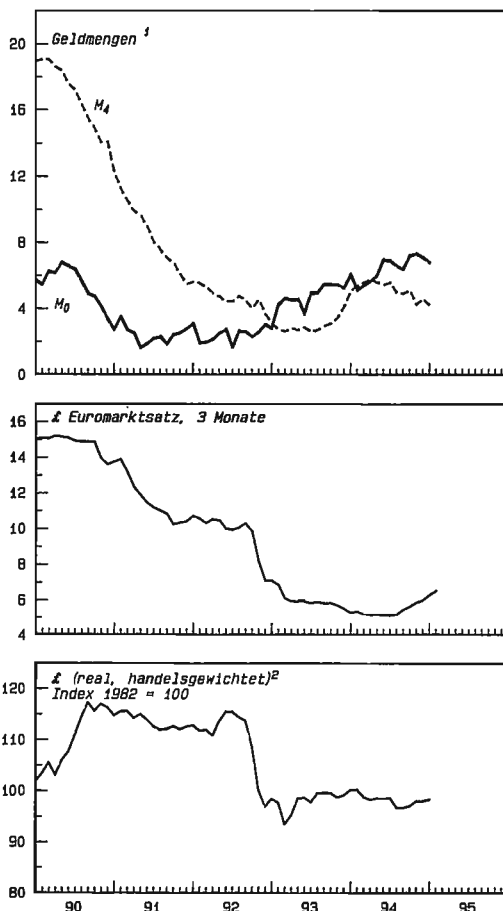
Für das Jahr 1995 liess die Banque de France ihre geldpolitischen Ziele unverändert: Sie ist weiterhin bestrebt, den Aussenwert des Franc stabil zu halten und die Geldmenge M_3 dem mittelfristigen Zielpfad von 5% anzunähern.

Grossbritannien

In Grossbritannien hielt der kräftige Konjunkturaufschwung im dritten Quartal 1994 an. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs im Vorjahresvergleich um 4%. Gegenüber der Vorperiode erhöhten sich wiederum die Exporte und die Ausrüstungsinvestitionen am stärksten, während der private und der staatliche Konsum nur mässig stiegen. Die Bauinvestitionen sanken weiter. Aufgrund der eher schwachen Binnennachfrage stagnierten die Importe.

Der Aufschwung setzte sich im vierten Quartal fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber dem Vorjahr erneut um rund 4% zu, und die Produktion der verarbeitenden Industrie fiel höher aus. Der private Konsum war dagegen weniger dynamisch: Die Umsätze im Detailhandel wuchsen verhalten, die Zahl der neu registrierten Automobile sank weiter, und das Konsumkreditgeschäft stagnierte auf hohem Niveau. Die jüngsten Umfragen deuten dennoch darauf hin, dass die britische Wirtschaft auch in naher Zukunft stark wachsen wird. Im Jahre 1995 dürfte das britische Bruttoinlandprodukt gemäss den Dezember-Schätzungen der unabhängigen Prognose-Institute um real 3,2% steigen und damit den Wert von 1994 (3,8%) beinahe erreichen.

Grafik 7: Grossbritannien



¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode
(Quelle: Bank of England)

² Quelle: OECD

Im vierten Quartal bildete sich die Arbeitslosenquote erneut zurück. Sie fiel von 9,1% im September auf 8,6% im Dezember. Die Teuerung zog infolge höherer Verbrauchssteuern leicht an; die Konsumentenpreise stiegen gegenüber dem Vorjahr um 2,6%, verglichen mit 2,3% im Vorquartal. Die Basisinflation, welche die Entwicklung der Hypothekarzinsen ausklammert, wuchs ebenfalls um 0,2 Prozentpunkt auf 2,4%.

Die deutlich zunehmenden Ausfuhren führten zu einem weiteren Rückgang des Handelsbilanzdefizits. Im dritten Quartal belief es sich noch auf 1,6

Mrd. Pfund, gegenüber 2,4 Mrd. in der Vorperiode. Die Ertragsbilanz wies erstmals seit fast zehn Jahren einen geringen Überschuss auf. Im Jahre 1994 war die Ertragsbilanz etwa ausgeglichen, verglichen mit einem Defizit von 11,2 Mrd. Pfund im Vorjahr.

Die britischen Währungsbehörden strafften im zweiten Halbjahr 1994 die Geldpolitik. Nachdem der Interventionssatz seit Februar unverändert geblieben war, erhöhten sie ihn Mitte September und Anfang Dezember. In der Folge hoben die Geschäftsbanken den Basiszinssatz, den sie bei erstklassigen Schuldnern anwenden, um je einen halben Prozentpunkt auf 6,25% an. Der Dreimonatssatz am Interbankmarkt, der im Juni auf 5,1% gesunken war, stieg bis Januar 1995 auf 6,7%. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen betrug im Januar 8,6%, gegenüber 8,7% im September. Anfang Februar erfolgte eine weitere Basissatz-erhöhung auf 6,75%.

Die Bank of England revidierte im Inflationsbericht vom Februar ihre Prognose über den Verlauf der Basisinflation nach oben. Die Basisinflation dürfte im laufenden Jahr leicht über 3% steigen, 1996 jedoch wieder sinken. Damit würde sich die durchschnittliche Teuerung in der Mitte des Zielbereiches befinden, den die Regierung auf 1–4% festgelegt hatte.

Die Geldmenge M_0 wuchs im vierten Quartal erneut kräftiger als in der Vorperiode und übertraf mit einer Jahresrate von 7% den mittelfristig angestrebten Bereich von 0–4%. Das breit definierte Aggregat M_4 , das auch Bankeinlagen und Einlagen bei den Bausparkassen enthält, erhöhte sich wiederum weniger stark; seine Zuwachsrate bewegte sich in der unteren Hälfte des mittelfristig angestrebten Bandes von 3–9%.

Italien

In Italien besserte sich die Wirtschaftslage weiter. Das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich gegenüber der Vorperiode um 1% und lag damit um 3,7% über dem Niveau des dritten Quartals 1993, dem Tiefpunkt der vergangenen Rezession. Zum Wachstum trugen sowohl die Binnen- als auch die Auslandnachfrage bei. Nach dem leichten Rück-

gang im zweiten Quartal nahmen die Exporte gegenüber der Vorperiode um 5,5% zu und lagen damit um rund 12% höher als vor Jahresfrist. Im Inland wirkten vor allem der private Konsum (+0,6%) und der Lageraufbau konjunkturstützend. Dagegen stagnierte die Investitionstätigkeit, da höheren Ausrüstungsinvestitionen ein weiterer Rückgang der Bauinvestitionen gegenüberstand. Die Belebung der Inlandnachfrage widerspiegelte sich in einem markanten Anstieg der Importe.

Die Konjunkturindikatoren für das vierte Quartal deuten auf eine anhaltende konjunkturelle Besserung hin. Die Industrieproduktion nahm weiter zu und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um fast 10%. Gemäss einer Unternehmensumfrage zog die Nachfrage aus dem Ausland sowie auch aus dem Inland weiter an. Die Lager wurden insgesamt als angemessen beurteilt; eine wachsende Zahl von Unternehmen – vor allem im Konsumgüterbereich und im Bereich der Halbfabrikate – erachtete sie sogar als zu klein. Aufgrund der Produktionspläne dürfte die Industrieproduktion in den nächsten Monaten weiter expandieren. Im Gegensatz zu den Unternehmen schätzten die privaten Haushalte ihre wirtschaftliche Lage im vierten Quartal weniger optimistisch ein als in der Vorperiode.

Der Rückgang der Beschäftigung verlangsamte sich leicht. Im vierten Quartal lag sie um 2,1% unter dem Niveau des Vorjahres (3. Quartal: –2,4%). Vom Arbeitsplatzabbau sind immer noch alle drei Sektoren betroffen. Die Zahl der Arbeitslosen nahm gegenüber dem vierten Quartal 1993 deutlich zu, so dass sich die Arbeitslosenquote innert Jahresfrist von 11% auf 12,1% erhöhte.

Die Inflationsrate stieg von Juli bis Dezember von 3,6% auf 4,1%. Im Jahresdurchschnitt betrug sie 3,9%. Die Nominallöhne nahmen demgegenüber weiterhin nur moderat zu. Im vierten Quartal lagen sie lediglich um 1,9% über dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Das kräftige Wachstum der Exporte führte zu einem weiteren Anstieg des Handelsbilanzüberschusses. Von Januar bis November betrug er insgesamt 32,4 Billionen Lire, verglichen mit 27,8 Billionen in der entsprechenden Vorjahresperiode. Besonders stark nahm er gegenüber den Ländern

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunktorentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch

b) alte Bundesländer

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) alte Bundesländer

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1991	1992	1993	1994 a)	1994 a)		1994 a)			1995 a)
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA b)	6,8	7,4	6,8	6,1	6,0	5,6	5,7	5,6	5,4	5,7
Japan	2,1	2,2	2,5	2,9	3,0	2,9	3,0	2,9	2,8	
Deutschland c)	6,3	6,7	8,3	9,2	9,2	9,1	9,2	9,1	9,1	9,1
Frankreich	9,5	10,4	11,7	12,6	12,6	12,5	12,6	12,6	12,4	12,3
Grossbritannien d)	8,1	9,9	10,3	9,3	9,2	8,8	8,9	8,8	8,6	8,5
Italien e)	9,9	10,5	10,4	11,5	11,0	12,1	12,1	-	-	
Schweiz f)	1,1	2,6	4,5	4,7	4,7	4,5	4,6	4,5	4,4	4,4

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

	1991	1992	1993 d)	1994 a) d)	1993 a) d)		1994 a) d)			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	-8,3	-67,9	-103,9		-27,9	-30,6	-32,3	-37,0	-41,7	
Japan	72,3	117,8	132,1		32,4	32,0	34,5	33,8	29,7	
Deutschland b)	-19,4	-22,0	-19,5		-6,8	-8,8	-6,8	-4,6	-11,6	
Frankreich	-6,7	3,8	10,5		3,9	3,5	3,9	1,0	2,8	
Grossbritannien c)	-14,5	-17,4	-16,8		-3,1	-3,0	-2,2	-1,7	1,3	
Italien c)	-23,9	-27,9	11,2		3,8	6,4	1,3	3,5	4,8	
Schweiz c)	10,6	15,1	18,3	18,1	3,5	4,6	6,1	3,4	3,5	5,0

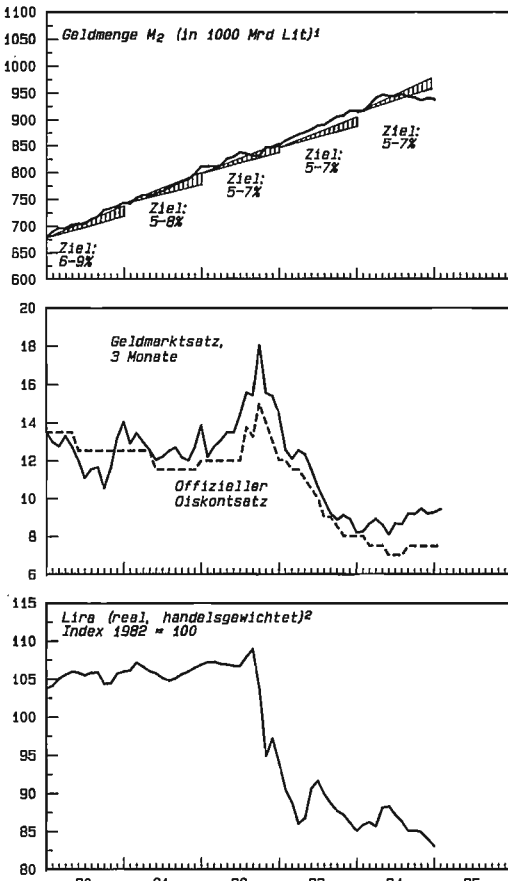
a) provisorisch

b) einschl. Transaktionen der neuen Bundesländer mit dem Ausland

c) nicht saisonbereinigt

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

Grafik 8: Italien



¹ Saisonbereinigt; Ziele: %-Veränderung Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr. Ab 1992: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banca d'Italia)
² Quelle: OECD

ausserhalb der EU zu. Die Ertragsbilanz wies einen Überschuss von 14,7 Billionen aus, gegenüber 14,8 Billionen vor Jahresfrist.

Die Banca d'Italia änderte ihre Geldpolitik im vierten Quartal nicht, nachdem sie den Diskontsatz im August um einen halben Prozentpunkt auf 7,5% erhöht hatte. Der Dreimonatssatz am Interbankmarkt betrug 8,7%, gegenüber 8,5% im September. Die langfristigen Sätze bildeten sich von September bis Dezember leicht auf 10,3% zurück, nachdem sie seit April stark gestiegen waren.

Das Wachstum der Geldmenge M₂ verlangsamte sich stark. Im vierten Quartal nahm sie gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 2,9% zu und unterschritt damit den Zielkorridor von 5-7%.

C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

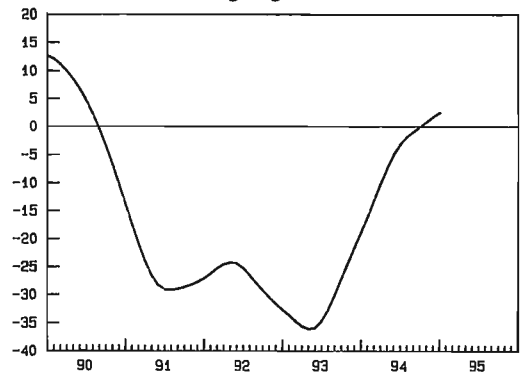
1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Das reale Bruttoinlandprodukt nahm 1994 um 2,1% zu und lag damit erstmals seit 1990 wieder über dem Vorjahresniveau. Nach einer deutlichen Erholung im ersten Halbjahr wuchs die Wirtschaftstätigkeit im dritten und vierten Quartal weniger stark. Saisonbereinigt nahm das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,5% zu (3. Quartal: 0,5%). Binnen Jahresfrist wuchs es um 2,5% (3. Quartal: 2,4%). Konjunkturstützend wirkten vor allem die Exporte und die Anlageinvestitionen. Der private Konsum verlor wieder an Schwung, nachdem er in der Vorperiode verstärkt zugenommen hatte.

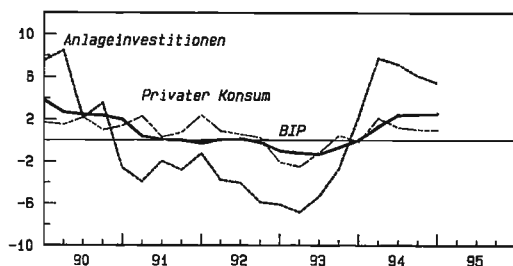
Der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» der KOF-ETH lag erstmals seit dem zwei-

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹



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

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode
Quelle: BfK

ten Quartal 1990 wieder im positiven Bereich und wies damit auf einen guten Geschäftsverlauf hin. Der Geschäftsgang der exportorientierten Industrieunternehmen, der sich im Vorquartal abgeschwächt hatte, erholte sich spürbar. Die Exportunternehmen meldeten trotz des starken Francs zunehmende Bestellungseingänge und eine weitere Steigerung ihrer Produktion. Ferner beurteilten sie den Auftragsbestand positiv und die Fertigfabrikatelager als angemessen. Auch die binnenorientierten Industriebetriebe konnten ihre Produktion erhöhen, und ihre Bestellungseingänge nahmen leicht zu. Die Fertigproduktelager wurden nicht weiter abgebaut, und die Zahl von Unternehmen, die diese als zu hoch bewerteten, verminderte sich nur noch geringfügig. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie insgesamt stieg saisonbereinigt auf 84,4%, und der Anteil der

Überstunden an der Normalarbeitszeit erreichte mit 1,9% wieder seinen langjährigen Durchschnittswert. Gegenüber der letzten Umfrage nahm die Beschäftigung in den Industrieunternehmen weiter zu. Für die kommenden Monate werden anhaltend wachsende Auftragseingänge erwartet. Insbesondere die Exportindustrie rechnet mit zunehmenden Bestellungen. Das KOF-Konjunkturbarometer der vorlaufenden Indikatoren stagnierte im vierten Quartal.

Konsum

Nachdem sich der private Konsum im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal etwas belebt hatte, stagnierte er im vierten Quartal. Binnen Jahresfrist wuchsen die privaten Konsumausgaben real um 1% (3. Quartal: 1%).

Die realen Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag lagen um 0,5% über dem Vorjahresniveau. Im Tourismussektor war noch immer keine deutliche Erholung festzustellen. Die Zunahme der Logiernächte inländischer Gäste gegenüber dem Vorjahr um 2,4% ist weitgehend einem Basiseffekt zuzuschreiben: Im Herbst 1993 kam es als Folge der schweren Unwetterschäden im Wallis und im Tessin zu einem markanten Rückgang der Hotelübernachtungen.

Der vom Bundesamt für Konjunkturfragen im Januar 1995 berechnete Sammelindex der Konsumentenstimmung verschlechterte sich erstmals

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

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

² Produktionskostenindex Sparte 1 des SBV

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

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

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

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

seit dem Schlussquartal 1993. Als Folge der Einführung der Mehrwertsteuer rechnet ein wachsender Anteil der Befragten mit steigenden Preisen und mit einer Verschlechterung der finanziellen Lage. Ebenso wird die Konjunkturentwicklung für 1995 weniger zuversichtlich beurteilt als in der Vorerhebung. Die Arbeitsplatzsicherheit wurde erneut weniger pessimistisch eingestuft, doch gilt diese nach wie vor bei einer Mehrheit der Befragten als gefährdet.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen, die sich in den beiden Vorquartalen deutlich abgeschwächt hatten, gewannen im vierten Quartal wieder an Schwung. Sie lagen saisonbereinigt über dem Niveau der Vorperiode. Gegenüber dem Vorjahr verlangsamte sich das Wachstum real auf 5,4% (3. Quartal: 6,1%).

Die Bauinvestitionen nahmen im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode etwas stärker zu. Im Vorjahresvergleich wuchsen sie real um 3,7% (3. Quartal: 3,4%). Wie die Umfrage des Baumeisterverbandes ergab, sank der Auftragseingang im Bauhauptgewerbe real um 5%, und der reale Auftragsbestand lag deutlich unter dem Niveau des Vorjahres. Der Auftragsbestand im Wohnungsbau nahm nur noch um 2% zu, während er im industriell-gewerblichen Bau wiederum spürbar um 2,7% zurückging. Anhaltend rückläufig

entwickelten sich auch die offenen Limiten der privaten Baukredite.

Die Ausrüstungsinvestitionen, die im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode stagniert hatten, wuchsen im letzten Vierteljahr wieder deutlich. Binnen Jahresfrist stiegen sie real um 8,5% (3. Quartal: 11,8%). Die Investitionsgütereinfuhren wuchsen anhaltend kräftig. Gemäss der Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller gingen die nominellen Bestellungseingänge aus dem Inland binnen Jahresfrist deutlich zurück. Dieser Rückgang kann damit erklärt werden, dass die Inlandaufträge im letzten Quartal 1993 dank Grossbestellungen der öffentlichen Hand stark zugenommen hatten. Der Auftragsvorrat verharrte bei 4,8 Monaten.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die realen Exporte nahmen im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode saisonbereinigt weiter zu. Im Vorjahresvergleich wuchsen sie um 7,5%. Die Ausfuhren von Investitionsgütern sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten expandierten mit 9,3% bzw. 10,5% erneut überdurchschnittlich stark, während die Lieferungen von Konsumgütern leicht stiegen (3,5%).

Im vierten Quartal erhöhten sich die Ausfuhren der Metallindustrie sowie der Maschinen- und Elektronikindustrie real kräftig, und auch die Exporte

der chemischen Industrie und der Papier- und graphischen Industrie gewannen gegenüber dem Vorquartal deutlich an Schwung. In der Uhrenindustrie setzte sich die Erholung fort, während sich die Exporte der Textilindustrie spürbar abschwächten.

Die Ausfuhren in die Europäische Union wuchsen im vierten Quartal nominell markant (9,1%), wobei insbesondere mehr Güter nach Deutschland, Frankreich und in die Benelux-Länder geliefert wurden. Zum ersten Mal seit dem dritten Quartal 1992 nahmen auch die Exporte nach Italien im Vorjahresvergleich wieder zu. Dagegen verlangsamte sich das Exportwachstum nach Grossbritannien. Auch die Ausfuhren in die USA und nach Japan nahmen weniger stark zu als in der Vorperiode. Die Exporte in die Länder ausserhalb der OECD, auf die rund 20% der gesamten schweizerischen Exporte entfallen, stagnierten. Während die Ausfuhren nach Osteuropa beachtlich stiegen, wurde in die Entwicklungsländer infolge des markanten Rückgangs der Lieferungen in die OPEC-Staaten weniger verkauft als im dritten Quartal.

Die realen Importe nahmen im Vorquartalsvergleich saisonbereinigt zu und lagen damit um

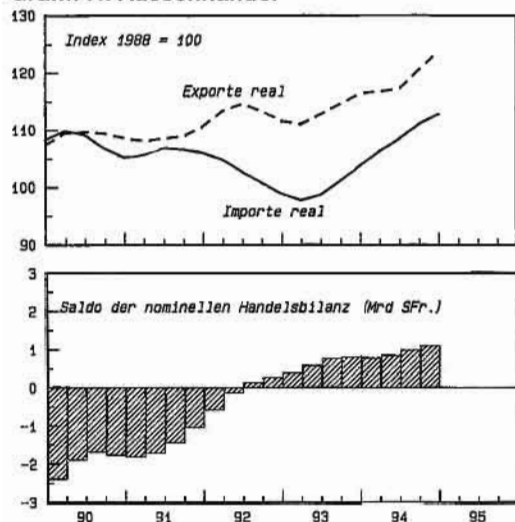
9,4% über dem Vorjahresniveau. Am stärksten wuchsen erneut die Investitionsgüterimporte sowie die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Besonders kräftig war die Expansion bei den Industrie- und Büromaschinen sowie den Baubedarfswaren. Die Einfuhren von Konsumgütern nahmen dagegen mit 5,1% schwächer zu. Die Importe sämtlicher Warengruppen – mit Ausnahme von Bekleidung, Schuhen und Bijouterieartikeln – erhöhten sich. Besonders kräftig nahmen die Einfuhren von Personenwagen und Wohnungseinrichtungen zu. Die Käufe von importierten Energieträgern übertrafen ihr Vorjahresniveau um 0,6%.

Die Preise der Exportgüter sanken im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr (-1,6%). Der seit Anfang 1994 beobachtete Rückgang der Einfuhrpreise setzte sich im vierten Quartal fort (-2,6%). Die Preise der Energieträger sowie der Investitionsgüter sanken überdurchschnittlich stark (-10,5% bzw. -5,1%).

Die Handelsbilanz schloss im vierten Quartal wie in der entsprechenden Vorjahresperiode mit einem Überschuss von 1,3 Mrd. Franken ab. Sowohl die nominellen Exporte als auch die nominellen Importe wuchsen im Vergleich zu den ersten drei Quartalen überdurchschnittlich stark. Der Überschuss aus dem Dienstleistungsverkehr nahm um 0,4 Mrd. Franken ab, während jener der Arbeits- und Kapitaleinkommen unverändert blieb. Der Aktivsaldo der Ertragsbilanz sank von 6,7 Mrd. im vierten Quartal 1993 auf 6,5 Mrd. Franken.

Für das ganze Jahr 1994 ging der Ertragsbilanzüberschuss vor allem infolge tieferer Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland um 2,2 Mrd. auf 24,8 Mrd. Franken zurück. Er entsprach damit 6,7% des Bruttosozialprodukts (1993: 7,6%).

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet
Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Der leichte Anstieg der Beschäftigung, der im dritten Quartal begonnen hatte, setzte sich im vierten Quartal 1994 fort. Die Zahl der Beschäftigten erhöhte sich saisonbereinigt um 0,4% gegenüber dem Vorquartal. Sie lag damit noch um 1% unter dem Stand vor Jahresfrist, gegenüber einem Rückgang von 1,6% in der Vorperiode. Diese Ver-

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

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

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

² inklusive elektrische Energie

a) provisorisch

b) vorläufige Schätzung

besserung ist vor allem auf einem Anstieg der Beschäftigung im Baugewerbe zurückzuführen. Nach einer Stabilisierung im dritten Quartal stieg die Anzahl der Beschäftigten im Baugewerbe saisonbereinigt erneut und lag 0,6% über dem Vorjahresniveau. Sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor blieb die Beschäftigung gegenüber der Vorperiode stabil. Insgesamt lag sie im zweiten Sektor noch 1,6% und im dritten Sektor 0,7% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. In der Industrie nahm die Beschäftigung nicht mehr so stark ab wie in früheren Quartalen; lediglich in der Papier- sowie in der Schuh- und Lederindustrie verschlechterte sich die Lage weiter. Im Dienstleistungssektor beschäftigten die Versicherungen, der Detailhandel und das Gesundheitswesen mehr Arbeitskräfte als im Vorjahr, während im Verkehrs- und Kommunikationswesen noch keine Besserung eintrat.

Der Manpower-Stellenindex der Inserateflächen stieg im vierten Quartal weiter. Er lag damit um mehr als 25% höher als vor Jahresfrist, aber noch immer deutlich unter dem Höhepunkt des ersten Quartals 1990.

Die Zahl der Arbeitslosen nahm erneut ab. Saisonbereinigt sank sie von 169 900 Personen im dritten auf 163 000 im vierten Quartal. Die Arbeitslosenquote verringerte sich von 4,7% auf 4,5%. Regional blieben weiterhin deutliche Unterschiede bestehen. Während die Arbeitslosenquote in der deutschen Schweiz innert Jahresfrist von 4,1% auf 3,5% sank, verminderte sie sich in der Westschweiz und im Tessin lediglich von 7,3% auf 7%. Nach Altersklassen aufgeteilt, sank sie am deutlichsten bei den jüngeren Arbeitslosen. Im Vorjahresvergleich fiel sie bei den 20- bis 24jährigen von 5,8% auf 4,8%, und bei den 25- bis 49jährigen von

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1992	1993	1994	1993		1994			1994			1995	
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	-2,6	-2,8	-1,8	-2,5	-1,7	-1,6	-3,1	-1,6	-1,0				
Vollzeitbeschäftigte ¹		-3,4	-2,2	-2,8	-2,2	-2,0	-3,4	-2,1	-1,3				
Arbeitslosenquote ^{2, 3}	2,6	4,5	4,7	4,7	5,0	5,1	4,8	4,5	4,5	4,4	4,5	4,5	4,6
Arbeitslose ³	92 308	163 135	171 038	168 789	179 403	185 895	172 914	163 629	161 712	159 043	161 715	164 378	167 815
Kurzarbeiter ³	34 020	42 046	22 600	28 110	37 456	42 101	26 678	10 302	10 302	12 210	11 998	9 752	
Gemeldete offene Stellen ³	8 166	5 743	5 224	5 268	4 248	5 201	5 540	5 498	5 498	5 107	4 753	4 115	4 505

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: BIGA, BfS

5,1% auf 4,5%, während die Quote bei den älteren Arbeitslosen bei 3,9% verharrte. Der Anteil der registrierten Arbeitslosen, die seit mehr als einem Jahr ohne Stelle waren, blieb unverändert bei 31%, gegenüber knapp 22% vor Jahresfrist.

Im Januar sank die Zahl der Arbeitslosen weiter auf 158 300 Personen; dies entsprach einer Arbeitslosenquote von 4,4%.

Die Zahl der Kurzarbeiter verringerte sich ebenfalls. Im vierten Quartal betrug sie saisonbereinigt 12 500 Personen, gegenüber 39 500 in der entsprechenden Vorjahresperiode. Von Kurzarbeit besonders betroffen waren der Maschinen- und der Fahrzeugbau sowie das Baugewerbe und die Elektroindustrie.

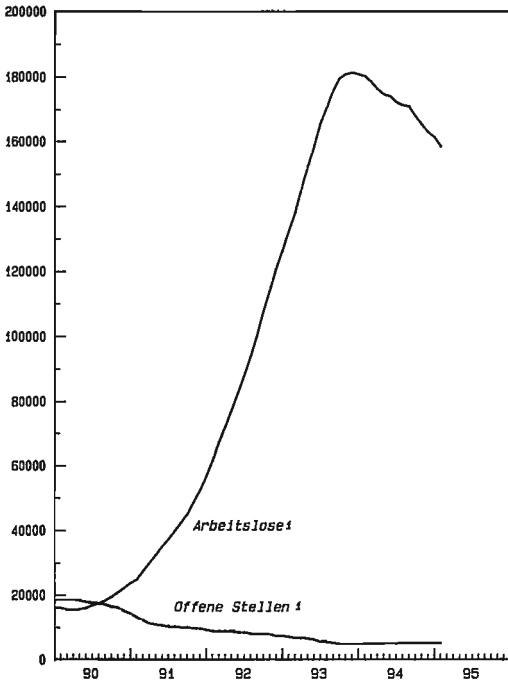
Preise

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung bildete sich im vierten Quartal nochmals leicht auf 0,5% zurück. Im Jahresdurchschnitt betrug sie damit 0,9%, gegenüber 3,3% im Vorjahr. Die Warenpreise blieben im Jahresvergleich unverändert, während die Teuerung im Dienstleistungsbereich knapp 1% betrug. Dabei stiegen die Preise der öffentlichen Dienstleistungen (1,9%) deutlich stärker als jene der privaten Anbieter (0,6%).

Anfang Jahr trat die Mehrwertsteuer (MWST) in Kraft. Da ein Teil der Güter- und Dienstleistungen nicht monatlich, sondern vierteljährlich erhoben wird, verteilen sich die Preiswirkungen der MWST im wesentlichen auf die ersten drei Monate des Jahres. Die Preise der im Januar und Februar erfassten Güter und Dienstleistungen stiegen unterschiedlich stark.

Im Januar erhöhte sich der Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber dem Vormonat um 0,7%, nachdem er ein Jahr zuvor annähernd konstant geblieben war. Die Jahresteuierung kletterte damit von 0,4% auf 1%. Laut einer Schätzung des Bundesamtes für Statistik sind etwa zwei Drittel der ausgewiesenen Monatsteuerung auf die Einführung der Mehrwertsteuer zurückzuführen. Die erhöhte Steuerbelastung bei den Nahrungsmitteln, im Privatverkehr und in der Telekommunikation wurde nur teilweise auf die Preise überwältigt. Dagegen erfolgte in den Bereichen Energie, Medikamente, öffentlicher Verkehr, Radio- und Fernsehkonzessionen eine vollständige Überwälzung. Die Preise der Nahrungsmittel – die neu mit einem Satz von 2% besteuert wurden – erhöhten sich gegenüber Dezember um 1,6%, wobei schätzungsweise nur 0,4 Prozentpunkt auf die MWST zurückzuführen sind. In der Telekommunikation wurden die Tarife um 3,3% erhöht, bei einer zusätzlichen Belastung von 6,5%. Dagegen wurden die Energie- und Medikamentenpreise um 6,9% bzw. 2,1% erhöht, während die zusätzliche

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saison- und extremwertbereinigt
Quelle: BIGA

Steuerbelastung 6,5% bzw. 2% beträgt. Auch der öffentliche Regionalverkehr sowie die Radio- und TV-Konzessionen verteuerten sich mit 7,6% bzw. 2,9% stärker als die entsprechende Steuerbelastung.

Im Februar stieg die Jahresteuierung auf 1,5%, wobei der Index gegenüber dem Vormonat um 0,9% zunahm. Dieser Anstieg ist vor allem auf höhere Preise für Mahlzeiten und Getränke in Gaststätten sowie für Coiffeurleistungen zurückzuführen. Die Teuerung betrug für diese beiden Gruppen, die mit 6,5% besteuert werden, 6,8% bzw. 6,4%. Die Mieten, die nicht besteuert werden, stiegen um 0,1%. Sie erhöhten sich damit schwächer als vor Jahresfrist.

Der Index der Produzenten- und Importpreise (Preisindex des Gesamtangebots) lag im vierten Quartal um 0,3% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, nach einem Rückgang von 0,2% in

der Vorperiode. Die Produzentenpreise blieben unverändert, während die Importpreise um 0,7% stiegen. Beide Preisindizes werden ohne Warenumsatzsteuer bzw. Mehrwertsteuer erhoben. Der mit der Einführung der MWST verbundene Wegfall der «taxe occulte» der früheren Warenumsatzsteuer sollte sich im Jahre 1995 auf den Produzentenpreisindex tendenziell dämpfend auswirken.

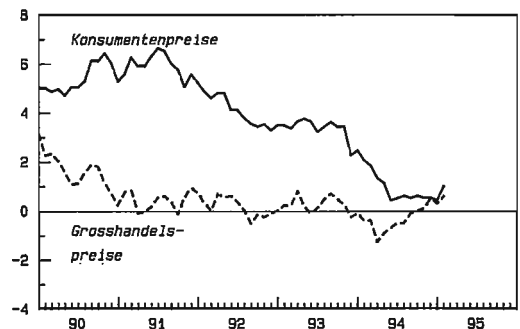
2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldaggregate

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge sank im vierten Quartal 1994 auf 29,9 Mrd. Franken und lag damit nur 0,6% über ihrem Stand vor Jahresfrist. Der für das vierte Quartal prognostizierte Wert von 30,2 Mrd. Franken wurde um 0,3 Mrd. deutlich unterschritten. Die Abweichung ist hauptsächlich auf die unerwartet schwache Entwicklung des Notenumlaufs zurückzuführen. Die Giroguthaben der Banken nahmen gegenüber der Vorperiode zwar leicht zu; sie lagen jedoch mit 2,6 Mrd. Franken noch deutlich unter dem im ersten Halbjahr erreichten Niveau.

Die Geldmenge M_1 , die ihr Vorjahresniveau im dritten Quartal um 4,5% übertroffen hatte, lag im vierten Quartal nur noch um 3,2% höher als vor Jahresfrist. Das schwache Wachstum von M_1 ist teilweise auf die unerwartet niedrige Notennachfrage zurückzuführen, die ein schwächeres

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: BfS

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	NBGM ^{1,3}	Saisonfaktoren	SBNBGM ^{1,4}	Veränderung in % ²
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,1	2 832	-11,3	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1994	27 369	1,4	2 681	-4,5	30 051	0,999	30 070	0,6
1994 1. Q.	27 408	1,6	2 758	6,4	30 167	1,004	30 038	2,5
2. Q.	27 254	2,1	2 756	5,2	30 009	0,995	30 160	2,4
3. Q.	27 131	2,3	2 599	-2,6	29 730	0,985	30 173	2,2
4. Q.	27 684	1,4	2 611	-4,5	30 296	1,013	29 908	0,6
1994 Juli	27 314	2,3	2 619	2,2	29 933	0,991	30 205	2,7
Aug.	27 065	2,5	2 559	-5,5	29 624	0,981	30 198	2,1
Sept.	27 014	2,2	2 620	-4,1	29 634	0,984	30 116	1,9
Okt.	26 970	1,5	2 510	-5,9	29 480	0,984	29 959	1,0
Nov.	27 068	1,1	2 616	-5,6	29 684	0,992	29 923	0,3
Dez.	29 015	1,5	2 708	-2,1	31 723	1,063	29 843	0,5
1995 Jan. ⁵⁾	28 319	2,1	2 498	-1,7	30 817	1,025 ^P	30 065 ^P	1,2 ^P
Febr. ⁵⁾	27 549	1,5	2 435	-9,4	29 984	0,999 ^P	30 014 ^P	0,0 ^P

¹ Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

² Gegenüber Vorjahresperiode; Jahresveränderungen beziehen sich auf das vierte Quartal

³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

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

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

^P provisorisch

Wachstum des Bargeldumlaufs nach sich zog. Die Sichteinlagen nahmen innert Jahresfrist um 3,9% (3. Quartal: 5,6%) zu. Die Spareinlagen lagen um 7,2% über dem Stand des Vorjahresquartals, nachdem sie in der Vorperiode noch um 10,6% gewachsen waren. Gleichzeitig verringerte sich der Rückgang der Termineinlagen von -5,7% im dritten Quartal auf -3,0% im vierten Quartal. Die Geldmenge M_3 , die neben M_1 auch die Spar- und Termineinlagen umfasst, nahm um 3,8% zu, gegenüber 4,9% im Vorquartal.

Geldmarkt

Nachdem sich die schweizerischen Geldmarktsätze von Juli bis November leicht zurückgebildet hatten, stiegen sie im Dezember ultimobedingt wieder etwas an. Der durchschnittliche Tagesgeldsatz sank gegenüber dem Vorquartal um 0,3 Prozentpunkt auf 3,5%. Die Verzinsung dreimonatiger Einlagen blieb annähernd unverändert; der entsprechende Euromarktsatz betrug 4% und

der Depotsatz bei Grossbanken 3,5%. Die Emissionsrendite dreimonatiger eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen sank von 4,1% im dritten auf 3,9% im vierten Quartal.

Da die Geldmarktsätze in Deutschland im vierten Quartal anstiegen, vergrösserte sich die Zinsdifferenz dreimonatiger D-Mark- gegenüber Schweizerfranken-Anlagen am Euromarkt um 0,4 auf 1,1 Prozentpunkte. Noch deutlicher fiel der Anstieg der Eurodollarsätze aus; die Zinsdifferenz gegenüber den Eurofrankensätzen vergrösserte sich um 1,1 auf 1,8 Prozentpunkte.

Devisenmarkt

Die Wiedererstarkung des Dollars im November führte dazu, dass sich der Franken gegenüber den meisten Währungen, insbesondere der D-Mark, abschwächte. Die Turbulenzen auf den internationalen Devisenmärkten führten im Januar hingegen wieder zu einer Höherbewertung des Frankens.

Tabelle 7: Geldaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1990	-4,2	13,0	2,4
1991	1,2	3,2	3,2
1992	-0,1	0,5	2,8
1993	9,3	-7,9	4,8
1994	5,8	-1,9	5,6
1994 1. Q. ^P	9,7	-4,3	7,2
2. Q. ^P	6,0	-1,5	6,5
3. Q. ^P	4,5	-1,3	4,9
4. Q. ^P	3,2	-0,2	3,8
1994 Juli ^P	4,9	-1,6	5,3
Aug. ^P	3,9	-1,6	4,7
Sept. ^P	4,8	-0,8	4,8
Okt. ^P	0,7	-1,4	4,0
Nov. ^P	3,9	-0,5	3,9
Dez. ^P	5,0	1,4	3,4

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

^P provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

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

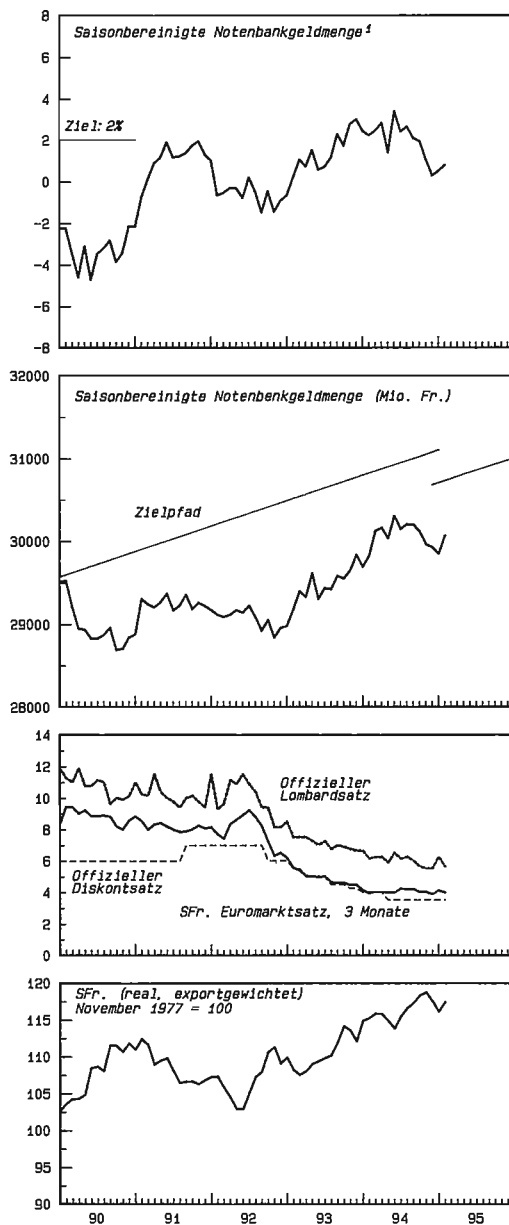
M₃ = M₂ + Spareinlagen

Der Kurs des Frankens sank gegenüber der D-Mark im November um 2% und stabilisierte sich bis zum Jahresende auf einem Niveau von rund 84,50 Franken pro 100 D-Mark. Im Januar 1995 gewann der Franken wieder leicht an Wert. Gegenüber den anderen Währungen des Wechselkursmechanismus des EWS verlief die Entwicklung im gleichen Rahmen; gegenüber dem französischen Franc gewann der Franken allerdings stärker an Wert und notierte im Januar mit einem Kurs von unter 24,30 Franken pro 100 Franc etwas fester als im Oktober.

Der Franken entwickelte sich gegenüber den übrigen EWS-Währungen uneinheitlich. Gegenüber dem britischen Pfund schwächte er sich zunächst ab, festigte sich jedoch im Dezember wieder und schloss im Januar rund 1% stärker als im Oktober. Gegenüber der Lira legte der Franken bis im Januar 4% an Wert zu und wurde unter 0,80 Franken pro 1000 Lira gehandelt.

Gegenüber dem US-Dollar stieg der Kurs des Frankens zu Quartalsbeginn noch einmal um rund 4% und erreichte Ende Oktober einen Jahreshöchstkurs von Fr. 1,24 pro US-Dollar. Durch die kräftige Erholung der amerikanischen Währung im November schwächte sich der Franken jedoch

Grafik 14: Schweiz

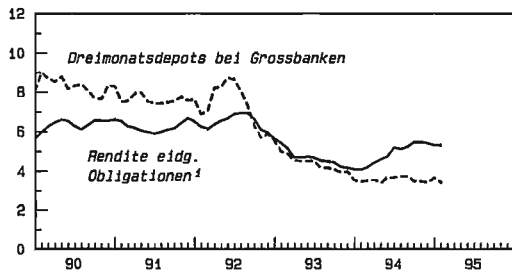


¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Ziele: 1990: Wachstumsrate des 4. Quartals gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Ab 1991: Mittelfristiger Zielpfad von durchschnittlich 1% pro Jahr

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

wieder ab und verharrte bis zum Jahresende auf einem rund 2,5% tieferen Niveau. Im Januar erholte er sich wieder und schloss rund 1% fester als zu Quartalsbeginn. Gegenüber dem japanischen Yen entwickelte sich der Franken ähnlich, wertete sich im Januar jedoch weniger stark auf.

Der exportgewichtete, reale Wechselkurs des Frankens stieg im vierten Quartal nicht mehr weiter. Der reale Aussenwert des Frankens lag aber immer noch 3,6% über dem Niveau des Vorjahresquartals (3. Quartal: 4,8%). Der Franken wurde binnen Jahresfrist sowohl gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen, als auch besonders gegenüber dem amerikanischen Dollar (10,9%) höher bewertet. Der Franken legte vor allem gegenüber der italienischen Lira zu, gegenüber der D-Mark und dem französischen Franc festigte er sich nur leicht. Gegenüber dem japanischen Yen erhöhte sich der reale Wert des Frankens im Vergleich zum Vorjahresquartal ebenfalls um 3,1%.

Kapitalmarkt und Zinsstruktur

Die Kapitalmarktzinsen entwickelten sich im vierten Quartal unterschiedlich. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen, die von Januar bis September um insgesamt 1,4 Prozentpunkte gestiegen war, schwächte sich bis zum Jahresende um einen viertel Prozentpunkt auf 5,2% ab. Im Quartalsmittel lag sie jedoch mit 5,4% um 0,1 Prozentpunkt höher als in der Vorperiode, während die Durchschnittsrenditen der Obligationen anderer Schuldnerkategorien um

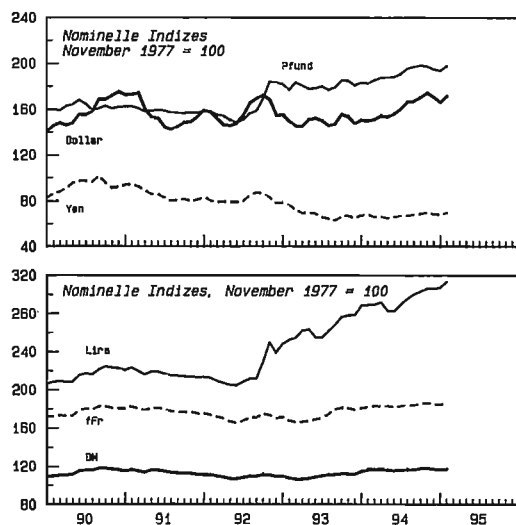
rund 0,2 Prozentpunkt zunahm. Die Differenz zwischen der Rendite eidgenössischer Obligationen und der Emissionsrendite dreimonatiger eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen stieg im Quartalsdurchschnitt um 0,3 Prozentpunkte auf 1,5 Prozentpunkte.

Die Kantonalbanken erhöhten die Verzinsung auf ihren neuen Kassenobligationen von durchschnittlich 5% im dritten auf 5,2% im vierten Quartal 1994, während jene auf Spareinlagen unverändert blieb. Die Zinssätze auf alten und auf neuen ersten Hypotheken betragen wie im Vorquartal 5,5%. Drei kantonale Institute beschlossen jedoch, den Satz für Neuhypotheken auf Anfang März um einen halben Prozentpunkt auf 6% anzuheben.

An der schweizerischen Aktienbörse entwickelte sich der Swiss Performance Index im Oktober zwar noch leicht rückläufig; in den zwei letzten Monaten des Jahres zog er jedoch wieder etwas an und lag am Jahresende um 2,5% höher als im September.

Die Neuemissionen von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt beliefen sich im vierten Quartal auf 13,8 Mrd. Franken. Das Ge-

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



samtergebnis lag rund 40% tiefer als vor Jahresfrist. Die Neubeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten betrug noch 5,7 Mrd. Franken. Nach Abzug der Rückzahlungen erreichte sie netto 2,2 Mrd. Franken, gegenüber 5,1 Mrd. im vierten Quartal 1993.

Kapitalexport

Die von der Nationalbank bewilligten Kapital-exportgeschäfte lagen im vierten Quartal mit 7,9 Mrd. Franken 48% unter dem Vorjahreswert. Die Kredite nahmen um 6% zu, während das Anleihevolumen um 53% schrumpfte. Während die gewöhnlichen Anleihen (Straights) um 13% zurückgingen, sank das Emissionsvolumen eigenkapitalbezogener Anleihen innert Jahresfrist von 6,8 Mrd. Franken auf 350 Mio.

Die von der Nationalbank bewilligten Kapital-exportgeschäfte erreichten im Jahr 1994 39,2 Mrd. Franken. Sie lagen damit 28% unter dem Rekordniveau des Vorjahres. Sowohl die Anleihen (32,9 Mrd. Franken) als auch die Kredite (6,2 Mrd. Franken) gingen gegenüber dem Vorjahr um rund einen Viertel zurück. Die Kredite sanken damit auf den tiefsten Stand seit 1977. Der Anteil der Anleihen am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport blieb bei etwa 85% unverändert. Der Anstieg der langfristigen Zinssätze sowie die tendenziell sinkenden Börsenkurse dämpften die Emissionstätigkeit sowohl im Bereich der gewöhnlichen als auch der eigenkapitalbezogenen Anleihen. Das Volumen der Straights sank um

26% auf 20,7 Mrd. Franken, jenes der eigenkapitalbezogenen Anleihen um 32% auf 12,2 Mrd. Franken. Während die Emissionen von Wandelanleihen leicht zunahmen, gingen jene von Optionsanleihen auf fast die Hälfte des Vorjahreswertes zurück. Der Anteil der gewöhnlichen Anleihen am Total des bewilligungspflichtigen Kapital-exports stieg geringfügig von 61% auf 63% im Jahre 1994. Die Privatplazierungen erreichten einen Anteil von 54% des Gesamtvolumens gegenüber 58% im Vorjahr.

1994 vereinigten die OECD-Länder 83% des bewilligungspflichtigen Kapitalexports auf sich, gegenüber 88% im Vorjahr. Der Anteil Westeuropas blieb unverändert bei 52%, derjenige Japans sank von 27% auf 21%. Nordamerika vergrösserte demgegenüber seinen Anteil von 8% auf 10%, die karibische Zone von 6% auf 8%. Auf die internationalen Entwicklungsorganisationen entfiel ein Anteil von 2% am Emissionsvolumen, gegenüber 4% im Vorjahr.

Der Bundesrat setzte die von den Eidg. Räten am 18. März 1994 beschlossene Swisslex-Revision des Bankengesetzes auf den 1. Februar 1995 in Kraft. Damit wurde die Bewilligungspflicht für Kapitalexportgeschäfte gemäss Art. 8 Bankengesetz zu einer Schutzklausel umgestaltet, welche nur noch in Ausnahmefällen benützt werden kann. Infolge dieser Revision hat die Nationalbank die geltenden Kapitalexportbestimmungen per 31. Januar 1995 aufgehoben. Um das Verankerungsprinzip für Schweizerfranken-Emissionen beibehalten zu können, wurde im Zuge der Swisslex-Revision Art. 7 Abs. 5 in das Bankengesetz

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
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
1994	32 947,1	5 560,6	674,6	39 182,3
1993 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	1 547,1	165,0	7 735,4
3. Q.	9 450,8	1 104,5	191,8	10 747,1
4. Q.	6 422,6	1 246,5	267,8	7 936,9

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes

eingefügt. Danach trifft die Nationalbank die nötigen Massnahmen, um die Entwicklung der Schweizerfranken-Märkte überwachen zu können. Gestützt auf diese neuen Kompetenzen hat die Nationalbank eine Meldepflicht der Banken für Schweizerfranken-Anleihen per 1. Februar 1995 eingeführt, welche nicht mehr nur Anleihenemissionen ausländischer Schuldner, sondern auch Schweizerfranken-Emissionen inländischer Schuldner erfasst. Ab dem nächsten Quartalsbericht wird deshalb das Kapitel Kapitalexport nicht mehr erscheinen und die Beanspruchung des Kapitalmarktes durch ausländische Emittenten in das Kapitel Kapitalmarkt integriert.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der monatlich meldenden Banken erreichte im Dezember 1180 Mrd. Franken. Im Vergleich zum entsprechenden Vorjahreswert entspricht dies einer Zunahme von 0,8%.

Die Netto-Finanzaktiva (flüssige Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) stiegen innert Jahresfrist um insgesamt 3,5%. Am stärksten stiegen erneut die Wechsel und Geldmarktpapiere. Während die Wertschriften leicht zunahm (0,9%), bildeten sich die flüssigen Mittel um 6,2% zurück. Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen greifbaren Mittel) lag während der Unterlegungsperiode vom 20. November bis zum 19. Dezember 1994 mit 125% unter dem Wert der entsprechenden Vorjahresperiode (130%). Ferner bauten die Banken ihre Nettoverpflichtungen im Interbankengeschäft ab.

Ähnlich wie in den ersten drei Quartalen erhöhte sich der Kreditbestand im vierten Quartal nur geringfügig und lag am Jahresende 0,6% über dem Wert per Ende 1993. Während sich die Auslandskredite um 5,4% zurückbildeten, weitete sich das Inlandgeschäft um 2,4% aus und erreichte damit die höchste Jahreszuwachsrate seit August 1992.

Tabelle 9: Bankbilanzen

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

	1990	1991	1992	1993	1994				Stand (in Mrd. Fr.)
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Bilanzsumme	4,5	3,2	3,1	5,8	5,6	3,6	3,8	0,8	1179,7
Netto-Finanzaktiva	-9,5	-0,1	16,4	13,1	11,2	19,0	7,5	3,5	139,8
Liquide Mittel	-3,2	-2,0	-2,6	0,7	11,2	6,2	-2,2	-6,2	11,2
Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.) ¹	-10,4	-15,4	-8,2	-26,7	-32,4	-20,3	-26,6	0,0	-26,1
Wechsel und Geldmarktpapiere	28,9	-13,1	16,5	2,1	15,8	21,6	17,2	12,5	40,2
Wertschriften	-5,0	13,8	5,8	43,1	33,8	23,5	8,0	0,9	114,5
Kredite	7,8	5,8	1,8	1,6	1,0	-0,4	0,9	0,6	718,0
Inländische Kredite	8,7	4,4	1,7	0,9	1,3	1,4	2,0	2,4	559,5
Debitoren	8,8	2,5	0,2	-2,8	-2,3	-2,3	-1,2	0,6	239,5
Hypotheken	8,2	5,1	3,5	1,8	2,5	2,9	3,2	3,9	295,4
Ausländische Kredite	4,5	15,1	2,3	3,8	-0,1	-6,2	-2,9	-5,4	158,6
Bewilligte Baukredite	-0,7	-5,6	-5,8	-12,4	-6,5	-2,3	-1,3	0,5	31,4
Beanspruchte Baukredite	18,6	4,6	-0,8	-13,5	-12,2	-9,9	-9,0	-4,3	17,4
Kundengelder	4,9	4,7	3,5	2,8	2,6	3,5	3,8	2,0	688,6
Kreditoren auf Sicht	-8,4	-1,9	5,1	19,5	12,5	3,9	1,2	-4,9	91,1
Kreditoren auf Zeit	13,2	5,8	2,3	-8,4	-2,8	3,5	6,8	6,8	289,3
Spar- und Depositenhefte	-4,8	5,5	7,4	21,5	15,8	12,5	9,6	4,8	225,6
Kassenobligationen	8,9	3,8	-2,0	-12,2	-16,1	-14,3	-14,3	-11,3	82,6
Obligationen und Pfandbriefe	9,7	5,3	1,1	-4,8	-7,9	-6,9	-6,0	2,7	84,1
Treuhandgelder	5,5	-0,3	0,6	-11,0	-13,6	-11,6	-6,1	-4,4	271,3

¹ Die Netto-Finanzaktiva setzen sich zusammen aus: Flüssige Mittel, Saldo im Interbankgeschäft (Bankendebitoren minus Bankenkreditoren), Wechsel und Geldmarktpapiere, Wertschriften

Die Hypothekarkredite nahmen mit 3,9% überdurchschnittlich zu. Die bewilligten Baukredite verharrten ungefähr auf dem Vorjahresstand, während die Beanspruchung immer noch rückläufig war (-4,3%).

Das Total der Kundengelder lag Ende 1994 bei knapp 690 Mrd. Franken. Sie übertrafen damit den Vorjahresstand um insgesamt 2%. Die einzelnen Komponenten entwickelten sich allerdings unterschiedlich: Die Kreditoren auf Zeit nahmen erneut um 6,8% zu, während die Sichteinlagen um 4,9% sanken. Die auf Schweizer Franken lautenden Ein-

lagen folgten einem entgegengesetzten Muster: Die Kreditoren auf Sicht nahmen um 1,7% zu, die Termineinlagen dagegen gingen um 2,3% zurück. Die Spar- und Depositenguthaben wuchsen erneut weniger stark und lagen im Dezember noch 4,8% über dem Stand vor Jahresfrist. Der Bestand an Kassenobligationen nahm mit 11,3% weiter ab.

Die fast ausschliesslich im Ausland plazierten Treuhandgelder lagen mit 271 Mrd. Franken am Ende des vierten Quartals 4,4% unter dem Vorjahresniveau.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 3 mars 1995¹

A. Aperçu

1. Etranger

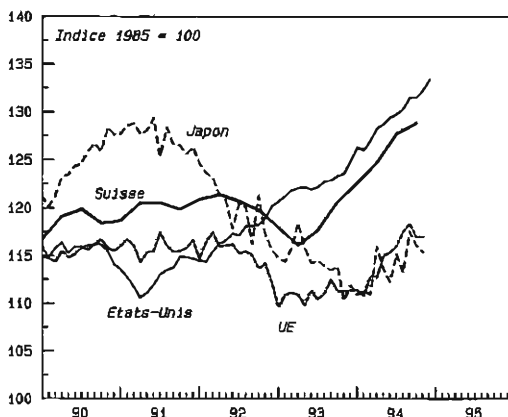
Evolution de la conjoncture

Dans les pays de l'OCDE, la situation économique s'est encore améliorée au quatrième trimestre de 1994. Le rythme de croissance est resté très soutenu au Royaume-Uni et, surtout, aux Etats-Unis où les investissements des entreprises ont évolué de manière particulièrement dynamique. Les premiers signes d'un raffermissement de la conjoncture ont été perceptibles au Japon, et la reprise a gagné en vigueur en Europe continentale. Cette amélioration s'est traduite notamment par une vigoureuse augmentation de la production industrielle et par un optimisme accru des entreprises pour ce qui a trait aux perspectives de production. Le continent européen, qui était sorti de la récession grâce aux exportations et à la reconstitution des stocks, a enregistré au second semestre un sensible redressement de la demande intérieure. La consommation privée et les investissements se sont remis à progresser, mais la consommation publique a continué à stagner étant donné les efforts d'économies des collectivités publiques.

Au quatrième trimestre, le taux de chômage a nettement diminué aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Dans les grands pays d'Europe continentale, l'emploi s'est un peu amélioré, et les taux de chômage ont légèrement baissé. En moyenne de l'Union européenne, le taux s'inscrivait à 11,1% en décembre, contre 11,4% en septembre.

¹ Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de novembre 1994 et de janvier 1995. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières. Les données sur le commerce extérieur de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni et de l'Italie sont disponibles avec retard du fait d'adaptations statistiques.

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et OFS

Dans les pays de l'OCDE (sans la Turquie), le taux annuel moyen de renchérissement s'établissait à 2,4% en décembre, soit approximativement à son niveau de septembre. Le rythme de la hausse des prix a fléchi quelque peu aux Etats-Unis, en Allemagne et en France, mais s'est accéléré au Royaume-Uni et en Italie. Au Japon, le renchérissement est resté inférieur à 1%.

Politique économique

Les autorités monétaires américaines et britanniques ont durci leur politique pour prévenir une surchauffe économique. A la mi-novembre, la Réserve fédérale a relevé ses taux directeurs de 0,75 point, portant le taux de l'escompte à 4,75% et le taux des fonds fédéraux à 5,5%; une nouvelle hausse, de 0,5 point, a suivi au début de février. La Banque d'Angleterre a augmenté son taux d'intervention à la mi-septembre ainsi qu'au début de décembre et de février. De leur côté, la Banque fédérale d'Allemagne et la plupart des autres banques centrales européennes ont maintenu inchangé leur politique monétaire.

Le mouvement de hausse des taux d'intérêt à long terme, qui était parti des Etats-Unis au début de 1994 et s'était ensuite étendu aux autres économies industrialisées, a pris fin au quatrième trimestre dans tous les grands pays. Cet arrêt a découlé notamment du net resserrement de la politique monétaire américaine qui, en novembre, a pu atténuer les craintes des marchés quant à une reprise de l'inflation.

En décembre, une crise monétaire a éclaté au Mexique. Elle était la conséquence de la surévaluation du peso et de la forte expansion de la demande intérieure, en particulier de la consommation privée. La conjugaison de ces deux éléments a fait que le déficit de la balance mexicaine des transactions courantes s'est accru pour atteindre, en 1994, pas moins de 8% du produit national brut. Une grande partie de ce déficit avait été financée par des afflux de capitaux privés à court terme. Dans la seconde moitié de 1994, le flux de capitaux s'est inversé à la suite de la hausse des taux américains et des tensions politiques qui sont apparues au Mexique. Pour stopper les sorties de capitaux, les autorités monétaires mexicaines ont massivement relevé les taux d'intérêt et augmenté leurs ventes de bons du Trésor à court terme, liés au dollar américain. Comme les pressions sur le peso ne se relâchaient pas, le gouvernement a dévalué sa monnaie, le 20 décembre, de 15%. Deux jours plus tard, il a dû laisser flotter le peso face au dollar. La monnaie mexicaine a alors chuté d'environ 50% vis-à-vis du dollar.

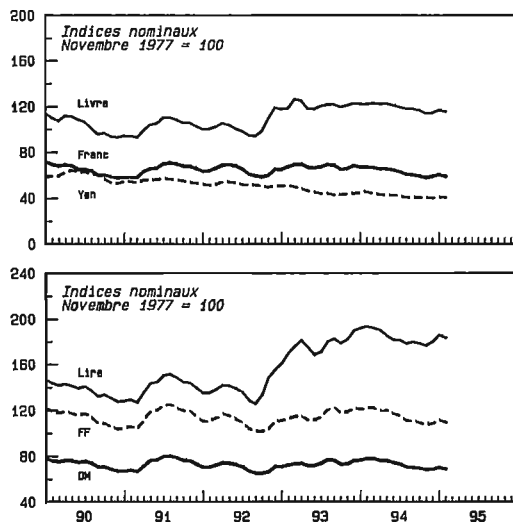
L'Amérique latine a accompli de nouveaux progrès dans son processus d'intégration économique. Le 1er janvier 1995, le Mercosur – un traité destiné à faciliter les échanges commerciaux entre l'Argentine, le Brésil, le Paraguay et l'Uruguay – a été transformé en une union douanière qui groupe quelque 200 millions de personnes.

Marchés des changes

Entre octobre et janvier, le dollar des Etats-Unis a subi de fortes fluctuations. Au sein du Système monétaire européen (SME), la situation était encore calme, au début de cette période, mais l'affaiblissement de la peseta espagnole a engendré de nouvelles turbulences vers la fin de l'année.

Le dollar a été soumis à de fortes pressions à la baisse, au début du quatrième trimestre, à cause de la crainte croissante d'une reprise de l'inflation et des incertitudes quant à la politique économique américaine. Après le relèvement des taux directeurs en novembre, le dollar s'est notablement raffermi. En décembre, son cours pondéré par les exportations dépassait de 3% le niveau d'octobre; la monnaie américaine avait regagné 5% sur le mark allemand et la livre sterling, 3% sur le yen et 7% sur le franc suisse. Mais ce redressement a été éphémère. Au tournant de l'année, la crise monétaire qui a éclaté au Mexique a déclenché une nouvelle fois de vives pressions sur le dollar. En janvier, la monnaie américaine a cédé 4% face au franc suisse, 3% face au mark et 2% face à la livre sterling; en outre, elle est de nouveau tombée au-dessous de 100 yens.

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



Au sein du mécanisme de change européen, l'écart entre la monnaie la plus forte – le florin hollandais – et la plus faible – la peseta espagnole – s'est creusé, passant de quelque 5% à plus de 10% par moments, au quatrième trimestre. En janvier, la peseta espagnole est tombée à son plus bas niveau historique par rapport au mark allemand; 100 pesetas ne valaient alors plus que 1,14 mark. La peseta, dont l'accès de faiblesse a découlé des tensions politiques en Espagne, a entraîné d'autres monnaies dans sa chute. A l'ex-

ception du franc belge et du florin néerlandais, toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen ont fléchi vis-à-vis du mark. A fin décembre, le franc français a de nouveau franchi la barre des 3,45 francs pour un mark, ce qui n'avait plus été observé depuis un an.

Entre octobre et janvier, la lire italienne a continué son mouvement de baisse à cause des problèmes budgétaires persistants et des tensions politiques dans le pays. En janvier, elle a chuté face au mark allemand et au franc suisse à des niveaux jamais enregistrés jusque-là; 1000 liras s'échangeaient alors contre 0,94 mark allemand ou 0,79 franc suisse. Après une reprise passagère en décembre, la livre sterling a elle aussi perdu nettement de sa valeur; à fin janvier, elle était inférieure de 2% à son niveau d'octobre. La couronne suédoise, qui avait fortement fluctué au quatrième trimestre du fait des référendums organisés en Finlande, en Suède et en Norvège au sujet de l'adhésion de ces pays à l'Union européenne, a été de nouveau soumise à des pressions en janvier, les problèmes soulevés par le déficit budgétaire du pays n'ayant toujours pas été résolus. Elle a de ce fait fléchi de 3% entre octobre et janvier. Le yen japonais a également cédé un peu de terrain. Sa valeur extérieure, pondérée par les exportations, a diminué de 0,7% entre octobre et décembre.

Intégration européenne

Le 9 janvier 1995, l'Autriche a rallié le mécanisme de change du SME. La Suède et la Finlande, les deux autres nouveaux membres de l'Union européenne, font partie du SME, mais ne participent pas au mécanisme de change.

Coopération monétaire internationale

Selon des estimations du Fonds monétaire international (FMI), la dette extérieure des pays d'Europe centrale et orientale ainsi que des économies en développement a encore augmenté en 1994, mais à des degrés divers selon les régions. Les indicateurs d'endettement – rapports entre la dette et les exportations ainsi qu'entre le service de la dette et les exportations – ont eux aussi évolué de façon différente selon les zones géographiques.

L'endettement de l'Europe centrale et orientale et des Etats de l'ex-Union soviétique s'est accru d'environ 10 milliards de dollars – principalement à la suite de crédits supplémentaires à la Russie et aux pays d'Asie centrale – pour atteindre 214 milliards. Pour cette région, le rapport entre la dette et les exportations s'inscrivait à 131%; il n'a guère varié d'une année à l'autre, grâce à la progression des exportations. Le rapport entre le service de la dette et les exportations a doublé, passant de 8% à 17% du fait des remboursements considérables que ces pays ont effectués.

La dette extérieure des pays en développement a gonflé d'environ 8% pour s'établir à 1675 milliards de dollars; sa croissance a donc été un peu plus forte que celle de l'endettement d'Europe centrale et orientale. La dette correspondait à 121% des exportations, et le service de la dette, à 15%; ces rapports sont restés inchangés. Mais la hausse des taux à long terme a accru le fardeau pesant sur les pays en développement fortement endettés. De la dette totale de ce groupe, 34% revenaient aux pays asiatiques en développement, 31% à l'Amérique latine, 20% au Moyen-Orient et 15% à l'Afrique. L'expansion de la dette extérieure des pays en développement de l'Asie a été nettement supérieure à la moyenne; néanmoins, les indicateurs se sont maintenus à des niveaux relativement bas, soit à 67% pour le rapport entre la dette et les exportations et à 8% pour le rapport entre le service de la dette et les exportations. Pour l'Amérique latine, ces rapports ont légèrement diminué – le premier a fléchi à 255%, et le second, à 32% – du fait essentiellement de l'accord de rééchelonnement signé par le Brésil. Aucune amélioration n'a été observée du côté du continent africain: le rapport entre la dette et les exportations s'élevait à 247%, et le rapport entre le service de la dette et les exportations, à 32%. La situation des pays situés au sud du Sahara est restée préoccupante; mesurée au produit intérieur brut, la dette de ces pays atteignait approximativement le double du taux enregistré pour l'ensemble de l'Afrique.

Dans les prêts accordés par le FMI, la facilité pour la transformation systémique (FTS) a joué un rôle dominant. Les pays en transition – Europe centrale et orientale ainsi qu'Etats de l'ex-Union so-

viétique – ont été les principaux bénéficiaires de ces crédits. L'accès à la FTS a été prolongé de quatre mois, soit jusqu'à fin avril 1995. En janvier, le FMI a versé des tranches de prêts octroyés au titre de la FTS; ainsi, l'Estonie et le Bélarus ont obtenu une deuxième tranche, alors que l'Ouzbékistan a reçu une première tranche.

En décembre, la Suisse et la Bulgarie ont signé leur troisième accord bilatéral de rééchelonnement. Cet accord avait été négocié, en avril 1994, dans le cadre du Club de Paris. Il porte sur 15,6 millions de francs d'arriérés de paiements et de montants arrivant à échéance.

Au début de janvier, le gouvernement mexicain a présenté un programme économique en vue de surmonter la crise monétaire. Un des objectifs est de diminuer de moitié le déficit de la balance courante. Sur ce programme repose également un accord de confirmation, passé avec le FMI et portant sur 17,8 milliards de dollars. Une première tranche de 7,8 milliards de dollars est disponible immédiatement. Le crédit du FMI est un volet du plan de soutien financier que le président des Etats-Unis a annoncé en faveur du Mexique. Ce plan, qui porte au total sur quelque 50 milliards de dollars, comprend également des crédits des Etats-Unis (20 milliards de dollars), du Canada (1,5 milliard de dollars canadiens), de la Banque des Règlements Internationaux (10 milliards de dollars) et de banques commerciales (3 milliards de dollars).

2. Suisse

Au quatrième trimestre, la reprise économique a continué en Suisse, au rythme modéré de la période précédente. Le produit intérieur brut réel dépassait de 2,5% son niveau des trois derniers mois de 1993. Une nouvelle fois, la croissance a reposé principalement sur les exportations et les investissements. La consommation privée a stagné, mais les investissements en constructions se sont légèrement accélérés. Selon l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie s'est amélioré au quatrième trimestre, après avoir stagné au cours de la période précédente. L'ac-

célération des entrées de commandes – notamment dans l'industrie d'exportation – est un signe annonçant la poursuite de cette évolution favorable.

En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a légèrement progressé au quatrième trimestre. Toutefois, il était encore inférieur de 1% au niveau observé un an auparavant. Après correction des variations saisonnières, le nombre des chômeurs complets a régressé lentement, mais régulièrement, et celui des chômeurs partiels a fortement diminué. Le taux de chômage s'inscrivait à 4,5% au quatrième trimestre, contre 5% une année plus tôt.

Après un léger repli à 0,5% au quatrième trimestre, le taux annuel de renchérissement a augmenté, comme prévu, à cause du passage à la TVA; il s'établissait à 1% en janvier et à 1,5% en février.

Au quatrième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée s'inscrivait à 29,9 milliards de francs, soit à un montant inférieur de 1% à ce que la Banque nationale avait pronostiqué. En comparaison annuelle, cet agrégat s'est accru de 0,6%. L'écart par rapport à la prévision est dû principalement à la faible progression des billets en circulation. Pour le premier trimestre de 1995, la Banque nationale table sur un volume moyen de monnaie centrale désaisonnalisée de 30,1 milliards de francs. Ce niveau dépasse de 0,9% celui du quatrième trimestre de 1994. L'accroissement tient compte du petit ajustement technique auquel la Banque nationale a procédé du côté des avoirs en comptes de virements; l'ajustement a eu pour effet de réduire de 100 millions de francs le volume moyen de monnaie centrale. Après correction, celui-ci s'établit donc à 29,8 milliards de francs pour le quatrième trimestre de 1994. A partir de 1995, seuls les avoirs en comptes de virements des banques entrent dans la composition de la monnaie centrale. En janvier, l'agrégat a évolué conformément à la prévision.

Pour la période allant de fin 1994 à fin 1999, la Banque nationale se propose de continuer à augmenter la monnaie centrale désaisonnalisée de 1% par an, en moyenne. Elle a prévu d'accroître l'agrégat, en 1995, à un rythme un peu plus élevé

pour tenir compte de la demande plus forte de monnaie qui découle de l'évolution de la conjoncture et du passage à la TVA.

Après avoir fléchi de presque 0,4 point entre août et novembre, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a légèrement augmenté, passant à 4,1% en décembre. Elle a repassé au-dessous de la barre des 4% en janvier. Les taux à long terme – rendement moyen des obligations fédérales – se sont légèrement repliés en novembre, puis stabilisés autour de 5,3%.

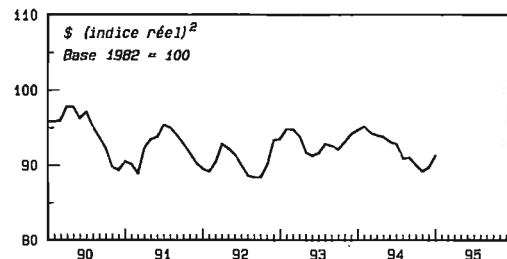
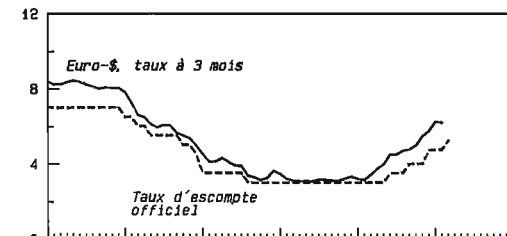
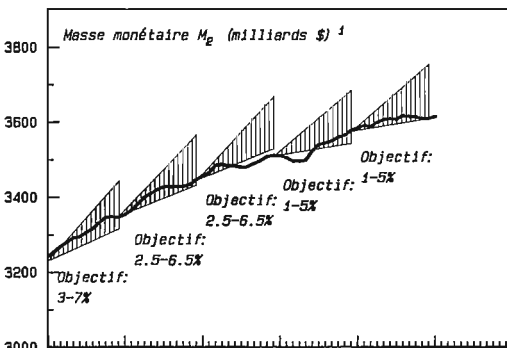
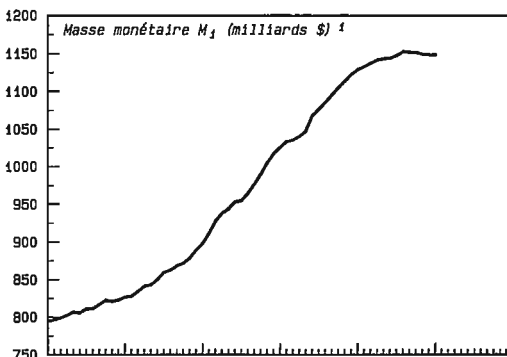
Le cours du franc, pondéré par les exportations, a faibli au quatrième trimestre, en termes aussi bien nominaux que réels, à la suite surtout du raffermissement du dollar. Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, dépassait de 5% le niveau observé un an auparavant.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

La croissance de l'économie américaine s'est encore renforcée au quatrième trimestre de 1994. Par rapport aux trois mois précédents, le produit intérieur brut réel a augmenté de 4,6% en taux annualisé, contre 4,1% au troisième trimestre. Il dépassait ainsi de 4% son niveau du dernier trimestre de 1993. Toutes les composantes de la demande, à l'exception de la construction de logements, ont contribué à cette expansion. D'un trimestre à l'autre, la consommation privée s'est accrue de 5% en taux annualisé; la progression des achats de biens durables a été particulièrement forte. Les investissements des entreprises ont eux aussi continué à croître vigoureusement (16,1%). Leur contribution au produit intérieur brut a augmenté pour atteindre 10% en chiffre rond, soit un niveau nettement supérieur à la moyenne des années septante et à celle de la décennie suivante. Le net raffermissement de la demande intérieure a entraîné une hausse de 12,8% des importations. Mais les exportations ont enregistré une expansion encore plus forte puisqu'elles se sont accrues de 20,1%.

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

Au quatrième trimestre, la production industrielle dépassait de 2% son niveau de la période précédente et de 7% celui des trois derniers mois de 1993. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 84,3% à 84,8%. En décembre, il atteignait sa valeur la plus élevée depuis 1979. Le nombre des personnes occupées a augmenté de 302 000 par mois, en moyenne, au quatrième trimestre. L'emploi a donc progressé de 3% en l'espace d'une année. Le taux de chômage a reculé de 6% à 5,6% du troisième au quatrième trimestre; jamais, depuis les sommets conjoncturels de 1979 et de 1989, ce pourcentage n'avait été aussi bas. Un tel taux de chômage, le nombre en expansion des annonces de recrutement et la diminution constante des demandes d'indemnités de chômage sont des signes de tensions croissantes sur le marché du travail.

Selon les indicateurs avancés, la haute conjoncture devrait continuer. Les entrées de commandes de biens de consommation durables et de biens d'équipement se sont encore accélérées au quatrième trimestre. Etant donné le nombre croissant des permis de construire accordés, la construction de logements, qui s'était essoufflée au second semestre de 1994, devrait retrouver un certain dynamisme.

Les prix à la consommation dépassaient de 2,6%, au quatrième trimestre, le niveau observé un an auparavant. Le renchérissement s'établissait à 2,9% le trimestre précédent. Toutefois, la hausse sensible des prix des matières premières et de l'indice des prix des directeurs d'achats, tout comme la progression plus rapide des salaires horaires font toujours craindre une aggravation des pressions inflationnistes.

Le déficit de la balance commerciale et des services s'est encore creusé à cause de la vigoureuse croissance des importations. Il atteignait environ 35 milliards de dollars au quatrième trimestre, contre 31 milliards au troisième et 20 milliards un an auparavant. Au cours des dernières années, les importations de produits chinois ont fortement augmenté. Aussi le gouvernement américain a-t-il menacé la Chine de ne plus la faire bénéficier de la clause de la nation la plus favorisée, si les entreprises chinoises ne respectent pas les droits

de la propriété intellectuelle et ne s'acquittent pas des redevances sur les logiciels.

La Réserve fédérale a resserré davantage les rênes monétaires au quatrième trimestre. Le 16 novembre, elle a relevé de 0,75 point les taux des fonds fédéraux et de l'escompte. Ces deux taux ont été portés à respectivement 5,5% et 4,75%. Les autorités monétaires sont ainsi parvenues à modérer les craintes d'une reprise de l'inflation. Les taux à long terme ont alors cessé de monter et le dollar s'est redressé. Mais la monnaie américaine a de nouveau chuté, en janvier, à cause de la crise monétaire mexicaine. Le 1er février, la Réserve fédérale a augmenté de 5,5% à 6% le taux de fonds fédéraux et de 4,75% à 5,25% celui de l'escompte.

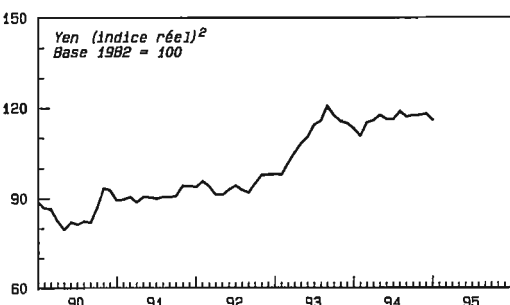
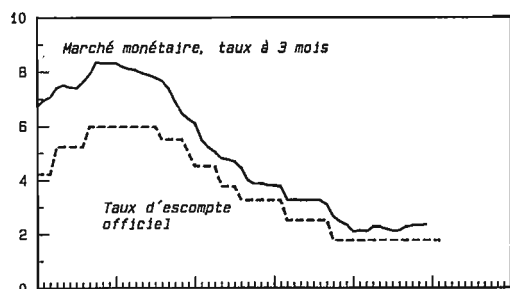
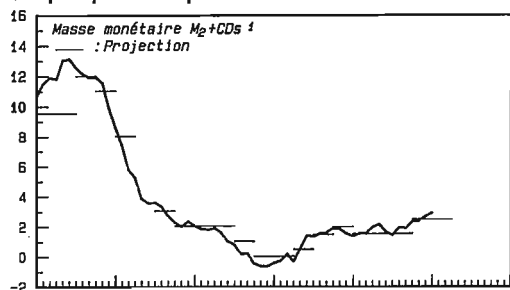
La croissance de la masse monétaire M_1 a continué à faiblir, la hausse des taux à court terme ayant provoqué des transferts de fonds vers les dépôts à terme. Au quatrième trimestre, cet agrégat était supérieur de 2,8% au niveau observé un an auparavant (troisième trimestre: 5,1%). M_2 a enregistré une progression de 1%, et M_3 , de 1,2%. Ces deux agrégats évoluaient donc à la limite inférieure de leur corridor de croissance, fixé entre 1 et 5% pour M_2 et entre 0 et 4% pour M_3 .

Japon

Une reprise conjoncturelle s'est amorcée, au Japon, dans la seconde moitié de 1994. Au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel dépassait de 0,9% son niveau du trimestre précédent et de 1% celui de la période correspondante de 1993. La reprise a reposé surtout sur la demande intérieure, en particulier la consommation privée, la construction de logements et les dépenses publiques. Les investissements des entreprises, en fort recul depuis plus de deux ans, se sont stabilisés. Les investissements ont diminué de 8% en l'espace d'un an et de presque 17% en deux ans. Contrairement à la demande intérieure, les exportations n'ont progressé que faiblement.

L'activité économique s'est accélérée au quatrième trimestre. La production industrielle a une nouvelle fois augmenté vigoureusement. Elle s'est accrue d'environ 5% par rapport au qua-

Graphique 4: Japon



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

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

trième trimestre de 1993. Le taux d'utilisation des capacités de production, qui était de 72% au troisième trimestre, est remonté à 74%, soit à un niveau toujours très au-dessous de sa moyenne à long terme. Bénéficiant de la bonne conjoncture qui régnait sur les principaux marchés, les exportations se sont améliorées. Selon l'enquête trimestrielle de la Banque du Japon, les entreprises ont porté un jugement plus optimiste sur la situation économique. Néanmoins, elles ne tablaient généralement que sur une lente reprise de la conjoncture; à l'appui de cette prévision, elles évoquaient la crise structurelle qui a frappé les sec-

teurs immobilier et bancaire ainsi que la constitution de capacités excédentaires, dans l'industrie, au cours des années quatre-vingt. De plus, les répercussions du tremblement de terre de Kobe sont encore difficiles à estimer.

Le taux de chômage a cessé d'augmenter. Il s'inscrivait à 3% environ, au quatrième trimestre également. Le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi est lui aussi resté stable.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a passé de 0% au troisième trimestre à 0,8% au quatrième. Mais le taux de base – sans les produits frais – a fléchi de 0,7% à 0,5%.

L'excédent de la balance commerciale a continué à se replier. Au quatrième trimestre, la croissance des importations a été nettement supérieure à celle des exportations.

La phase de stagnation économique, qui a duré plusieurs années, et les programmes publics de relance ont engendré une forte augmentation de l'endettement de l'Etat. Aussi le projet de budget pour l'exercice qui débutera en avril 1995 met-il l'accent sur la consolidation des finances publiques. Du côté des dépenses, il prévoit notamment de supprimer les subventions accordées pour la construction de logements.

La Banque du Japon a mené une politique légèrement plus restrictive au quatrième trimestre. Elle a fait passer le taux de l'argent au jour le jour de 2,2% à 2,3%. La rémunération des certificats de dépôts à trois mois a alors augmenté de 0,2 point pour s'établir à 2,4%. Le rendement des emprunts de l'Etat à dix ans est resté inchangé à 4,7%. Entre le quatrième trimestre de 1993 et la période correspondante de 1994, la masse monétaire M_2+CD a progressé de 2,5%. La Banque du Japon a fixé entre 2 et 3% sa projection pour la croissance de cet agrégat au premier trimestre de 1995.

Le secteur bancaire japonais ressent toujours les répercussions de la crise qui a secoué le marché immobilier au début des années quatre-vingt-dix. En décembre, une banque nouvellement fondée par la Banque du Japon a repris deux coopératives de crédit en difficulté.

Allemagne

En Allemagne, la reprise de la conjoncture a gagné en vigueur au troisième trimestre. Par rapport au niveau observé un an auparavant, le produit intérieur brut réel des anciens Länder a augmenté de 2,5%. D'un trimestre à l'autre, il a progressé de 1,3%, contre 1% au deuxième. La croissance a reposé exclusivement sur la demande intérieure. La consommation – tant privée que publique – s'est redressée, après avoir reculé au deuxième trimestre. Les investissements en biens d'équipement ont enregistré une hausse nettement plus forte, et la baisse des investissements en cons-

tructions a pris fin. Du fait de la demande intérieure soutenue, les importations se sont sensiblement accrues. Les exportations, qui avaient beaucoup contribué, dès le milieu de 1993, à sortir le pays de la récession, ont par contre stagné. Elles dépassaient toutefois de près de 8% leur niveau de la période correspondante de 1993.

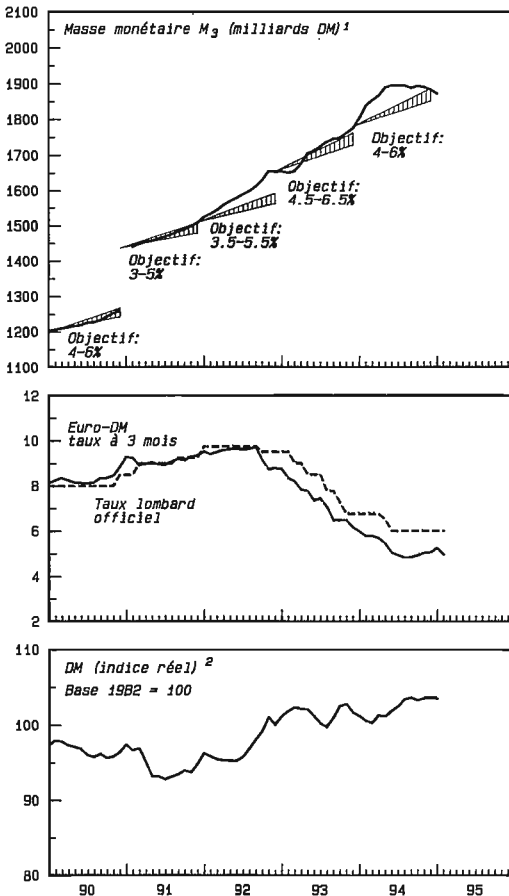
La conjoncture a continué à s'améliorer au quatrième trimestre. En Allemagne occidentale, le produit intérieur brut réel s'est accru d'environ 0,8% par rapport au trimestre précédent. La production de l'industrie manufacturière a augmenté de 1,8%, et le taux d'utilisation des capacités de production a atteint 84,6%, soit sa valeur moyenne à long terme. Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont progressé sans discontinuer. Après un recul au deuxième trimestre, la production a enregistré une nouvelle reprise dans le secteur principal du bâtiment. Les entrées de commandes ont encore progressé dans l'industrie, notamment grâce à la forte demande étrangère de biens de consommation, mais aussi de biens d'équipement. Lors des dernières enquêtes effectuées dans l'industrie, les entreprises ont porté dans l'ensemble des jugements plus optimistes sur le climat et les perspectives de production pour 1995.

Sur le marché ouest-allemand du travail, l'emploi n'a pas varié du troisième au quatrième trimestre. Quant au taux de chômage, il a passé de 9,2% à 9,1%.

Le taux annuel de renchérissement a diminué de 3% au troisième trimestre à 2,8% au quatrième. Mais, mesuré aux prix à la production, il a toutefois augmenté de 0,6% à 1,3%. Un an auparavant, les prix à la production enregistraient encore un recul.

Au quatrième trimestre, la croissance vigoureuse s'est poursuivie dans les nouveaux Länder. La construction de logements a continué à évoluer de manière particulièrement dynamique. Le taux de chômage a fléchi de 1,4 point pour s'inscrire à 14%; par contre, le chômage masqué (programmes de formation, mesures pour promouvoir l'emploi) s'est de nouveau accru quelque peu. Le taux annuel de renchérissement a reculé de 3,3% au troisième trimestre à 3% le trimestre suivant.

Graphique 5: Allemagne



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

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

A la fin de 1994, près de cinq ans après sa création, la «Treuhandanstalt» a mis fin à son activité. Elle avait pour tâche principale de privatiser les entreprises est-allemandes et de les rendre compétitives. Ses dettes, soit quelque 260 milliards de marks, ont été transférées à l'Etat fédéral. La «Treuhandanstalt» a privatisé environ deux tiers des entreprises. Le dernier tiers a été fermé ou repris par l'Etat. La transformation de l'économie à planification centralisée de l'ex-RDA a entraîné la disparition d'un nombre considérable d'emplois, d'où l'apparition d'un chômage élevé.

Au quatrième trimestre, les importations de l'ensemble de l'Allemagne ont augmenté nettement plus que les exportations. L'excédent de la balance commerciale s'est par conséquent réduit. Le solde passif de la balance des services ayant diminué, le déficit de la balance courante a été inférieur à son montant du troisième trimestre.

La Banque fédérale d'Allemagne n'a pas modifié sa politique au quatrième trimestre. Elle a maintenu ses taux directeurs à leur niveau de la mi-mai, soit à 4,5% pour le taux de l'escompte et à 6% pour le taux lombard. Depuis fin juillet, le taux appliqué aux prises en pension de titres est resté à 4,85%. Le rendement des obligations à long terme, qui avait augmenté de 5,5% à 7,5% entre janvier et octobre, s'est stabilisé à ce niveau jusqu'en janvier.

Au quatrième trimestre, la masse monétaire M_3 dépassait de 5,8% son niveau de la même période de 1993. Sa progression a donc été conforme à la fourchette de 4 à 6% choisie comme objectif. En moyenne annuelle, l'agrégat s'est accru d'environ 9%, soit à un rythme nettement supérieur à ce qu'attendait la Banque fédérale d'Allemagne. Pour 1995, cette dernière a maintenu entre 4 et 6% le corridor de croissance de M_3 .

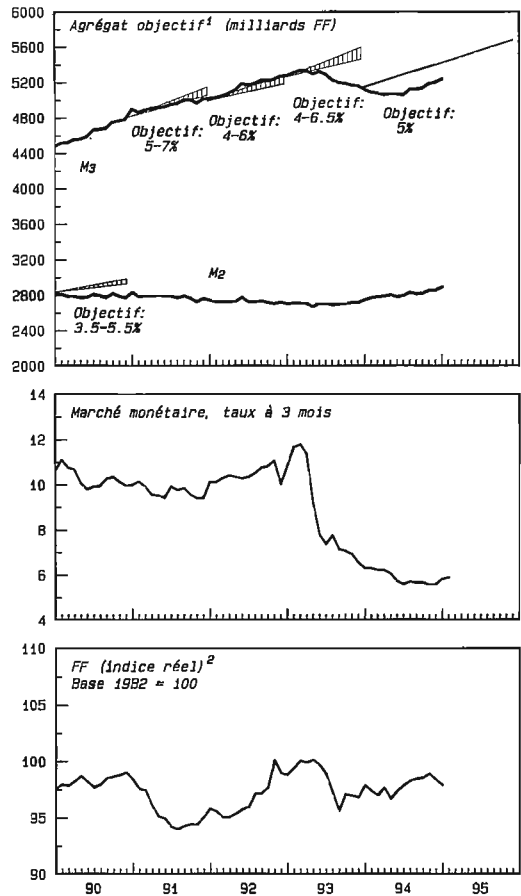
France

Au troisième trimestre, la conjoncture a continué à se rétablir en France. D'un trimestre à l'autre, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,7%, contre 1,1% au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, il a progressé de 2,8%. La consom-

mation privée et les investissements, tous deux en hausse de 0,9% par rapport au trimestre précédent, ont été les principaux soutiens de la conjoncture. Après une vigoureuse expansion au deuxième trimestre, les exportations ont stagné. Les importations, en revanche, ont été fortement stimulées par la demande intérieure croissante.

La production de l'industrie manufacturière a encore augmenté au quatrième trimestre. Elle dépassait de 9,6% le niveau observé un an auparavant. Le taux d'utilisation des capacités de pro-

Graphique 6: France



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

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

duction a presque atteint sa moyenne à long terme de 84%. Selon l'enquête la plus récente effectuée auprès des entreprises, la croissance de la production devrait perdre de son dynamisme. Les entrées de commandes ont été jugées satisfaisantes, du fait principalement de la demande étrangère soutenue. En outre, les entreprises ont estimé que leurs stocks étaient trop bas, excepté dans les biens de consommation, où leur niveau était toujours supérieur à la normale. Pour 1995, les entreprises prévoient un accroissement sensible de leurs dépenses d'investissement.

L'emploi, qui a commencé à s'améliorer au début de 1994, a continué à progresser au quatrième trimestre. D'un trimestre à l'autre, le nombre des personnes occupées a augmenté une nouvelle fois. En l'espace d'une année, il a enregistré une hausse de 1,5%. Depuis le début de 1994, 218 000 emplois au total ont été créés, la plupart dans le secteur des services. Au quatrième trimestre, le taux de chômage est resté inchangé à 12,6%, en dépit de la reprise de l'emploi. Le nombre des chômeurs de longue durée s'est accru sensiblement. Quant au renchérissement, il a diminué légèrement pour s'inscrire à 1,6%.

Au troisième trimestre, les exportations et les importations ont été à peine supérieures aux valeurs observées au trimestre précédent; en comparaison annuelle toutefois, les exportations ont progressé d'environ 8%, et les importations, de 10%. La balance commerciale a dégagé un excédent de 21,3 milliards de francs français, soit un montant très proche de celui du trimestre précédent. Les déficits des services et des transferts unilatéraux ayant fortement diminué, le solde actif de la balance courante a passé de 5 milliards à 15 milliards de francs français.

Au quatrième trimestre, la Banque de France a maintenu à 5% le taux de ses appels d'offres et à 6,4% celui de ses prises en pension; ces deux taux avaient été réduits pour la dernière fois en juillet. Le rendement des emprunts émis à long terme par l'Etat est resté autour de 8,4% au quatrième trimestre, mais le taux interbancaire à trois mois a augmenté, à la suite de la baisse du franc sur les marchés des changes, de 0,3 point en décembre pour s'établir à près de 6%.

Après avoir reculé depuis le milieu de 1993, la masse monétaire M_3 s'est accrue légèrement au quatrième trimestre. Mais cet agrégat a continué à évoluer nettement au-dessous de son objectif à moyen terme, fixé à 5%. L'endettement intérieur total, que la Banque de France utilise aussi comme indicateur monétaire, a augmenté de nouveau un peu plus fortement. Sa croissance avait marqué un fort ralentissement au premier semestre de 1994. 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.

Pour 1995, la Banque de France entend viser les mêmes objectifs de politique monétaire qu'en 1994. Elle s'efforcera de maintenir stable la valeur extérieure du franc et de rapprocher la masse monétaire M_3 de son sentier de croissance à moyen terme, fixé à 5%.

Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, la conjoncture est restée vigoureuse au troisième trimestre de 1994. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel s'est accru de 4%. D'un trimestre à l'autre, les augmentations les plus fortes ont été enregistrées par les exportations et les investissements en biens d'équipement. La consommation – privée et publique – n'a progressé que modérément. Les investissements en constructions ont une nouvelle fois diminué, et les importations ont stagné du fait de la demande intérieure plutôt faible.

Cet essor a continué au quatrième trimestre. La croissance du produit intérieur brut réel par rapport à la période correspondante de l'année précédente s'est maintenue à 4% environ, et la production de l'industrie manufacturière a marqué une hausse. La consommation privée a été par contre moins dynamique. Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont progressé modérément, les nouvelles immatriculations de voitures ont encore diminué, et le crédit à la consommation a stagné, mais à un niveau élevé. Selon les enquêtes les plus récentes, l'économie britannique continuera cependant à croître à un rythme

rapide dans un proche avenir. Les instituts de prévisions indépendants ont estimé, en décembre, que le produit intérieur brut réel devrait augmenter de 3,2% en 1995, soit à un taux très proche des 3,8% de 1994.

Au quatrième trimestre, le taux de chômage a marqué un nouveau repli, passant de 9,1% en septembre à 8,6% en décembre. Etant donné le relèvement des impôts à la consommation, le renchérissement s'est accru quelque peu; les prix à la consommation ont augmenté de 2,6% en comparaison annuelle, contre 2,3% au trimestre précédent. L'inflation de base, qui est calculée sans les taux hypothécaires, a enregistré une hausse de 0,2 point pour s'inscrire à 2,4%.

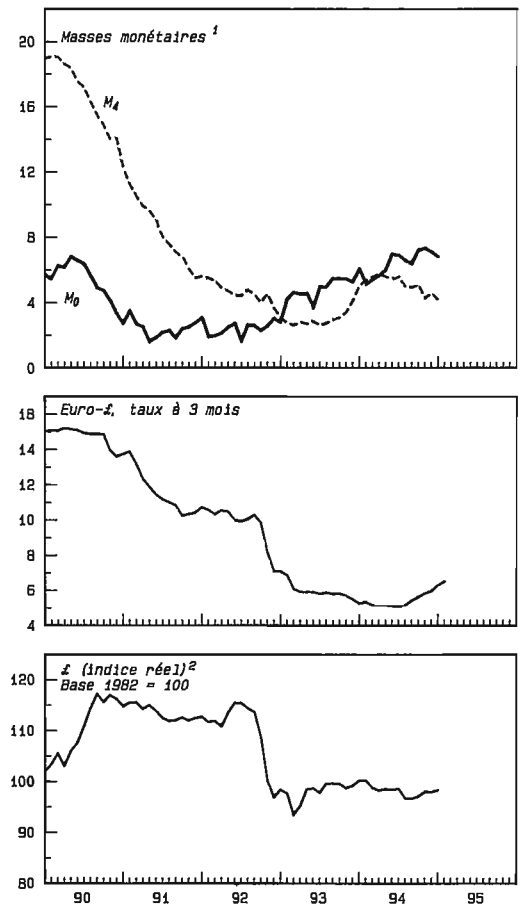
Le déficit de la balance commerciale a reculé grâce à la forte progression des exportations. Il s'inscrivait à 1,6 milliard de livres au troisième trimestre, contre 2,4 milliards le trimestre précédent. Après s'être soldée par un déficit de 11,2 milliards de livres en 1993, la balance courante a été à peu près équilibrée l'année suivante; pour la première fois depuis près de dix ans, elle a en effet enregistré un léger excédent en 1994.

Les autorités monétaires britanniques ont resserré les rênes monétaires au second semestre de 1994. A la mi-septembre et au début de décembre, elles ont relevé leur taux d'intervention qu'elles n'avaient plus modifié depuis février. Les banques commerciales ont, en deux étapes également, augmenté de 5,25% à 6,25% le taux de base, taux qu'elles appliquent à leurs débiteurs de premier ordre. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a été majoré de 5,1% en juin à 6,7% en janvier 1995. En outre, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat s'est inscrit à 8,6% en janvier, contre 8,7% en septembre. Au début de février, le taux de base a été porté à 6,75%.

Dans le rapport qu'elle a publié en février sur le renchérissement, la Banque d'Angleterre a revu à la hausse sa prévision sur l'inflation de base. Cette dernière devrait rester légèrement supérieure à 3% cette année et fléchir de nouveau en 1996. Le renchérissement moyen se trouverait ainsi au centre de la fourchette de 1 à 4% que le gouvernement a fixée comme objectif.

Au quatrième trimestre, l'expansion de la masse monétaire M_0 s'est encore accélérée pour atteindre 7% en taux annualisé, soit un rythme supérieur à la fourchette de 0 à 4% qui est visée à moyen terme. En revanche, la progression de M_4 , qui répond à une définition plus large et englobe également les dépôts dans les banques et les caisses d'épargne-logement, a été moins forte; son taux de croissance a évolué à la limite inférieure de son corridor à moyen terme, fixé entre 3 et 9%.

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)

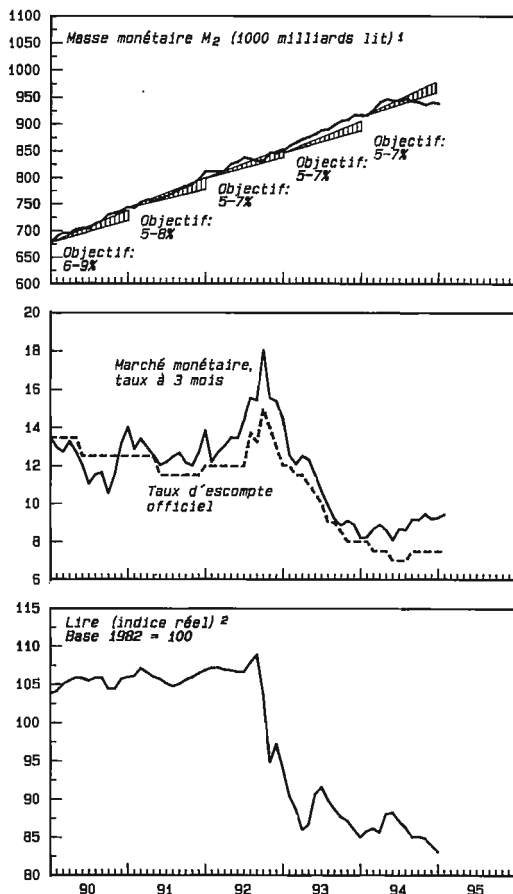
Italie

En Italie, la situation économique a continué à se rétablir au troisième trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1% d'un trimestre à l'autre, et de 3,7% par rapport au niveau observé au troisième trimestre de 1993, moment où la récession était la plus profonde. Cette croissance a reposé aussi bien sur la demande indigène que sur la demande étrangère. Après un léger recul au deuxième trimestre, les exportations se sont accrues de 5,5% et de près de 12% en comparaison annuelle. La consommation privée, qui a enregistré une hausse de 0,6%, et la reconstitution des

stocks ont été les principaux soutiens de la conjoncture sur le plan intérieur. Les investissements par contre ont stagné, un nouveau repli dans la construction ayant contrebalancé la hausse du côté des biens d'équipement. Le raffermissement de la demande intérieure s'est traduit par une forte croissance des importations.

Les indicateurs économiques tablent sur une amélioration durable de la conjoncture au quatrième trimestre. La production industrielle dépassait de près de 10% le niveau de la période correspondante de l'année précédente. Selon une enquête effectuée auprès des entreprises, la demande – tant intérieure qu'étrangère – s'est encore redressée. Dans l'ensemble, le niveau des stocks est considéré comme approprié; toutefois, un nombre croissant d'entreprises – principalement dans les biens de consommation et les produits semi-finis – les jugent trop bas. Sur la base de la planification, la production devrait continuer à progresser dans l'industrie au cours des prochains mois. Contrairement aux entreprises, les ménages ont estimé que leur situation économique s'était détériorée entre le troisième et le quatrième trimestre.

Graphique 8: Italie



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

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

Le recul de l'emploi s'est ralenti légèrement. Au quatrième trimestre, l'emploi était inférieur de 2,1% au niveau observé un an auparavant, contre 2,4% le trimestre précédent. L'industrie, les services et l'agriculture continuent à supprimer des emplois. Le nombre des chômeurs s'étant accru sensiblement par rapport au quatrième trimestre de 1993, le taux de chômage a passé de 11% à 12,1% en l'espace d'un an.

Le taux d'inflation a augmenté de 3,6% en juillet à 4,1% en décembre. En moyenne annuelle, il s'est inscrit à 3,9%. En revanche, les salaires nominaux ont progressé modérément et ne dépassaient que de 1,9%, au quatrième trimestre, le niveau observé un an auparavant.

L'expansion vigoureuse des exportations a accru l'excédent de la balance commerciale. Cet excédent atteignait 32,4 billions de lire pour la période allant de janvier à novembre, contre 27,8 billions un an auparavant. Sa progression a été particulièrement forte par rapport aux pays ne faisant pas partie de l'UE. Quant au solde actif de

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires

b) Anciens Länder

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

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

a) Anciens Länder

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

	1991	1992	1993	1994 a)	1994 a)		1994 a)			1995 a)
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	oct.	nov.	déc.	
Etats-Unis b)	6,8	7,4	6,8	6,1	6,0	5,6	5,7	5,6	5,4	5,7
Japon	2,1	2,2	2,5	2,9	3,0	2,9	3,0	2,9	2,8	
Allemagne c)	6,3	6,7	8,3	9,2	9,2	9,1	9,2	9,1	9,1	9,1
France	9,5	10,4	11,7	12,6	12,6	12,5	12,6	12,6	12,4	12,3
Royaume-Uni d)	8,1	9,9	10,3	9,3	9,2	8,8	8,9	8,8	8,6	8,5
Italie e)	9,9	10,5	10,4	11,5	11,0	12,1	12,1	-	-	
Suisse f)	1,1	2,6	4,5	4,7	4,7	4,5	4,6	4,5	4,4	4,4

a) Chiffres provisoires

b) Depuis janvier 1994, nouvelle méthode d'enquête

c) Anciens Länder, en % des salariés

d) Sans

les jeunes sortant de l'école e) Depuis le 4^e trim. de 1992, nouvelle méthode d'enquête; 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

(solde en milliards de dollars, données cvs)

	1991	1992	1993 d)	1994 a) d)	1993 a) d)		1994 a) d)			
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Etats-Unis	-8,3	-67,9	-103,9		-27,9	-30,6	-32,3	-37,0	-41,7	
Japon	72,3	117,8	132,1		32,4	32,0	34,5	33,8	29,7	
Allemagne b)	-19,4	-22,0	-19,5		-6,8	-8,8	-6,8	-4,6	-11,6	
France	-6,7	3,8	10,5		3,9	3,5	3,9	1,0	2,8	
Royaume-Uni c)	-14,5	-17,4	-16,8		-3,1	-3,0	-2,2	-1,7	1,3	
Italie c)	-23,9	-27,9	11,2		3,8	6,4	1,3	3,5	4,8	
Suisse c)	10,6	15,1	18,3	18,1	3,5	4,6	6,1	3,4	3,5	5,0

a) Chiffres provisoires

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

c) Variations saisonnières non déduites

d) Pour les pays de l'UE, les données sont disponibles avec un important retard à cause d'adaptations dans les statistiques

la balance courante, il a diminué de 14,8 billions de liras à 14,7 billions.

La Banque d'Italie, qui avait relevé le taux de l'escompte de 7% à 7,5% en août, n'a pas modifié sa politique au quatrième trimestre. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a passé de 8,5% en septembre à 8,7% en décembre. Durant la même période, les rémunérations à long terme ont diminué légèrement pour s'inscrire à 10,3%, alors qu'elles avaient enregistré une forte hausse depuis le mois d'avril.

La croissance de la masse monétaire M_2 s'est ralentie sensiblement. Au quatrième trimestre, elle a marqué une progression de 2,9% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Elle évoluait ainsi au-dessous de la fourchette de 5 à 7% choisie comme objectif.

C. Situation économique et monétaire de la Suisse

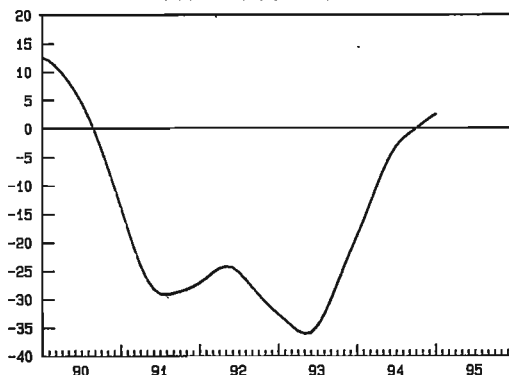
1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,1% en 1994. Pour la première fois depuis 1990, il a de nouveau progressé d'une année à l'autre. Après une nette reprise au premier semestre, l'activité économique a enregistré un ralentissement aux troisième et quatrième trimestres. En données corrigées des variations saisonnières, le produit intérieur brut réel s'est accru de 0,5% du troisième au quatrième trimestre de 1994 (troisième trimestre: 0,5%). En l'espace d'une année, il a marqué une hausse de 2,5% (2,4%). Les exportations et les investissements ont constitué les plus importants soutiens de la conjoncture. La consommation privée a perdu de son dynamisme, alors qu'elle avait augmenté plus fortement au troisième trimestre.

L'indice de la marche des affaires dans l'industrie – il est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – s'est inscrit, pour la première fois depuis le deuxième trimestre de 1990, de nouveau dans la zone favorable, reflétant ainsi un bon déroulement des affaires. Dans les entrepri-

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹

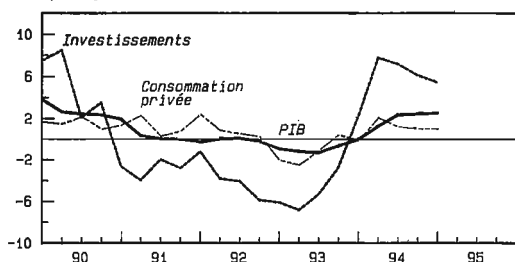


¹ Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis)

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

ses industrielles à vocation exportatrice, la marche des affaires s'est redressée nettement, après un affaiblissement au troisième trimestre. Malgré le raffermissement du franc, ces entreprises ont annoncé des entrées accrues de commandes et une nouvelle progression de leur production. Elles ont en outre estimé leurs carnets de commandes favorablement et leurs stocks de produits finis à un niveau approprié. Les entreprises industrielles axées sur le marché intérieur ont elles aussi relevé leur production et leurs entrées de commandes se sont élevées quelque peu. Les stocks de produits finis n'ont pas été réduits davantage, et le nombre des entreprises qui les ont considérés comme trop élevés n'a diminué que très faiblement. Le taux d'utilisation des capacités techniques a augmenté à 84,4% dans l'industrie, en données corrigées des variations saisonnières, et la part des heures supplémentaires à l'ensemble des heures de travail s'est inscrite à 1,9%, retrouvant sa moyenne à long terme. Par rapport à l'enquête précédente, l'emploi a continué à s'améliorer dans les entreprises industrielles. Des entrées de commandes toujours en hausse sont attendues pour les mois à venir, notamment dans l'industrie d'exportation. Le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture – le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ l'établit également – a stagné au quatrième trimestre.

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente
Source: OFQC

Consommation

Après s'être animée un peu du deuxième au troisième trimestre, la consommation privée a stagné au quatrième trimestre. En l'espace d'une année, les dépenses de consommation se sont accrues de 1% en termes réels, comme au troisième trimestre.

Le chiffre d'affaires du commerce de détail dépassait de 0,5%, par jour ouvrable et en termes réels, le niveau du quatrième trimestre de 1993. La branche du tourisme n'a toujours pas enregistré de nette reprise. La croissance annuelle de 2,4% des nuitées de la clientèle suisse est due en grande partie à un effet de base. Un recul marqué des nuitées avait été observé en automne 1993 à la suite des graves intempéries en Valais et au Tessin.

L'indice du climat de consommation, calculé en janvier 1995 par l'Office des questions conjoncturelles, s'est détérioré pour la première fois depuis le dernier trimestre de 1993. Du fait du passage à la TVA, une part croissante des personnes interrogées escomptent une hausse des prix et une dégradation de leur situation financière. L'évolution de la conjoncture pour 1995 n'est plus appréciée avec le même optimisme que lors de l'enquête précédente. La plupart des personnes interrogées émettent toujours des doutes au sujet de la sécurité de l'emploi, mais elles sont de nouveau moins pessimistes qu'auparavant.

Investissements

Les investissements, qui avaient enregistré un net ralentissement aux deux trimestres précédents, ont gagné en dynamisme au quatrième trimestre. Ils dépassaient le niveau du trimestre précédent en données corrigées des variations saisonnières. En l'espace d'une année et en termes réels, leur croissance a passé de 6,1% au troisième trimestre à 5,4% au dernier trimestre de 1994.

Au quatrième trimestre, les investissements en constructions ont augmenté un peu plus fortement qu'au troisième. En comparaison annuelle, ils ont progressé de 3,7% en termes réels, contre

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

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

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

² Indice des coûts de production, catégorie 1, de la SSE

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

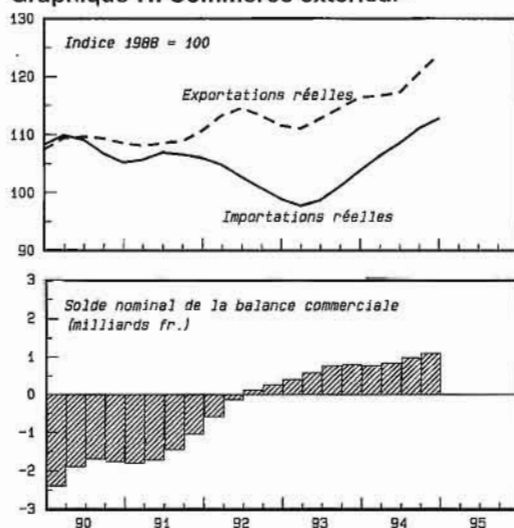
3,4% au trimestre précédent. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, les entrées de commandes ont diminué de 5% en termes réels dans le secteur principal de la construction. Les carnets de commandes ont été nettement inférieurs, en volume, au niveau du quatrième trimestre de 1993. Ils ne se sont élevés que de 2% dans la construction de logements, alors qu'ils ont reculé de 2,7% dans la construction d'immeubles destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services. Les limites ouvertes dans le secteur privé de la construction ont continué leur repli.

Les investissements en biens d'équipement ont marqué une hausse sensible au dernier trimestre, après avoir stagné du deuxième au troisième trimestre de 1994. En l'espace d'une année, ils ont augmenté de 8,5% en termes réels (troisième trimestre: 11,8%). Les importations de biens d'équipement ont poursuivi leur forte expansion. Selon les membres de la Société suisse des constructeurs de machines, les entrées de commandes provenant de la clientèle suisse ont fortement diminué en valeur par rapport au quatrième trimestre de 1993. Ce recul a découlé du fait que les carnets indigènes avaient gonflé notablement au dernier trimestre de 1993, à la suite d'importantes entrées de commandes de la part de collectivités publiques. La réserve de travail est restée à 4,8 mois.

Commerce extérieur et balance courante

Les exportations ont continué à progresser du troisième au quatrième trimestre, en volume et en données corrigées des variations saisonnières. En comparaison annuelle, elles ont augmenté de 7,5%. Les livraisons à l'étranger de biens d'équipement ainsi que de matières premières et pro-

Graphique 11: Commerce extérieur¹



¹ Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

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

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

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

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

duits semi-finis se sont accrues respectivement de 9,3% et 10,5%. Quant à celles de biens de consommation, elles se sont élevées de 3,5%.

Au quatrième trimestre, les ventes à l'étranger de la métallurgie ainsi que du domaine machines et électronique ont marqué un fort accroissement en volume. Les exportations de l'industrie chimique et celles de l'industrie du papier et des arts graphiques ont elles aussi gagné nettement en dynamique par rapport au troisième trimestre. La reprise des exportations s'est poursuivie dans l'industrie horlogère, alors que les ventes à l'étranger de l'industrie textile ont faibli sensiblement.

Les exportations vers les pays de l'Union européenne ont augmenté, en valeur, de 9,1%, davantage de biens ayant notamment été fournis à l'Allemagne, à la France et aux pays du Benelux. Pour la première fois depuis le troisième trimestre

de 1992, les livraisons vers l'Italie ont progressé en comparaison annuelle. La croissance des exportations vers le Royaume-Uni s'est ralentie par contre. Les fournitures aux Etats-Unis et au Japon se sont également accrues moins fortement qu'au troisième trimestre. De leur côté, les exportations vers les pays n'appartenant pas à l'OCDE, auxquels revient une part d'environ 20% des livraisons suisses à l'étranger, ont stagné. Si les fournitures aux pays de l'Est se sont élevées notablement, les ventes aux pays en développement ont diminué du troisième au quatrième trimestre à la suite du net repli des livraisons aux pays de l'OPEP.

Du troisième au quatrième trimestre, les importations ont augmenté en volume et en données corrigées des variations saisonnières. Elles dépassaient ainsi de 9,4% leur niveau de la période correspondante de 1993. Les importations de biens

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

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

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

² Y compris l'énergie électrique

a) Chiffres provisoires

b) Selon de premières estimations

d'équipement et celles de matières premières et produits semi-finis ont de nouveau enregistré les plus forts taux de croissance. L'expansion a été particulièrement vigoureuse dans les domaines des machines industrielles et des machines de bureau ainsi que dans les matériaux de construction. Dans les biens de consommation, la croissance des importations a faibli à 5,1%. Les importations de toutes les catégories de biens – à l'exception de l'habillement, de la chaussure et des articles de bijouterie – ont marqué une hausse. Un accroissement particulièrement fort a été enregistré par les importations de voitures et les aménagements d'intérieurs. Les achats à l'étranger de produits énergétiques étaient de 0,6% supérieurs à leur niveau observé un an auparavant.

Les prix à l'exportation ont diminué de 1,6% par rapport au quatrième trimestre de 1993. Le recul des prix à l'importation, qui est observé depuis le début de 1994, s'est inscrit à 2,6% au quatrième trimestre. Du côté des produits énergétiques et des biens d'équipement, les prix ont fléchi de 10,5% et de 5,1%.

Au quatrième trimestre, la balance commerciale a dégagé, comme une année auparavant, un excédent de 1,3 milliard de francs. Tant les exportations que les importations se sont accrues, en valeur, dans une mesure supérieure à la moyenne des trois premiers trimestres. Le solde actif de la

balance des services a diminué de 0,4 milliard, alors que celui des revenus de facteurs est resté inchangé. Quant à l'excédent de la balance des transactions courantes, il a passé de 6,7 milliards de francs au quatrième trimestre de 1993 à 6,5 milliards de francs à la période correspondante de 1994.

Pour l'ensemble de 1994, la balance courante a enregistré un excédent de 24,8 milliards de francs. Il a diminué de 2,2 milliards de francs d'une année à l'autre, du fait surtout de la baisse des revenus de facteurs tirés de l'étranger. Cet excédent s'est ainsi élevé à 6,7% du produit national brut, contre 7,6% en 1993.

Emploi et marché du travail

La légère hausse de l'emploi, qui s'était amorcée au troisième trimestre, a continué au quatrième trimestre. Le nombre des personnes occupées a progressé de 0,4% d'un trimestre à l'autre en données corrigées des variations saisonnières. Il s'inscrivait encore 1% au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. Le recul avait été de 1,6% au troisième trimestre. Cette amélioration s'explique surtout par un accroissement de l'emploi dans la construction. Après une stabilisation au troisième trimestre, le nombre des personnes occupées dans la construction a de nouveau aug-

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

	1992	1993	1994	1993				1994				1994			1995
				3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	oct.	nov.	déc.	janv.		
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-2,6	-2,8	-1,8	-2,5	-1,7	-1,6	-3,1	-1,6	-1,0						
Indice des personnes occupées à plein temps ¹		-3,4	-2,2	-2,8	-2,2	-2,0	-3,4	-2,1	-1,3						
Taux de chômage ^{2,3}	2,6	4,5	4,7	4,7	5,0	5,1	4,8	4,5	4,5	4,4	4,5	4,5	4,6		
Chômeurs ³	92 308	163 135	171 038	168 789	179 403	185 895	172 914	163 629	161 712	159 043	161 715	164 378	167 815		
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	34 020	42 046	22 600	28 110	37 456	42 101	26 678	10 302	10 302	12 210	11 998	9 752			
Places vacantes annoncées ³	8 166	5 743	5 224	5 268	4 248	5 201	5 540	5 498	5 498	5 107	4 753	4 115	4 505		

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

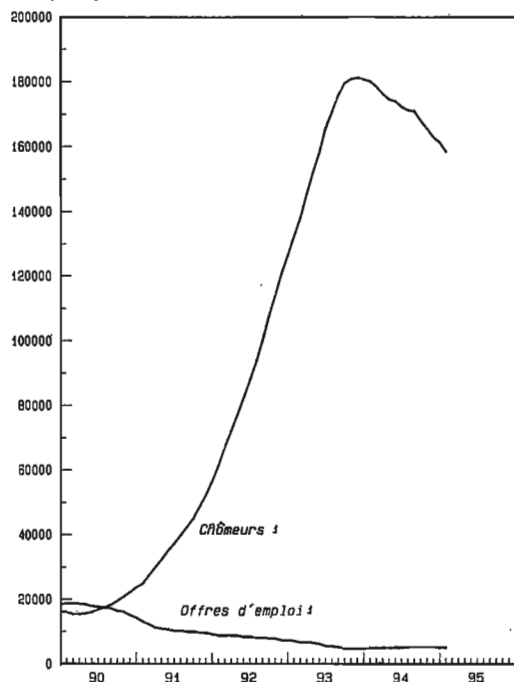
³ En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Sources: OFIAMT, OFS

menté en données corrigées des variations saisonnières. Il dépassait de 0,6% le niveau du quatrième trimestre de 1993. Dans l'industrie comme dans les services, l'emploi est resté stable d'un trimestre à l'autre. En comparaison annuelle, il a reculé de 1,6% dans le secteur secondaire et de 0,7% dans le tertiaire. Dans l'industrie, l'emploi n'a plus régressé aussi fortement qu'aux trimestres précédents. La situation n'a continué à se détériorer que dans l'industrie du papier et dans celle de la chaussure et du cuir. Dans les services, les assurances, le commerce de détail et la santé occupaient davantage de personnes qu'un an auparavant, alors que les transports et communications n'ont enregistré aucune amélioration.

L'indice Manpower des offres d'emploi a poursuivi son mouvement de hausse au quatrième trimestre. Il se situait ainsi plus de 25% au-dessus du niveau observé un an auparavant, mais toujours nettement au-dessous du record du premier trimestre de 1990.

Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et sans les valeurs extrêmes
Source: OFIAMT

Le nombre des chômeurs s'est replié une nouvelle fois. En données corrigées des variations saisonnières, il a passé de 169 900 au troisième trimestre à 163 000 au quatrième trimestre. Le taux de chômage a diminué de 4,7% à 4,5%. De nettes disparités ont toujours été observées sur le plan régional. Si le taux de chômage a reculé de 4,1% à 3,5% en Suisse alémanique du quatrième trimestre de 1993 à la période correspondante de 1994, il n'a régressé que de 7,3% à 7% en Suisse romande et au Tessin. Il a enregistré la plus forte baisse parmi les jeunes, puisqu'il a fléchi de 5,8% à 4,8% dans la classe d'âge des 20 à 24 ans et de 5,1% à 4,5% dans celle des 25 à 49 ans. Pour les chômeurs plus âgés, il s'est maintenu à 3,9%. La part des chômeurs recensés et sans emploi depuis plus d'une année est restée inchangée à 31%, contre près de 22% au quatrième trimestre de 1993.

En janvier, le nombre des chômeurs a diminué à 158 300, d'où un taux de chômage de 4,4%.

Le nombre des chômeurs partiels a lui aussi marqué une baisse. Au quatrième trimestre, il s'inscrivait à 12 500 en données corrigées des variations saisonnières, contre 39 500 au trimestre correspondant de 1993. Le chômage partiel a touché en particulier l'industrie des machines et véhicules, la construction et l'industrie électrique.

Prix

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement s'est encore replié légèrement pour s'inscrire à 0,5% au quatrième trimestre. En moyenne annuelle, il a été de 0,9%, contre 3,3% en 1993. Les prix des marchandises sont restés inchangés en comparaison annuelle. Ceux des services ont augmenté de près de 1%; ils se sont accrus de 1,9% dans le secteur public et de 0,6% seulement dans le secteur privé.

La taxe sur la valeur ajoutée (TVA) est entrée en vigueur au début de 1995. Comme une partie des enquêtes sur les biens et les services ne sont pas établies mensuellement mais à un rythme trimestriel, les effets de la TVA sur les prix se répartiront

essentiellement sur les trois premiers mois de l'année. En janvier et en février, les prix des biens et des services ont augmenté inégalement.

En janvier, l'indice des prix à la consommation a marqué une hausse de 0,7% par rapport au mois de décembre; un an auparavant, il avait quasiment stagné d'un mois à l'autre. Le renchérissement annuel a passé de 0,4% à 1%. Selon une estimation de l'Office fédéral de la statistique, environ deux tiers de la hausse mensuelle sont dus au passage à la TVA. Le relèvement de la charge fiscale sur les produits alimentaires, les transports privés et les télécommunications n'a été répercuté qu'en partie sur les prix. Dans les domaines de l'énergie, des médicaments, des transports publics, des redevances radio et TV, le report s'est fait par contre entièrement. Les prix des produits alimentaires – ces derniers sont soumis à une TVA de 2% – ont augmenté de 1,6% de décembre à janvier, 0,4 point seulement revenant selon des estimations à la TVA. Du côté des télécommunications, les tarifs ont été relevés de 3,3%, pour une charge fiscale de 6,5%. Les prix de l'énergie et des médicaments se sont élevés de 6,9% et de 2,1%, compte tenu d'une TVA de 6,5% et de 2%. De même, les transports publics régionaux et les redevances radio et TV ont renchéri de 7,6% et de 2,9%, soit plus fortement que l'impôt les grevant.

En février, le renchérissement annuel a augmenté à 1,5%. De janvier à février, l'indice des prix à la consommation s'est accru de 0,9%. Cette hausse s'explique surtout par le relèvement des prix des repas et des boissons dans les restaurants mais aussi des prestations des coiffeurs. Ces deux groupes, imposés à 6,5%, ont enregistré un renchérissement de respectivement 6,8% et 6,4%. Les loyers, qui ne sont pas soumis à la TVA, ont progressé de 0,1%, soit à un rythme plus faible qu'un an auparavant.

Au quatrième trimestre, l'indice des prix à la production et à l'importation (indice des prix de l'offre totale) dépassait de 0,3% le niveau de la période correspondante de 1993, après avoir reculé de 0,2% au troisième trimestre. Les prix à la production n'ont pas varié, alors que ceux à l'importation ont augmenté de 0,7%. Ces deux indices de prix ne tiennent pas compte de l'ICHA ou de la TVA. Le

passage à la TVA ayant permis d'éliminer la taxe occulte liée à l'impôt sur le chiffre d'affaires, il devrait généralement en résulter un effet modérateur sur l'évolution de l'indice des prix à la production en 1995.

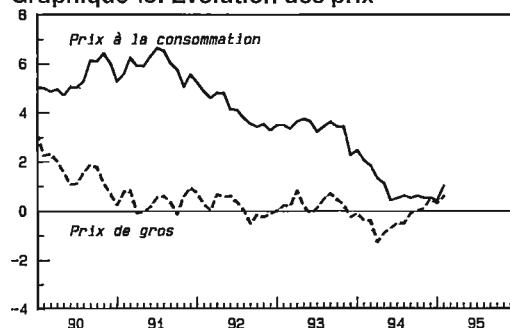
2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

La monnaie centrale désaisonnalisée a reculé à 29,9 milliards de francs au quatrième trimestre. Elle était ainsi de 0,6% seulement supérieure au niveau de la période correspondante de 1993, mais de 0,3 milliard de francs inférieure au montant prévu pour le dernier trimestre de 1994. Cet écart est dû principalement à la faiblesse inattendue de la croissance des billets en circulation. Les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements ont progressé légèrement du troisième au quatrième trimestre pour atteindre 2,6 milliards de francs. Ils s'inscrivaient toutefois encore nettement au-dessous du niveau observé au premier semestre de 1994.

La masse monétaire M_1 qui, au troisième trimestre, avait augmenté de 4,5% en l'espace d'une année, ne dépassait plus que de 3,2% son niveau du quatrième trimestre de 1993. La faible croissance de cet agrégat est due en partie à la demande peu soutenue de billets, une évolution qui n'avait pas été prévue. Il en a résulté un ralentissement de l'expansion du numéraire. Les dépôts à vue ont progressé de 3,9% (troisième trimestre:

Graphique 13: Evolution des prix¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente
Source: OFS

Tableau 6: Monnaie centrale

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	MC ^{1,3}	Coefficients saisonniers	MCD ^{1,4}	Variation en % ²
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,1	2 832	-11,3	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1994	27 369	1,4	2 681	-4,5	30 051	0,999	30 070	0,6
1994 1 ^{er} trim.	27 408	1,6	2 758	6,4	30 167	1,004	30 038	2,5
2 ^e trim.	27 254	2,1	2 756	5,2	30 009	0,995	30 160	2,4
3 ^e trim.	27 131	2,3	2 599	-2,6	29 730	0,985	30 173	2,2
4 ^e trim.	27 684	1,4	2 611	-4,5	30 296	1,013	29 908	0,6
1994 juillet	27 314	2,3	2 619	2,2	29 933	0,991	30 205	2,7
août	27 065	2,5	2 559	-5,5	29 624	0,981	30 198	2,1
sept.	27 014	2,2	2 620	-4,1	29 634	0,984	30 116	1,9
oct.	26 970	1,5	2 510	-5,9	29 480	0,984	29 959	1,0
nov.	27 068	1,1	2 616	-5,6	29 684	0,992	29 923	0,3
déc.	29 015	1,5	2 708	-2,1	31 723	1,063	29 843	0,5
1995 janv. ⁵⁾	28 319	2,1	2 498	-1,7	30 817	1,025 ^P	30 065 ^P	1,2 ^P
févr. ⁵⁾	27 549	1,5	2 435	-9,4	29 984	0,999 ^P	30 014 ^P	0,0 ^P

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

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

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

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

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

^P Chiffres provisoires

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1990	-4,2	13,0	2,4
1991	1,2	3,2	3,2
1992	-0,1	0,5	2,8
1993	9,3	-7,9	4,8
1994	5,8	-1,9	5,6
1994 1 ^{er} trim. ^P	9,7	-4,3	7,2
2 ^e trim. ^P	6,0	-1,5	6,5
3 ^e trim. ^P	4,5	-1,3	4,9
4 ^e trim. ^P	3,2	-0,2	3,8
1994 juillet ^P	4,9	-1,6	5,3
août ^P	3,9	-1,6	4,7
sept. ^P	4,8	-0,8	4,8
oct. ^P	0,7	-1,4	4,0
nov. ^P	3,9	-0,5	3,9
déc. ^P	5,0	1,4	3,4

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

^P Chiffres provisoires

M₁ = Numéraire en circulation + dépôts à vue (sans métaux précieux)

M₂ = M₁ + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

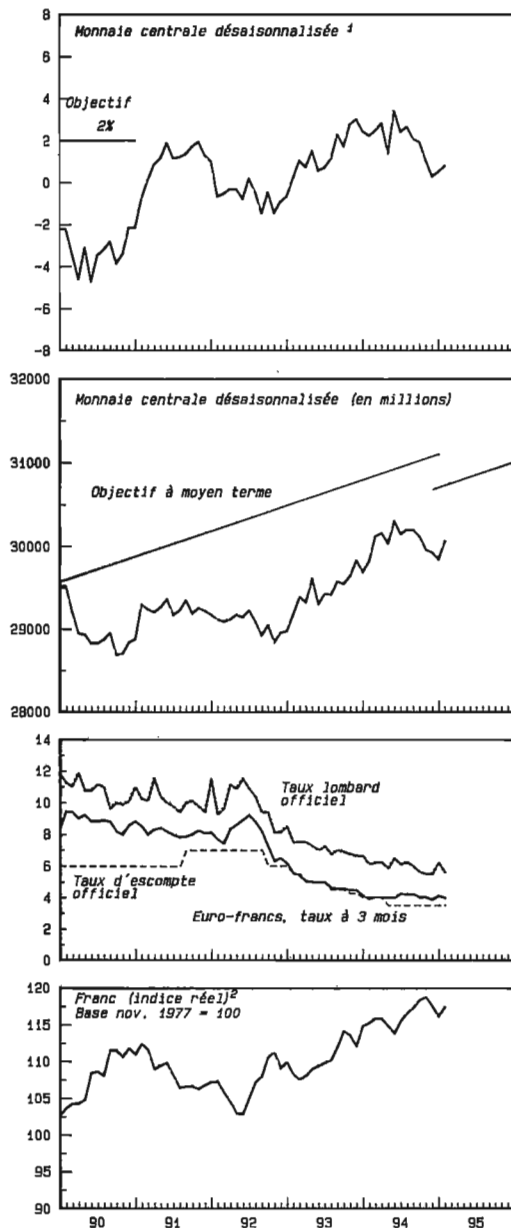
M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

5,6%) en l'espace d'une année. Les fonds d'épargne se sont élevés de 7,2%, après une hausse de 10,6% au troisième trimestre. De leur côté, les dépôts à terme ont reculé de 3% au quatrième trimestre, contre 5,7% au trimestre précédent. La masse monétaire M₃ qui, outre M₁, comprend les fonds d'épargne et les dépôts à terme, s'est accrue de 3,8% (4,9%).

Marché monétaire

Après un léger repli de juillet à novembre, les rémunérations à court terme suisses ont augmenté un peu, en décembre, du fait de l'échéance annuelle. Le taux moyen de l'argent au jour le jour s'est inscrit à 3,5%, diminuant de 0,3 point du troisième au quatrième trimestre. De son côté, la rémunération des dépôts à trois mois est restée quasiment inchangée; elle était de 4% sur le marché des euro-francs et de 3,5% dans les grandes banques. Le rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération a passé de 4,1% au troisième trimestre à 3,9% au quatrième.

Graphique 14: Suisse



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Objectifs:

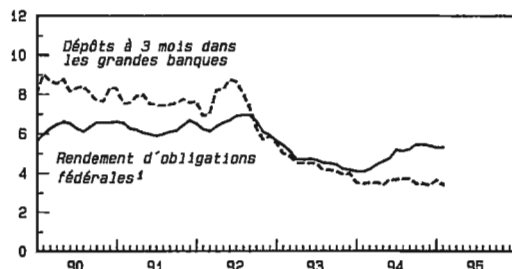
Pour 1990: variation du 4^e trimestre 1989 au 4^e trimestre 1990

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

² Cours pondéré par les exportations

Comme les rémunérations à court terme ont progressé en Allemagne au quatrième trimestre, l'écart entre les taux allemands et suisses appliqués aux dépôts à trois mois sur l'euro-marché a augmenté de 0,4, passant à 1,1 point. Pour ce qui est de la différence avec la rémunération correspondante servie sur le marché des euro-dollars, elle s'est creusée de 1,1 pour atteindre 1,8 point.

Graphique 15: Evolution des taux d'intérêt



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

Marché des changes

Le redressement du dollar, en novembre, a entraîné un affaiblissement du franc face à la plupart des monnaies européennes, notamment vis-à-vis du mark. Mais le franc s'est de nouveau revalorisé en janvier à la suite des turbulences qui ont agité les marchés internationaux des changes.

En novembre, le franc a reculé de 2% par rapport au mark. Il s'est stabilisé ensuite jusqu'à la fin de l'année, le cours de la monnaie allemande s'inscrivant à fr. 84,50, puis a haussé légèrement en janvier 1995. Face aux autres monnaies des pays participant au mécanisme de change du SME, le franc a évolué de façon similaire. Il s'est toutefois raffermi plus fortement vis-à-vis du franc français; en janvier, le franc s'est apprécié un peu par rapport au niveau du mois d'octobre, le cours de la monnaie française s'établissant au-dessous de fr. 24,30.

Le franc a évolué inégalement face aux autres monnaies du SME. Il a faibli vis-à-vis de la livre sterling dans un premier temps. En décembre, il s'est redressé et, en janvier, dépassait de 1% le

niveau d'octobre. Face à la lire italienne, le franc s'est revalorisé de 4% jusqu'en janvier, 1000 liras valant moins de 80 centimes.

Par rapport au dollar des Etats-Unis, le franc a haussé d'environ 4% au début du quatrième trimestre. A fin octobre, il atteignait son niveau le plus élevé de l'année puisque le cours de la monnaie américaine s'établissait à fr. 1,24. A la suite du vigoureux raffermissement du dollar en novembre, le franc a faibli de 2,5% et s'est maintenu à ce niveau jusqu'à la fin de l'année. Il s'est redressé en janvier et s'est revalorisé d'environ 1% par rapport au début du quatrième trimestre. Vis-à-vis du yen japonais, le franc a connu une évolution semblable, mais il s'est apprécié dans une plus faible mesure que face au dollar.

Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, n'a pas poursuivi son mouvement de hausse au quatrième trimestre. Mais il dépassait toujours de 3,6% son niveau de la période correspondante de 1993 (troisième trimestre: 4,8%). Il s'est revalorisé tant face aux importantes monnaies européennes que tout particulièrement (10,9%) vis-à-vis du dollar. La hausse a été prononcée par rapport à la lire italienne et faible vis-à-vis du mark allemand et du

franc français. Face au yen japonais, le franc s'est de nouveau apprécié de 3,1% en l'espace d'une année.

Marché des capitaux et structure des taux d'intérêt

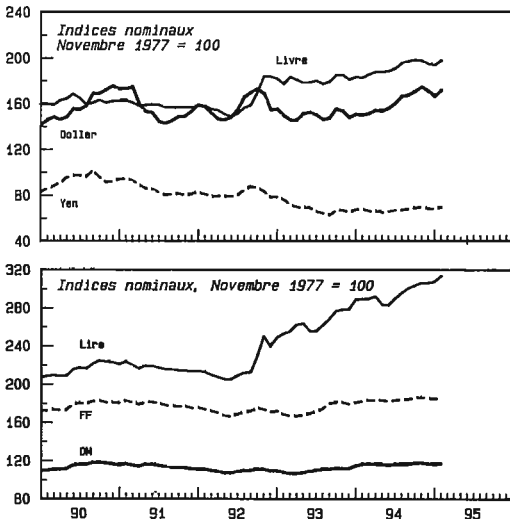
Les rémunérations à long terme n'ont pas évolué de manière homogène au quatrième trimestre. Le rendement moyen des emprunts fédéraux, qui avait augmenté de 1,4 point de janvier à septembre, a faibli d'un quart de point par la suite. A fin décembre, il s'inscrivait à 5,2%. En moyenne trimestrielle, il a toutefois atteint 5,4%, soit 0,1 point de plus qu'au troisième trimestre. Le rendement moyen des emprunts émis par d'autres débiteurs s'est accru de 0,2 point. L'écart entre les rendements des obligations fédérales et ceux à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération s'est élargi de 0,3 point en moyenne trimestrielle pour atteindre 1,5 point.

Les banques cantonales ont porté de 5% au troisième trimestre à 5,2% au quatrième la rémunération moyenne de leurs obligations de caisse. Les taux d'intérêt appliqués aux dépôts d'épargne sont restés inchangés. Les rémunérations servies sur les anciennes et les nouvelles hypothèques en premier rang se sont inscrites à 5,5%, comme au troisième trimestre. Trois établissements cantonaux ont décidé toutefois de relever, début mars, de 5 1/2% à 6% le taux des nouvelles hypothèques.

Sur le marché suisse des actions, le Swiss Performance Index a enregistré un léger repli en octobre, mais il s'est redressé un peu dans les deux derniers mois de l'année. A la fin de l'année, il était de 2,5% supérieur au niveau de septembre.

Les émissions d'obligations et d'actions sur le marché suisse des capitaux ont totalisé 13,8 milliards de francs au quatrième trimestre. Ce montant a été de 40% inférieur à celui de la période correspondante de 1993. Le prélèvement d'argent frais que des débiteurs suisses ont opéré sur le marché des capitaux s'est inscrit à 5,7 milliards de francs. Après déduction des remboursements, il s'est établi à 2,2 milliards de francs, contre 5,1 milliards de francs au quatrième trimestre de 1993.

Graphique 16: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Exportations de capitaux

Les autorisations délivrées par la Banque nationale en vue d'exporter des capitaux ont porté sur 7,9 milliards de francs au quatrième trimestre. Elles ont fléchi de 48% par rapport à la période correspondante de 1993. Les crédits ont augmenté de 6%, alors que les emprunts ont fléchi de 53%. Si les emprunts ordinaires («straights») ont diminué de 13%, les emprunts liés à des actions ont reculé de 6,8 milliards à 350 millions de francs.

Les exportations de capitaux que la Banque nationale a autorisées en 1994 ont totalisé 39,2 milliards de francs. Elles étaient ainsi de 28% inférieures à leur niveau record de l'année précédente. Les emprunts et les crédits ont reculé d'environ 25% pour s'inscrire à 32,9 milliards et à 6,2 milliards de francs. Les crédits sont donc tombés à leur plus bas niveau depuis 1977. La part des emprunts au total des exportations de capitaux soumises à autorisation est restée inchangée à près de 85%. La hausse des taux d'intérêt à long terme et la tendance à la baisse des cours des actions ont influé sur les émissions d'obligations. Les émissions d'emprunts classiques ont régressé de 26% pour s'établir à 20,7 milliards de francs, et celles d'emprunts liés à des actions ont fléchi de 32%, passant à 12,2 milliards. Les emprunts convertibles ont augmenté légèrement, alors que les emprunts à option se sont réduits de près de moitié. La part des émissions d'emprunts classiques au total des exportations de capitaux soumises à autorisation a progressé de 61% à 63%. En outre, la part des placements privés a diminué de 58% en 1993 à 54% en 1994.

Les pays de l'OCDE ont absorbé 83% des exportations de capitaux soumises à autorisation en 1994, contre 88% en 1993. La part de l'Europe occidentale s'est maintenue à 52% d'une année à l'autre, alors que celle du Japon a diminué de 27% à 21%. La part de l'Amérique du Nord s'est accrue de 8% à 10%, et celle de la zone des Caraïbes, de 6% à 8%. Quant aux organisations internationales de développement, elles ont recueilli 2% du total, contre 4% l'année précédente.

Le 18 mars 1994, les Chambres fédérales ont adopté la révision de la loi sur les banques, dans le cadre du paquet Swisslex. Le Conseil fédéral a fixé au 1er février 1995 l'entrée en vigueur de cette révision. Ainsi, le régime de l'autorisation pour les exportations de capitaux, qui était prévu à l'article 8 de la loi sur les banques, a été transformé en une clause de sauvegarde à laquelle la Banque nationale ne peut recourir que dans des circonstances exceptionnelles. A la suite de cette révision, la Banque nationale a abrogé, avec effet au 31 janvier 1995, les dispositions relatives aux exportations de capitaux. En vue de maintenir le principe de l'ancrage pour les émissions en francs suisses, une base légale a été créée à l'article 7, 5e alinéa, de la loi sur les banques dans le cadre du paquet Swisslex. Aux termes de cet alinéa, la Banque nationale est habilitée à prendre les mesures nécessaires afin de pouvoir surveiller l'évolution des opérations financières effectuées en francs suisses. Grâce à cette nouvelle disposition, la Banque nationale a introduit, à compter du 1er février 1995, l'obligation pour les banques d'annoncer les emprunts en francs suisses, obli-

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
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
1994	32 947,1	5 560,6	674,6	39 182,3
1993 3 ^e trim.	12 790,5	1 645,8	79,3	14 515,6
4 ^e trim.	13 729,3	1 323,5	101,5	15 154,3
1994 1 ^{er} trim.	11 050,4	1 662,5	50,0	12 762,9
2 ^e trim.	6 023,3	1 547,1	165,0	7 735,4
3 ^e trim.	9 450,8	1 104,5	191,8	10 747,1
4 ^e trim.	6 422,6	1 246,5	267,8	7 936,9

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

gation qui porte non seulement sur les émissions pour le compte de débiteurs étrangers, mais aussi sur celles qui sont lancées en francs suisses pour des débiteurs suisses. Le chapitre sur les exportations de capitaux va donc disparaître du bulletin trimestriel. A l'avenir, le commentaire sur le recours au marché des capitaux par des débiteurs étrangers sera intégré dans le chapitre sur le marché des capitaux.

Bilans bancaires et crédits

La somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données atteignait 1180 milliards de francs à la fin de 1994. Elle a augmenté de 0,8% en l'espace d'une année.

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

gressé de 3,5% de fin décembre 1993 à fin décembre 1994. Les effets de change et papiers monétaires se sont accrus le plus fortement. Les titres ont augmenté de 0,9%, alors que les disponibilités ont fléchi de 6,2%. Le degré de liquidité I (disponibilités en pour-cent des fonds exigés) s'est inscrit à 125% pour la période d'application allant du 20 novembre au 19 décembre 1994, contre 130% un an auparavant. En outre, le solde négatif des opérations interbancaires a reculé.

Comme aux trois trimestres précédents, les crédits n'ont enregistré qu'une faible croissance annuelle au quatrième trimestre de 1994. A fin décembre, ils ne dépassaient que de 0,6% leur niveau de fin 1993. Les crédits à la clientèle étrangère ont reculé de 5,4%, alors que les prêts à des résidents ont augmenté de 2,4%; un tel rythme d'expansion n'avait plus été observé depuis le mois d'août 1992. En outre, les prêts hypothécaires se sont accrus de 3,9%. Les crédits de cons-

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.)
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	
Somme des bilans	4,5	3,2	3,1	5,8	5,6	3,6	3,8	0,8	1179,7
Placements financiers nets¹	-9,5	-0,1	16,4	13,1	11,2	19,0	7,5	3,5	139,8
Disponibilités	-3,2	-2,0	-2,6	0,7	11,2	6,2	-2,2	-6,2	11,2
<i>Solde des opérations interbancaires (état en mrds fr.)</i>	<i>-10,4</i>	<i>-15,4</i>	<i>-8,2</i>	<i>-26,7</i>	<i>-32,4</i>	<i>-20,3</i>	<i>-26,6</i>	<i>0,0</i>	<i>-26,1</i>
Effets de change et papiers monétaires	28,9	-13,1	16,5	2,1	15,8	21,6	17,2	12,5	40,2
Titres	-5,0	13,8	5,8	43,1	33,8	23,5	8,0	0,9	114,5
Crédits	7,8	5,8	1,8	1,6	1,0	-0,4	0,9	0,6	718,0
Crédits à des résidents	8,7	4,4	1,7	0,9	1,3	1,4	2,0	2,4	559,5
c/c débiteurs et av. et prêts à terme fixe	8,8	2,5	0,2	-2,8	-2,3	-2,3	-1,2	0,6	239,5
Hypothèques	8,2	5,1	3,5	1,8	2,5	2,9	3,2	3,9	295,4
Crédits à des non-résidents	4,5	15,1	2,3	3,8	-0,1	-6,2	-2,9	-5,4	158,6
Crédits de construction									
Limites	-0,7	-5,6	-5,8	-12,4	-6,5	-2,3	-1,3	0,5	31,4
Montants utilisés	18,6	4,6	-0,8	-13,5	-12,2	-9,9	-9,0	-4,3	17,4
Fonds de la clientèle	4,9	4,7	3,5	2,8	2,6	3,5	3,8	2,0	688,6
Créanciers à vue	-8,4	-1,9	5,1	19,5	12,5	3,9	1,2	-4,9	91,1
Créanciers à terme	13,2	5,8	2,3	-8,4	-2,8	3,5	6,8	6,8	289,3
Fonds d'épargne	-4,8	5,5	7,4	21,5	15,8	12,5	9,6	4,8	225,6
Obligations de caisse	8,9	3,8	-2,0	-12,2	-16,1	-14,3	-14,3	-11,3	82,6
Emprunts obligataires et lettres de gage	9,7	5,3	1,1	-4,8	-7,9	-6,9	-6,0	2,7	84,1
Opérations fiduciaires	5,5	-0,3	0,6	-11,0	-13,6	-11,6	-6,1	-4,4	271,3

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

truction ouverts se sont maintenus à peu près au niveau de fin décembre 1993. Par contre, les crédits de construction utilisés se sont encore repliés (-4,3%).

Les fonds de la clientèle ont totalisé près de 690 milliards de francs à fin 1994, augmentant de 2% en l'espace d'une année. Les diverses composantes ont toutefois connu des tendances divergentes. Les créanciers à terme se sont accrus de 6,8%, tandis que les dépôts à vue ont reculé de 4,9%. Parmi les dépôts en francs suisses par con-

tre, les créanciers à vue ont marqué une hausse de 1,7%, les dépôts à terme diminuant quant à eux de 2,3%. Les comptes d'épargne et de dépôts ont une nouvelle fois enregistré un ralentissement de leur croissance. A fin décembre, ils dépassaient de 4,8% leur niveau de fin 1993. En outre, les bons de caisse ont reculé de 11,3%.

Les fonds fiduciaires, qui sont placés presque exclusivement à l'étranger, s'établissaient à 271 milliards de francs à fin décembre. Ils ont fléchi de 4,4% en l'espace d'une année.

Revision der Geldmengenstatistik

Die Nationalbank hat ihre Definition der Geldaggregate M_1 , M_2 und M_3 geändert. Dieser Wechsel trägt der zunehmenden Differenzierung der Sparkonti Rechnung und hat eine plausiblere Aggregation zum Ziel. Beginnend mit der Publikation der Werte für den Januar 1995 wird der Monatsbericht künftig über die Entwicklung der Geldmengen nach der neuen Definition Aufschluss geben. Er wird die Komponenten ausserdem in einer Form ausweisen, die es erlaubt, die Geldmengen weiterhin nach der alten, aus dem Jahre 1985 stammenden Definition zu berechnen.

Der vorliegende Artikel gibt einen Überblick über die Änderungen und deren Ursachen. Im Anhang werden die nach der neuen Definition zurückgerechneten Daten der Geldaggregate von Dezember 1984 bis Dezember 1994 veröffentlicht.

1. Die Neudefinition

Die Nationalbank unterscheidet seit 1975 zwischen drei Geldaggregaten, nämlich M_1 , M_2 , und M_3 .¹ Gemäss der Definition von 1985 umfasste M_1 – die Geldmenge im engeren Sinne – den Bargeldumlauf in Schweizer Franken des Publikums und die Sichteinlagen der Inländer in Schweizer Franken bei Banken und Postcheck. Das Aggregat M_2 setzte sich aus M_1 und den Termineinlagen der Inländer in Schweizer Franken zusammen. Die Geldmenge M_3 entsprach dem Total von M_2 und den Spareinlagen (inkl. Depositen- und Einlagehefte bzw. -konti) der Inländer in Schweizer Franken. Diese Spareinlagen umfassten auch Bestände auf Transaktionskonti, d.h. Einlagen, die sich für den Zahlungsverkehr besonders eignen, und gebundene Vorsorgegelder.²

Die Neudefinition der Geldaggregate bringt gegenüber der Definition von 1985 drei Veränderungen: (1) die Ausklammerung der Transaktionskonti aus den Spareinlagen und ihre Eingliederung in M_1 , (2) die Ausklammerung der gebundenen Vorsorgegelder aus den Spareinlagen, und (3) der Austausch der Termineinlagen gegen die Spareinlagen in der Definition von M_2 .

Die Zusammensetzung von M_1 , M_2 und M_3 gemäss der Definition 1995 ist aus der *Tabelle 1* ersichtlich. Demnach entspricht das neue Aggregat M_1 grundsätzlich dem alten, ausser dass es auch die Transaktionskonti einschliesst. Die Geldmenge M_1 umfasst somit den Bargeldumlauf, die Sichteinlagen und die Transaktionskonti. Das neue M_2 setzt sich aus dem neuen M_1 und den um die gebundenen Vorsorgegelder und die Bestände auf Transaktionskonti bereinigten Spareinlagen zusammen. Das neue M_3 enthält das neue M_2 und die Termineinlagen. Die Unterschiede zwischen der alten und neuen Abgrenzung der Aggregate M_1 , M_2 und M_3 sind in der *Tabelle 2* dargestellt.

2. Gründe für die Revision

Die Geldaggregate dienen dazu, die Entwicklung des vom Bankensystem im Zusammenspiel mit der Notenbank geschaffenen Geldes abzubilden.³ Dabei stellen sich Abgrenzungsprobleme, die letztlich darauf beruhen, dass Geld nicht nur als Zahlungs-, sondern auch als Wertaufbewahrungsmittel verwendet werden kann. Jede Geldmengendefinition ist deshalb teilweise willkürlich. In den meisten Ländern folgt die Definition von M_1

¹ Die Revision von 1975 wird in «Revision der Geldmengenstatistik,» Beilage zum Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, Nr. 8, August 1975, beschrieben. Zur Revision von 1985, siehe «Revision der Geldmengenstatistik,» Geld, Währung und Konjunktur, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, Nr. 1, März 1985.

² Gemäss dem Meldeformular der SNB (Form. M. 005) fallen unter die Transaktionskonti die Gehaltskonti, Privatkonti und/oder andere Konti, die in Verbindung mit der Mehrzahl folgender Dienstleistungen angeboten werden: Zahlungsaufträge, Benützung von Bargeldautomaten, Schecks, Debit- und Kreditkarten, Videotex («home banking»), Möglichkeit des Überziehens. Die gebundenen Vorsorgegelder enthalten die Konti im Rahmen der 2. Säule (Freizügigkeitskonti) und der 3. Säule der Altersvorsorge.

³ Die Geldmengenstatistik stützt sich auf die Erhebungen der Monats- und Jahresbilanzen von Banken und Finanzgesellschaften, die in der Schweiz ihr Domizil haben. Im Januar 1993 wurde die Monatsstatistik mit der Erweiterung der Stichprobe von zuletzt 64 Banken auf neu rund 340 Banken auf eine breitere Grundlage gestellt.

Tabelle 1:
Neue Geldmengendefinitionen (1995)

	Ende 1994 (in Mio. Franken)
Geldmenge M₁	141 365
Bargeldumlauf (in M ₁)	27 817
Noten- und Münzumschlag	32 544
+ Deponenten bei der SNB	105
+ Sichtguthaben von Handel und Industrie bei der SNB	50
- Noten und Münzen bei Banken und der PTT	4 882
Sichteinlagen (in M ₁)	63 059
Sichteinlagen von Inländern in Franken bei Banken	50 822
+ Total der Postcheckguthaben	15 518
- Lohnkonti (aus Sichteinlagen) von Inländern in Franken bei Banken	1 801
- Postcheckguthaben der Banken und des Bundes	1 480
Transaktionskonti (in M ₁)	50 489
Transaktionskonti (aus Spareinlagen, Depositen- und Einlagekonti) von Inländern in Franken bei Banken	48 688
+ Lohnkonti (aus Sichteinlagen) von Inländern in Franken bei Banken	1 801
Geldmenge M₂	311 540
Geldmenge M ₁	141 365
Spareinlagen (in M ₂)	170 175
Spareinlagen, Depositen- und Einlagekonti von Inländern in Franken bei Banken	238 129
- Transaktionskonti (aus Spareinlagen, Depositen- und Einlagekonti) von Inländern in Franken bei Banken	48 688
- Vorsorge- und Freizügigkeitsgelder (aus Spareinlagen, Depositen- und Einlagekonti) von Inländern in Franken bei Banken	19 266
Geldmenge M₃	413 140
Geldmenge M ₂	311 540
Termineinlagen von Inländern in Franken bei Banken	101 600

Tabelle 2:
Unterschiede zwischen der alten und neuen Abgrenzung der Geldmengenaggregate

	Ende 1994 (in Mio. Franken)
M₁ (Definition 1995)	141 365
M ₁ (Definition 1985)	90 876
+ Transaktionskonti (aus Spareinlagen, Depositen- und Einlagekonti) von Inländern in Franken bei Banken	48 688
+ Lohnkonti (aus Sichteinlagen) von Inländern in Franken bei Banken	1 801
M₂ (Definition 1995)	311 540
M ₂ (Definition 1985)	192 476
+ Spareinlagen, Depositen- und Einlagekonti von Inländern in Franken bei Banken ¹⁾	238 129
+ Lohnkonti (aus Sichteinlagen) von Inländern in Franken bei Banken	1 801
- Termineinlagen von Inländern in Franken bei Banken	101 600
- Vorsorge- und Freizügigkeitskonti (aus Spareinlagen, Depositen- und Einlagekonti) von Inländern in Franken bei Banken	19 266
M₃ (Definition 1995)	413 140
M ₃ (Definition 1985)	432 406
- Vorsorge- und Freizügigkeitskonti (aus Spareinlagen, Depositen- und Einlagekonti) von Inländern in Franken bei Banken	19 266

¹⁾ inklusive Transaktionskonti

dem Konzept des Geldes als Zahlungsmittel. Daran fügen sich als Komponenten von M_2 oder M_3 weitere Anlagen an, bei denen die Wertaufbewahrungsfunktion stärker ausgebildet ist. Es handelt sich um Anlagen, die nahe Substitute zu den in M_1 enthaltenen Aktiven sind. Sie sind entweder zeitlich gebunden oder aus anderen Gründen nicht unmittelbar als Zahlungsmittel einsetzbar.

Die aktuelle Revision der Geldaggregate kann als Neueinschätzung der bislang in M_3 eingehenden Spareinlagen (inkl. Depositen- und Einlagekonti) verstanden werden. Diese Einlagen lassen sich nach ihrem Liquiditätsgrad in drei Teile gliedern: die Bestände auf Transaktionskonti, die übrigen Spareinlagen, die im wesentlichen die traditionellen Sparkonti umfassen, und die gebundenen Vorsorgegelder. Nach den neuen Definitionen figurieren letztere nicht mehr in der Geldmengenstatistik, während die Transaktionskonti in M_1 eingehen und die übrigen Spargelder die Termingelder in M_2 ersetzen.

Die Ausklammerung der Transaktionskonti aus den Spareinlagen und ihre Erfassung unter M_1

Die Transaktionskonti unterscheiden sich von den traditionellen Sparkonti in dreierlei Hinsicht: Die Rückzugslimite ist höher, die Dienstleistungen für den Zahlungsverkehr sind reichhaltiger und die

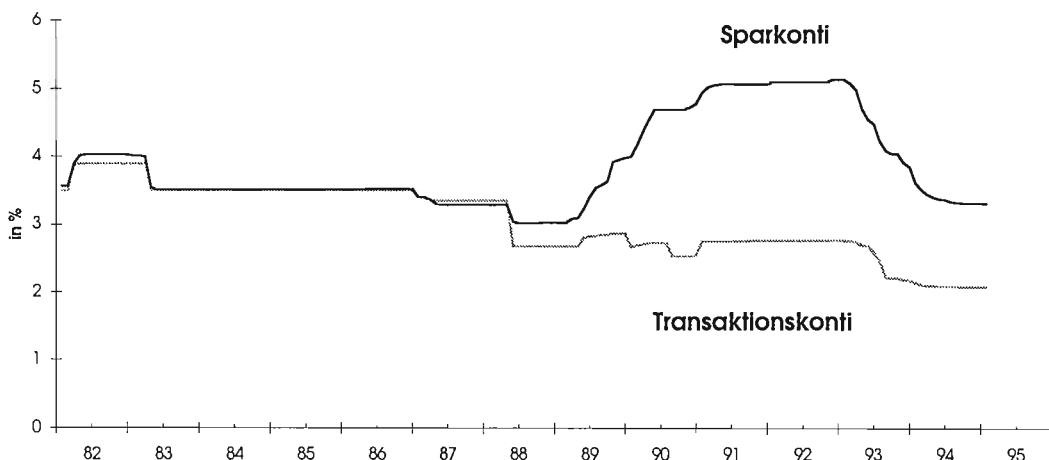
Verzinsung ist tiefer. Diese Eigenschaften nähern die Transaktions- den Kontokorrentkonti und damit den Sichteinlagen an.

Die Banken unterschieden nicht immer klar zwischen der Verzinsung der Transaktions- und der Sparkonti. Als sie in den sechziger und siebziger Jahren Transaktionskonti einführten, verzinsten sie diese zunächst ähnlich wie die Spareinlagen. Daher beschloss die Nationalbank, die beiden Arten von Einlagen in der Geldmengenstatistik gleich zu behandeln. Die *Grafik 1* zeigt die Entwicklung der Zinssätze auf Transaktionskonti und Sparkonti von 1982 bis 1994. Daraus wird deutlich, dass die Verzinsung der beiden Konti bis 1987 ungefähr gleich hoch war. Erst seit 1988 liegt der Zinssatz auf Transaktionskonti deutlich unter jenem auf Sparkonti und schwankt auch weniger stark.

Die Ausklammerung der gebundenen Vorsorgegelder aus den Spareinlagen und aus M_3

Die gebundenen Vorsorgegelder umfassen im wesentlichen die Freizügigkeitskonti im Rahmen der obligatorischen beruflichen Vorsorge (2. Säule) und die Konti im Rahmen der freiwilligen und individuellen Eigenvorsorge (3. Säule). Dieses Vorsorgesparen ist steuerlich begünstigt und wird von den Banken höher verzinst als die traditionellen Sparhefte. Die Zinsdifferenz beträgt derzeit

Grafik 1: Zinssätze auf Spar- und Transaktionskonti



rund 2 Prozentpunkte. Im Gegenzug legt sich der Anleger auf langfristiges Sparen fest. Die Auszahlung kann frühestens fünf Jahre vor Erreichen des AHV-Alters verlangt werden. Rückzüge vor diesem Zeitpunkt sind nur in wenigen Fällen möglich (z.B. für selbstbewohntes Wohneigentum). Der Grund für die Ausklammerung der gebundenen Vorsorgegelder aus der Geldmengenstatistik liegt somit darin, dass sie kein Substitut für Zahlungsmittel darstellen.

Die Ersetzung der Termineinlagen durch die Spareinlagen in M_2

Gemäss der bisherigen Definition der Geldaggregate gehörten die Termineinlagen zu M_2 , während die Spareinlagen nur in M_3 enthalten waren. Diese Zuordnung lässt sich nicht überzeugend begründen. Im Unterschied zum Anleger, der über Termineinlagen verfügt, kann der Besitzer von Spareinlagen bis zu einer bestimmten Limite jederzeit verzugslos Geld zurückziehen. Die Liquidität von Spareinlagen liegt somit zwischen jener von Sicht- und Termineinlagen.⁴ Diese Stellung wird auch durch die Verzinsung unterstrichen. Die Zinssätze auf traditionellen Sparkonti liegen in der Regel höher als auf Kontokorrent- und Transaktionskonti, aber tiefer als auf Termineinlagen. Der Anleger ist somit bereit, für die im Vergleich zu Termineinlagen höhere Liquidität der Spareinlagen einen Preis in Form einer tieferen Verzinsung zu bezahlen.

3. Die historische Entwicklung der neuen Geldaggregate

Die Geldaggregate M_1 , M_2 und M_3 und deren Komponenten wurden nach der neuen Definition bis Dezember 1984 zurückgerechnet – dem Datum der vorangegangenen Revision, welche die Ausdehnung des erfassten Gebiets auf das Fürstentum Liechtenstein brachte. Die betreffenden Daten sind im Anhang wiedergegeben. Die Berechnung war allerdings mit einigen Schwierigkeiten verbunden, da die Bestände auf Transaktionskonti und die gebundenen Vorsorgegelder von Dezember 1984 bis Dezember 1992 nicht auf Monatsbasis erhoben werden konnten. Diese Monatsdaten mussten deshalb teilweise geschätzt werden.⁵

Die *Grafiken 2a–f* zeigen die Entwicklung der Geldaggregate M_1 , M_2 und M_3 nach alter und neuer Definition im Zeitraum von 1985 bis 1994. In diese Phase fällt eine Beschleunigung und anschliessende Verlangsamung des Geldmengenwachstums und – mit einer Verzögerung von rund drei Jahren – eine Beschleunigung und anschliessende Verlangsamung des Preisanstiegs. Jedes Aggregat wird in zwei Grafiken, welche die Niveaus bzw. die Jahresveränderungsraten wiedergeben, dargestellt.

Der Verlauf des alten und neuen M_1 ist aus den *Grafiken 2a* und *3b* ersichtlich. Die *Grafik 2a* zeigt, dass die Bestände auf Transaktionskonti, die der Differenz zwischen den beiden Kurven entsprechen, einen erheblichen Anteil des neuen M_1 ausmachen. Dieser Anteil wuchs von 28,6% Ende 1984 auf 35,7% Ende 1994. Entsprechend liegen die Jahresveränderungsraten des neuen M_1 , die in der *Grafik 2b* abgebildet sind, in der Regel leicht über jenen des alten M_1 .

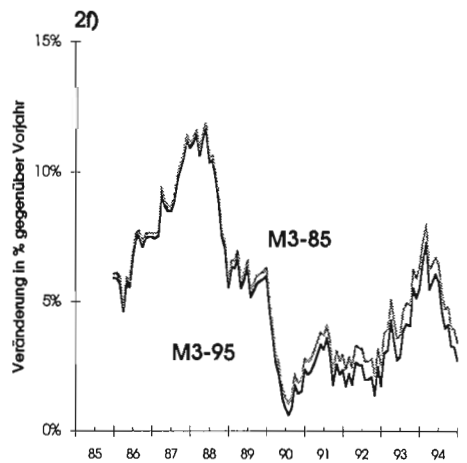
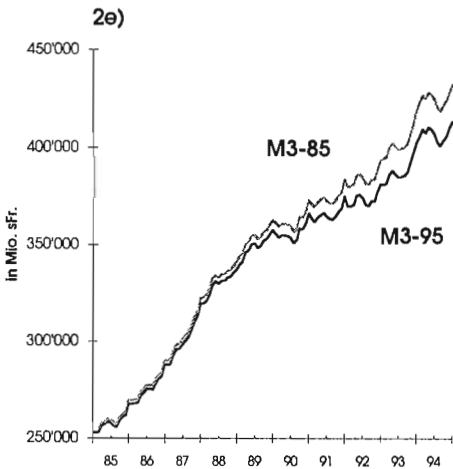
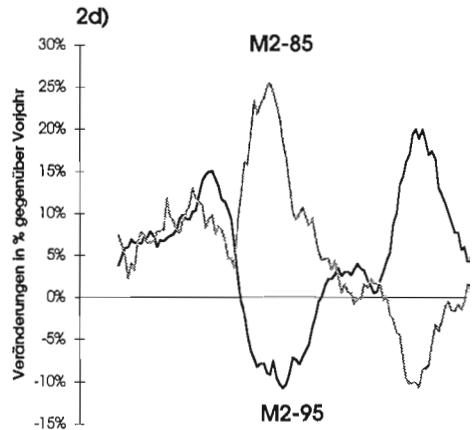
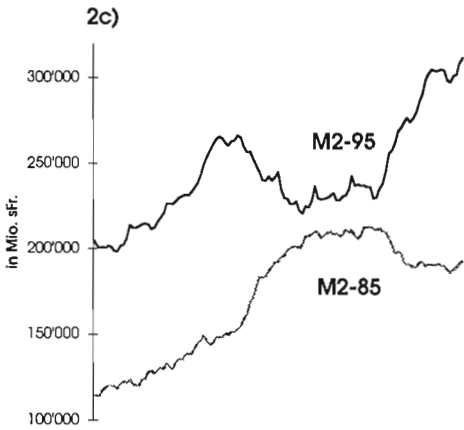
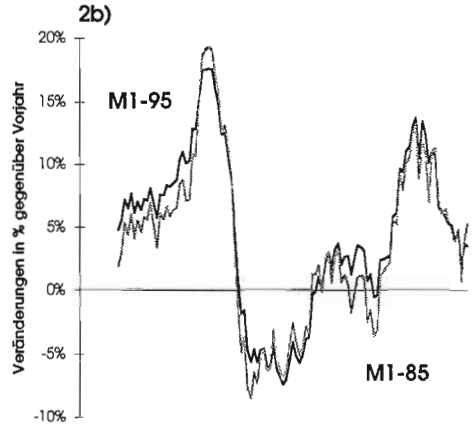
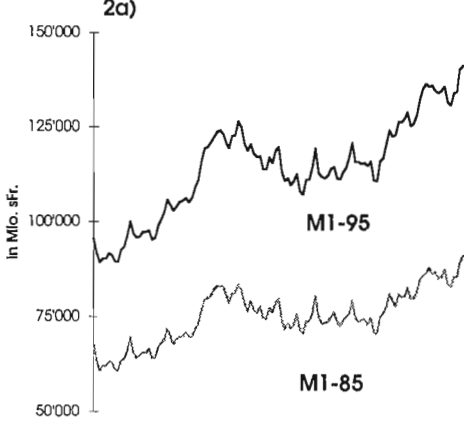
Die *Grafiken 2c* und *2d* zeigen den Verlauf der Geldmenge M_2 . Die Unterschiede zwischen den beiden Definitionen sind augenfälliger als bei M_1 . Da die Spargelder die Termingelder übertreffen, liegt das neue Aggregat M_2 deutlich höher als das alte. Die Veränderungsrate entwickeln sich ausserdem gegenläufig: Ein Anstieg des Wachstums nach der alten Definition ging in der Regel mit einem Rückgang nach der neuen einher. Dies ist darauf zurückzuführen, dass steigende kurzfristige Zinssätze Umschichtungen von Spar- in Termineinlagen auslösen. Die Ende der achtziger Jahre eingeleitete restriktive Geldpolitik, die zu einem massiven Anstieg der kurzfristigen Zinssätze führte, schlug sich deshalb in einer starken Zunahme des alten M_2 nieder. Das neue M_2 wuchs

⁴ Unter den Termineinlagen figurieren allerdings auch solche, deren Laufzeiten kürzer als die Kündigungsfristen der Sparkonti sind.

⁵ Vgl. dazu Robert Fluri, «Grundlagen zur Revision der Geldaggregate im Jahre 1995», Geld, Währung und Konjunktur, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, Nr. 1, März 1995.

Für die Transaktionskonti liegt von 1985 bis 1992 eine Beobachtung pro Jahr vor. Für die gebundenen Vorsorgegelder gibt es von 1985 bis 1987 einige grobe Hinweise und von 1988 bis 1992 eine Beobachtung pro Jahr.

Grafik 2: Bestand und Wachstum der Geldaggregate M_1 , M_2 und M_3 nach alter (1985) und neuer (1995) Definition



dagegen verlangsamt und nahm vorübergehend sogar ab.

Die *Grafiken 2e* und *2f* zeigen den Verlauf des alten und neuen Aggregats M_3 . Da sich die beiden Definitionen nur in der Behandlung der gebundenen Vorsorgegelder, die Ende 1994 4,5% des alten Aggregats ausmachten, unterscheiden, ist der Verlauf der beiden Kurven beinahe identisch.

Die im Anhang veröffentlichten Zeitreihen der Aggregate M_1 , M_2 und M_3 sind für viele Zwecke nicht genügend lang. Berechnungen nach neuer Definition für die Jahre vor 1985 stossen allerdings auf Datenprobleme, die Kompromisse notwendig machen. Daten, die Liechtenstein einschliessen, liegen wie erwähnt erst ab Dezember 1984 vor. Davon sind alle Aggregate betroffen. Darüber hinaus wird die Berechnung von M_1 durch das Fehlen von Daten über die Bestände auf Transaktions-

konti beeinträchtigt, während die fehlenden Angaben über gebundene Vorsorgegelder einen Unsicherheitsfaktor für M_2 und M_3 darstellen. Es ist indessen vertretbar, die Entwicklung der Transaktionskonti zwischen Januar 1976 und November 1984 durch die Lohnkonti anzunähern.⁶ Ende 1984 machten letztere gut die Hälfte der Bestände auf Transaktionskonti aus. Die gebundenen Vorsorgegelder wiederum dürften vor 1985 sehr gering gewesen sein, wie aus der *Grafik 2e* ersichtlich ist.⁷

Die Nationalbank stellt auch für den Zeitraum von Januar 1976 bis Dezember 1984 Geldmengenreihen nach der Definition 1995 (allerdings ohne Liechtenstein) zur Verfügung. Diese Reihen können bei der Nationalbank bezogen werden.⁸ Der im vorliegenden Heft abgedruckte Aufsatz von Robert Fluri gibt Aufschluss über die Konstruktion dieser Daten.

⁶ Die Lohnkonti wurden von Januar 1976 bis November 1984 monatlich erfasst. Vgl. dazu Robert Fluri a.a.O.

⁷ Die steuerliche Abzugsberechtigung für Beiträge an anerkannte Vorsorgeformen trat am 1. Januar 1987 rückwirkend auf den 1. Januar 1985 in Kraft.

⁸ Adresse: Schweizerische Nationalbank, Ressort Statistik, Postfach, CH-8022 Zürich.

Anhang – Annexe

Entwicklung der Geldmenge – Evolution des agrégats monétaires in Millionen Franken – en millions de francs

Monats- ende	Bargeld- umlauf	Sicht- einlagen ¹	Trans- aktions- konti	Geld- menge M ₁	Spar- einlagen ²	Vorsorge- gelder	Geld- menge M ₂	Termin- einlagen	Geld- menge M ₃
Fin de mois	Numé- raire en circulation	Dépôts à vue ¹	Comptes de trans- actions	Masse monétaire M ₁ (=1+2+3)	Dépôts d'épargne ²	Comptes de pré- voyance	Masse monétaire M ₂ (=4+5-6)	Dépôts à terme	Masse monétaire M ₃ (=7+8)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1984									
Dez.-Déc.	23 750	44 363	27 320	95 432	111 627	1 131	205 928	47 067	252 995
1985									
Jan.-Jan.	22 193	41 554	28 005	91 752	111 975	1 158	202 569	50 251	252 820
Feb.-Fév.	22 235	38 649	28 443	89 327	112 221	1 187	200 361	53 059	253 420
März-Mars	22 317	39 593	28 280	90 191	112 121	1 216	201 096	55 346	256 442
April-Avril	21 967	39 960	28 387	90 315	111 382	1 246	200 451	56 798	257 249
Mai-Mai	22 105	40 754	28 843	91 703	111 123	1 276	201 550	57 145	258 695
Juni-Juin	22 225	40 754	28 269	91 248	110 977	1 307	200 918	56 940	257 858
Juli-Juillet	21 624	39 762	28 156	89 542	110 421	1 339	198 624	58 101	256 725
Aug.-Août	21 735	38 938	28 648	89 321	110 278	1 372	198 227	57 454	255 681
Sep.-Sep.	21 762	41 550	29 200	92 512	110 437	1 406	201 543	57 866	259 409
Okt.-Oct.	21 747	42 006	29 502	93 255	110 535	1 440	202 350	58 709	261 059
Nov.-Nov.	22 253	43 405	30 589	96 248	111 358	1 475	206 131	55 768	261 899
Dez.-Déc.	23 280	46 148	30 570	99 998	115 302	1 614	213 686	54 216	267 902
1986									
Jan.-Jan.	22 366	43 284	31 199	96 849	117 065	1 748	212 166	55 588	267 754
Feb.-Fév.	22 285	41 842	31 633	95 760	118 179	1 799	212 140	55 775	267 915
März-Mars	22 504	42 126	31 425	96 055	118 755	1 816	212 994	55 277	268 271
April-Avril	22 104	43 614	31 501	97 219	118 790	1 848	214 161	57 845	272 006
Mai-Mai	22 053	43 380	31 885	97 318	119 163	1 862	214 619	58 434	273 053
Juni-Juin	22 057	44 473	31 141	97 670	118 321	1 879	214 112	61 117	275 229
Juli-Juillet	21 889	42 311	31 023	95 224	117 897	1 898	211 223	64 549	275 772
Aug.-Août	22 079	42 124	31 597	95 800	118 482	1 917	212 365	62 667	275 032
Sep.-Sep.	22 026	44 811	32 244	99 081	118 651	1 931	215 801	62 083	277 884
Okt.-Oct.	22 203	45 956	32 594	100 753	119 367	1 950	218 170	62 351	280 521
Nov.-Nov.	22 748	46 224	33 856	102 828	120 162	1 972	221 018	60 541	281 559
Dez.-Déc.	24 408	47 381	33 962	105 751	122 851	2 158	226 444	61 537	287 981
1987									
Jan.-Jan.	22 857	46 780	34 551	104 188	124 723	2 336	226 575	61 117	287 692
Feb.-Fév.	22 852	44 891	35 228	102 971	125 677	2 405	226 243	61 868	288 111
März-Mars	22 672	46 235	35 143	104 050	126 383	2 428	228 005	65 069	293 074
April-Avril	22 776	46 817	35 596	105 189	127 032	2 471	229 750	65 928	295 678
Mai-Mai	22 723	46 849	35 956	105 528	127 656	2 489	230 695	65 573	296 268
Juni-Juin	22 836	48 040	35 296	106 173	127 797	2 512	231 458	67 137	298 595
Juli-Juillet	22 653	46 927	35 536	105 116	128 439	2 538	231 017	69 033	300 050
Aug.-Août	22 591	47 248	36 459	106 298	129 456	2 563	233 200	68 596	301 796
Sep.-Sep.	22 784	48 808	37 483	109 075	129 429	2 582	235 922	70 174	306 096
Okt.-Oct.	23 023	50 045	38 016	111 084	129 923	2 606	238 401	71 753	310 154
Nov.-Nov.	23 486	52 894	39 613	115 992	130 080	2 637	243 435	69 867	313 302
Dez.-Déc.	24 641	54 786	39 784	119 211	133 415	2 884	249 742	69 699	319 441

¹ Ohne Bestände der Lohnkonti auf Sicht (Transaktionskonti). – Sans les comptes salaires à vue (comptes de transactions).

² Ohne Spar- und Depositenkonti, die vor allem Zahlungszwecken dienen (Transaktionskonti). – Sans les livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts, qui servent principalement au trafic des paiements (comptes de transactions).

Monats- ende	Bargeld- umlauf	Sicht- einlagen ¹	Trans- aktions- konti	Geld- menge M ₁	Spar- einlagen ²	Vorsorge- gelder	Geld- menge M ₂	Termin- einlagen	Geld- menge M ₃
Fin de mois	Numé- raire en circulation	Dépôts à vue ¹	Comptes de trans- actions	Masse monétaire M ₁	Dépôts d'épargne ²	Comptes de pré- voyance	Masse monétaire M ₂	Dépôts à terme	Masse monétaire M ₃
	1	2	3	(=1+2+3) 4	5	6	(=4+5-6) 7	8	(=7+8) 9
1988									
Jan.-Jan.	23 680	56 140	39 917	119 737	137 279	3 123	253 893	65 719	319 612
Feb.-Fév.	23 608	56 746	40 619	120 973	139 842	3 214	257 601	63 437	321 038
März-Mars	23 927	58 119	40 221	122 267	142 174	3 246	261 195	63 025	324 220
April-Avril	23 809	59 230	40 634	123 673	143 639	3 303	264 009	65 043	329 052
Mai-Mai	23 726	59 113	41 202	124 041	144 693	3 327	265 407	65 514	330 921
Juni-Juin	23 954	58 994	40 176	123 124	144 359	3 358	264 125	65 442	329 567
Juli-Juillet	23 810	56 764	40 115	120 689	144 297	3 392	261 594	69 801	331 395
Aug.-Août	23 899	54 656	40 819	119 374	144 348	3 426	260 296	70 985	331 281
Sep.-Sep.	24 195	56 734	41 697	122 626	143 570	3 451	262 745	70 311	333 056
Okt.-Oct.	24 116	57 089	41 665	122 870	143 908	3 484	263 294	70 213	333 507
Nov.-Nov.	24 668	58 743	43 029	126 440	143 018	3 525	265 933	69 537	335 470
Dez.-Déc.	26 301	55 744	42 833	124 878	143 825	3 856	264 847	72 370	337 217
1989									
Jan.-Jan.	24 802	53 841	41 915	120 558	143 060	4 175	259 443	80 447	339 890
Feb.-Fév.	24 728	51 708	42 289	118 725	141 867	4 297	256 295	84 974	341 269
März-Mars	24 913	54 134	41 265	120 312	140 649	4 339	256 622	89 324	345 946
April-Avril	24 814	51 928	41 155	117 897	138 984	4 415	252 466	94 717	347 183
Mai-Mai	24 384	51 425	41 236	117 045	135 803	4 448	248 400	101 773	350 173
Juni-Juin	24 551	53 053	39 785	117 389	132 058	4 489	244 958	105 544	350 502
Juli-Juillet	24 254	50 446	39 160	113 860	130 673	4 535	239 998	108 517	348 515
Aug.-Août	24 273	50 064	39 403	113 740	130 635	4 579	239 796	109 424	349 220
Sep.-Sep.	24 444	52 705	39 845	116 994	129 712	4 614	242 092	109 962	352 054
Okt.-Oct.	24 209	51 836	39 446	115 491	128 750	4 657	239 584	113 234	352 818
Nov.-Nov.	24 698	53 669	40 422	118 789	127 576	4 712	241 653	113 510	355 163
Dez.-Déc.	26 164	53 338	40 118	119 620	130 387	5 155	244 852	112 624	357 476
1990									
Jan.-Jan.	24 303	49 912	38 824	113 039	127 126	5 582	234 583	121 093	355 676
Feb.-Fév.	24 234	47 399	39 058	110 691	124 925	5 744	229 872	123 862	353 734
März-Mars	24 183	49 235	37 972	111 390	123 432	5 801	229 021	125 886	354 907
April-Avril	23 939	47 863	37 804	109 606	122 696	5 902	226 400	128 325	354 725
Mai-Mai	23 821	48 808	37 972	110 601	121 565	5 946	226 220	128 326	354 546
Juni-Juin	23 997	51 615	36 936	112 548	121 022	6 000	227 570	126 005	353 575
Juli-Juillet	23 811	47 918	36 296	108 025	120 340	6 062	222 303	128 414	350 717
Aug.-Août	23 756	46 757	36 705	107 218	119 632	6 122	220 728	131 611	352 339
Sep.-Sep.	23 842	49 795	37 383	111 020	120 074	6 167	224 927	133 369	358 296
Okt.-Oct.	23 855	50 000	37 229	111 084	119 529	6 226	224 387	133 568	357 955
Nov.-Nov.	24 453	51 272	38 645	114 370	119 859	6 299	227 930	132 652	360 582
Dez.-Déc.	26 342	54 188	38 722	119 252	123 942	6 891	236 303	129 638	365 941
1991									
Jan.-Jan.	24 593	50 506	37 878	112 977	123 805	7 462	229 320	134 146	363 466
Feb.-Fév.	24 735	48 319	38 833	111 887	124 575	7 679	228 783	133 052	361 835
März-Mars	24 883	48 411	38 191	111 485	125 504	7 755	229 234	134 786	364 020
April-Avril	24 686	48 937	38 434	112 057	125 547	7 890	229 714	135 584	365 298
Mai-Mai	24 589	50 220	39 121	113 930	125 118	7 949	231 099	135 292	366 391
Juni-Juin	24 743	51 306	38 377	114 426	126 133	8 021	232 538	132 216	364 754

¹ Ohne Bestände der Lohnkonti auf Sicht (Transaktionskonti). – Sans les comptes salaires à vue (comptes de transactions).

² Ohne Spar- und Depositionskonti, die vor allem Zahlungszwecken dienen (Transaktionskonti). – Sans les livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts, qui servent principalement au trafic des paiements (comptes de transactions).

Révision de la statistique monétaire

La Banque nationale a modifié la définition des agrégats monétaires M_1 , M_2 et M_3 . Ces adaptations tiennent compte de la diversité accrue des comptes d'épargne et visent à rendre plus logique l'agrégation des données. A l'avenir, le Bulletin mensuel renseignera sur l'évolution des masses monétaires établies selon leur nouvelle définition. Cependant, les composantes des agrégats seront publiées de manière telle qu'il sera toujours possible de calculer les masses monétaires selon la définition de 1985.

Le présent article donne un aperçu des adaptations, mais aussi des raisons qui ont incité à procéder à une révision. Pour la période allant de décembre 1984 à décembre 1994, les masses monétaires ont été recalculées selon leur nouvelle définition. Ces données sont publiées en annexe.

1. La nouvelle définition

Depuis 1975, la Banque nationale distingue trois agrégats monétaires, soit M_1 , M_2 et M_3 ¹. Dans sa définition de 1985, l'agrégat M_1 – la masse monétaire au sens étroit – était formé du numéraire détenu par le public et des dépôts à vue en francs que les résidents détiennent dans les banques et en comptes de chèques postaux. M_2 englobait M_1 et les dépôts à terme, en francs, des résidents. Quant à l'agrégat M_3 , il était constitué de M_2 et des dépôts d'épargne (livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts) détenus en francs par les résidents. Ces dépôts d'épargne comprenaient également les comptes de prévoyance ainsi que les comptes de transactions qui, par leurs caractéristiques, se prêtent bien au trafic des paiements.²

La nouvelle définition des agrégats monétaires entraîne trois modifications: 1) Les comptes de transactions sont exclus des dépôts d'épargne et entrent dans la composition de M_1 ; 2) les comptes de prévoyance sont sortis des dépôts d'épargne; 3) les dépôts d'épargne remplacent les dépôts à terme dans M_2 .

Le *tableau 1* précise la composition des agrégats M_1 , M_2 et M_3 dans leur définition de 1995. La nou-

velle masse monétaire M_1 est fondamentalement semblable à l'ancienne, à l'exception toutefois des comptes de transactions qui entrent dans la définition de 1995. M_1 englobe donc le numéraire en circulation, les dépôts à vue et les comptes de transactions. De son côté, le nouvel agrégat M_2 est constitué de M_1 , dans sa nouvelle définition, et des dépôts d'épargne nets des comptes de prévoyance et des comptes de transactions. Enfin, le troisième agrégat, soit M_3 , est formé de M_2 , dans sa nouvelle définition, et des dépôts à terme. Le *tableau 2* indique les différences entre la nouvelle et l'ancienne définition des trois agrégats monétaires.

2. Les motifs de la révision

Les agrégats monétaires servent à suivre l'évolution de la monnaie que le système bancaire crée avec l'institut d'émission³. Leur définition pose des problèmes parce que la monnaie peut être utilisée comme instrument d'échange, mais également comme réserve de valeur. Aussi toute définition de la masse monétaire comporte-t-elle une part d'arbitraire. Dans la plupart des pays, la définition de M_1 repose sur l'aspect instrument d'échange de la monnaie. Dans les autres dépôts

¹ Les modifications de 1975 ont été commentées dans «Révision de la statistique concernant la masse monétaire», annexe au Bulletin mensuel de la Banque nationale suisse, fascicule no 8, août 1975, et celles de 1985, dans l'article «Révision de la statistique monétaire» qui a été publié dans Monnaie et conjoncture, le bulletin trimestriel de la BNS (no 1, mars 1985).

² Selon la formule d'enquête M005 de la BNS, les comptes de transactions englobent les comptes salaires, les comptes privés et/ou d'autres comptes offrant la plupart des prestations suivantes: ordres de paiement, prélèvements aux distributeurs de billets, cartes de débit et de crédit, vidéotext («home banking»), possibilités de découvert. Les comptes de prévoyance comprennent les dépôts sur les comptes de libre passage (2^e pilier) et les fonds de la prévoyance Ilée (3^e pilier).

³ La statistique monétaire repose sur les bilans mensuels et annuels que les banques et sociétés financières en Suisse remettent à la Banque nationale. En janvier 1993, le nombre des établissements qui transmettent mensuellement leur bilan a passé de 64 à environ 340.

Monats- ende	Bargeld- umlauf	Sicht- einlagen ¹	Trans- aktions- konti	Geld- menge M ₁	Spar- einlagen ²	Vorsorge- gelder	Geld- menge M ₂	Termin- einlagen	Geld- menge M ₃
Fin de mois	Numé- raire en circulation	Dépôts à vue ¹	Comptes de trans- actions	Masse monétaire M ₁ (=1+2+3)	Dépôts d'épargne ²	Comptes de pré- voyance	Masse monétaire M ₂ (=4+5-6)	Dépôts à terme	Masse monétaire M ₃ (=7+8)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1991									
Juli-Juillet	24 584	49 067	37 810	111 461	124 863	8 104	228 220	135 099	363 319
Aug.-Août	24 624	48 080	38 455	111 159	125 461	8 184	228 436	134 409	362 845
Sep.-Sep.	24 594	49 526	39 174	113 294	125 554	8 245	230 603	134 103	364 706
Okt.-Oct.	24 738	49 995	39 295	114 028	125 353	8 323	231 058	136 089	367 147
Nov.-Nov.	25 157	50 868	41 449	117 474	125 847	8 421	234 900	133 556	368 456
Dez.-Déc.	26 298	52 783	41 669	120 750	130 997	9 212	242 535	132 012	374 547
1992									
Jan.-Jan.	25 015	49 884	40 878	115 777	131 230	9 975	237 032	132 725	369 757
Feb.-Fév.	24 956	48 870	42 029	115 855	132 170	10 266	237 759	132 104	369 863
März-Mars	24 907	49 238	41 147	115 292	132 170	10 367	237 095	133 422	370 517
April-Avril	24 981	49 334	41 209	115 524	131 919	10 547	236 896	138 116	375 012
Mai-Mai	24 856	48 066	41 841	114 763	132 028	10 626	236 165	139 557	375 722
Juni-Juin	24 767	50 093	41 003	115 863	130 850	10 723	235 990	137 983	373 973
Juli-Juillet	24 514	46 476	39 908	110 898	129 312	10 834	229 376	141 154	370 530
Aug.-Août	24 481	45 964	40 292	110 737	130 165	10 940	229 962	140 129	370 091
Sep.-Sep.	24 461	50 453	41 096	116 010	130 304	11 022	235 292	137 043	372 335
Okt.-Oct.	24 497	51 331	40 972	116 800	132 376	11 127	238 049	134 204	372 253
Nov.-Nov.	24 979	52 496	43 082	120 557	135 944	11 257	245 244	132 356	377 600
Dez.-Déc.	26 851	54 042	43 166	124 059	143 722	12 315	255 466	125 643	381 109
1993									
Jan.-Jan.	25 427	53 644	43 510	122 581	148 307	13 327	257 561	123 257	380 818
Feb.-Fév.	25 196	52 482	45 265	122 943	152 615	13 699	261 859	119 548	381 407
März-Mars	25 249	55 728	45 420	126 397	156 336	13 816	268 917	117 456	386 373
April-Avril	25 243	54 958	46 146	126 347	158 618	14 037	270 928	117 023	387 951
Mai-Mai	25 189	55 046	47 152	127 387	160 912	14 122	274 177	111 816	385 993
Juni-Juin	25 126	57 609	46 345	129 080	161 487	14 237	276 330	108 401	384 731
Juli-Juillet	24 913	54 897	45 499	125 309	163 015	14 370	273 954	110 976	384 930
Aug.-Août	24 829	54 935	46 160	125 924	164 459	14 487	275 896	109 517	385 413
Sep.-Sep.	25 140	56 382	46 650	128 172	166 031	14 580	279 623	107 794	387 417
Okt.-Oct.	25 202	59 609	47 674	132 485	167 863	14 704	285 644	107 113	392 757
Nov.-Nov.	25 703	60 122	49 502	135 327	170 196	14 825	290 698	106 305	397 003
Dez.-Déc.	26 963	59 566	50 064	136 593	178 412	16 195	298 810	103 346	402 156
1994									
Jan.-Jan. ^P	25 312	62 424	48 254	135 990	183 624	17 292	302 322	103 251	405 573
Feb.-Fév. ^P	25 888	60 504	49 726	136 118	186 124	17 384	304 858	104 502	409 360
März-Mars ^P	25 842	60 908	48 016	134 766	186 613	17 536	303 843	103 687	407 530
April-Avril ^P	25 533	59 495	49 208	134 236	187 306	17 554	303 988	106 392	410 380
Mai-Mai ^P	25 333	60 088	49 408	134 829	187 647	17 646	304 830	104 559	409 389
Juni-Juin ^P	25 753	61 606	48 556	135 915	185 977	17 812	304 080	102 851	406 931
Juli-Juillet ^P	25 556	58 167	48 005	131 728	184 635	17 901	298 462	104 026	402 488
Aug.-Août ^P	25 434	57 416	48 081	130 931	184 453	18 023	297 361	103 359	400 720
Sep.-Sep. ^P	25 564	59 872	48 706	134 142	184 869	17 991	301 020	102 333	403 353
Okt.-Oct. ^P	25 415	60 011	49 107	134 533	185 347	18 022	301 858	103 746	405 604
Nov.-Nov. ^P	25 921	63 282	51 050	140 253	185 893	18 097	308 049	101 906	409 955
Dez.-Déc. ^P	27 817	63 059	50 489	141 365	189 441	19 266	311 540	101 600	413 140

¹ Ohne Bestände der Lohnkonti auf Sicht (Transaktionskonti). – Sans les comptes salaires à vue (comptes de transactions).

² Ohne Spar- und Depositenkonti, die vor allem Zahlungszwecken dienen (Transaktionskonti). – Sans les livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts, qui servent principalement au trafic des paiements (comptes de transactions).

^P provisorisch – Chiffres provisoires

Tableau 1:
Nouvelle définition des agrégats monétaires (1995)

	Fin 1994 (en millions de francs)
Masse monétaire M₁	141 365
Numéraire en circulation (composante de M ₁)	27 817
Billets et monnaies divisionnaires en circulation	32 544
+ Déposants à la BNS	105
+ Avoirs du commerce et de l'industrie en comptes à vue à la BNS	50
- Billets et monnaies divisionnaires détenus par les banques et les PTT	4 882
Dépôts à vue (composante de M ₁)	63 059
Dépôts à vue détenus en francs, par les résidents, dans les banques	50 822
+ Total des avoirs en comptes de chèques postaux	15 518
- Comptes salaires (extraits des dépôts à vue) détenus en francs, par les résidents, dans les banques	1 801
- Avoirs des banques et de la Confédération en comptes de chèques postaux	1 480
Comptes de transactions (composante de M ₁)	50 489
Comptes de transactions (extraits des livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts) détenus en francs, par les résidents, dans les banques	48 688
+ Comptes salaires (extraits des dépôts à vue) détenus en francs, par les résidents, dans les banques	1 801
Masse monétaire M₂	311 540
Masse monétaire M ₁	141 365
Dépôts d'épargne (composante de M ₂)	170 175
Livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts détenus en francs, par les résidents, dans les banques	238 129
- Comptes de transactions (extraits des livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts) détenus en francs, par les résidents, dans les banques	48 688
- Comptes de prévoyance (extraits des livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts) détenus en francs, par les résidents, dans les banques	19 266
Masse monétaire M₃	413 140
Masse monétaire M ₂	311 540
Dépôts à terme détenus en francs, par les résidents, dans les banques	101 600

Tableau 2:
Différences entre l'ancienne et la nouvelle définition des agrégats monétaires

	Fin 1994 (en millions de francs)
M₁ (définition 1995)	141 365
M ₁ (définition 1985)	90 876
+ Comptes de transactions (extraits des livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts) détenus en francs, par les résidents, dans les banques	48 688
+ Comptes salaires (extraits des dépôts à vue) détenus en francs, par les résidents, dans les banques	1 801
M₂ (définition 1995)	311 540
M ₂ (définition 1985)	192 476
+ Dépôts d'épargne (livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts) détenus en francs, par les résidents, dans les banques ¹⁾	238 129
+ Comptes salaires (extraits des dépôts à vue) détenus en francs, par les résidents, dans les banques	1 801
- Dépôts à terme détenus en francs, par les résidents, dans les banques	101 600
- Comptes de prévoyance et de libre passage (extraits des livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts) détenus en francs, par les résidents, dans les banques	19 266
M₃ (définition 1995)	413 140
M ₃ (définition 1985)	432 406
- Comptes de prévoyance et de libre passage (extraits des livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts) détenus en francs, par les résidents, dans les banques	19 266

¹⁾ y compris les comptes de transactions

qui sont ajoutés à cet agrégat pour former M_2 et M_3 , l'aspect réserve de valeur est plus marqué. Il s'agit de placements qui sont de proches substituts des actifs compris dans M_1 . Ces placements sont toutefois soit temporairement liés, soit, pour d'autres raisons, pas immédiatement utilisables comme moyens de paiement.

La présente révision des agrégats monétaires est le résultat d'une réévaluation conceptuelle des dépôts d'épargne (les livrets, carnets et comptes d'épargne et de dépôts) inclus jusqu'ici dans M_3 . Ces fonds peuvent être répartis en trois groupes par ordre décroissant de liquidité: les comptes de transactions, les autres dépôts d'épargne – pour l'essentiel les comptes d'épargne traditionnels – et les comptes de prévoyance. Ces derniers ne figurent plus dans les agrégats monétaires, alors que les comptes de transactions entrent dans la composition de M_1 et que les autres dépôts d'épargne remplacent les fonds à terme dans M_2 .

Les comptes de transactions sortent des dépôts d'épargne pour entrer dans la composition de M_1

Les comptes de transactions se distinguent des comptes d'épargne traditionnels par trois caractéristiques: la limite fixée pour les retraits est plus élevée, les prestations offertes en matière de trafic des paiements sont plus étendues et la

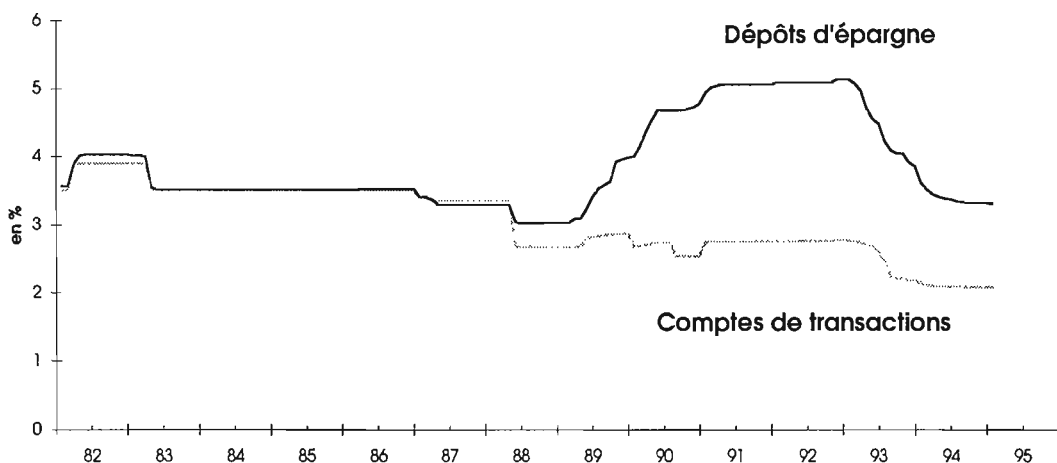
rémunération est inférieure. Par ces propriétés, les comptes de transactions se rapprochent ainsi des comptes courants et, partant, des dépôts à vue.

Les banques n'ont pas toujours opéré une distinction claire entre la rémunération des comptes de transactions et celle des comptes d'épargne. Après le lancement des comptes de transactions dès les années soixante, elles ont appliqué à ces comptes, dans une première phase, une rémunération semblable à celle des dépôts d'épargne. La Banque nationale a décidé par conséquent de mettre ces deux types de dépôts sur le même pied dans la statistique monétaire. Le *graphique 1* montre l'évolution, depuis 1982, des rémunérations servies sur les comptes de transactions et sur les comptes d'épargne. Il en ressort clairement que ces rémunérations sont restées approximativement égales jusqu'en 1987. Au cours des années suivantes, le taux des comptes de transactions est devenu nettement inférieur à celui des comptes d'épargne et a fluctué moins fortement que celui-ci.

Les comptes de prévoyance sont exclus des dépôts d'épargne et de M_3

Pour l'essentiel, les comptes de prévoyance sont constitués des comptes de libre passage qui ont été ouverts dans le cadre de la prévoyance pro-

Graphique 1: Taux d'intérêt sur les dépôts d'épargne et les comptes de transactions



fessionnelle obligatoire (2e pilier) et des comptes se rapportant à la prévoyance individuelle et volontaire (3e pilier). Cette épargne de prévoyance bénéficie d'avantages fiscaux et sa rémunération est supérieure à celle des livrets d'épargne traditionnels. L'écart entre ces deux rémunérations est d'environ 2 points actuellement. En contrepartie, l'investisseur s'engage à maintenir cette épargne bloquée à long terme. Il peut demander un versement au plus tôt cinq ans avant l'âge donnant droit à une rente AVS. Des retraits de fonds à une date plus rapprochée ne sont possibles que dans quelques cas bien précis (financement de la propriété d'un logement pour ses propres besoins, par exemple). Les comptes de prévoyance ne sont donc pas des substituts des moyens de paiement. Aussi sont-ils exclus de la statistique monétaire.

Les dépôts d'épargne remplacent les dépôts à terme dans M₂

Selon l'ancienne définition des agrégats monétaires, les dépôts à terme étaient une composante de M₂, alors que les dépôts d'épargne n'entraient que dans M₃. Aucun argument convaincant ne peut être avancé pour justifier ces choix. Contrairement à l'investisseur qui détient des dépôts à terme, le titulaire d'un dépôt d'épargne peut en tout temps, et sans délai, opérer des retraits jusqu'à une certaine limite. Ainsi, la liquidité des dépôts d'épargne est entre celle des dépôts à vue et celle des dépôts à terme⁴. Cette situation est identique sur le plan de la rémunération. Les taux d'intérêt appliqués aux comptes d'épargne traditionnels sont en général plus élevés que ceux des comptes courants et des comptes de transactions, mais inférieurs aux rémunérations des dépôts à terme. Celui qui détient des dépôts d'épargne est donc disposé à recevoir une rémunération moins élevée que sur les dépôts à terme, l'écart étant notamment le prix à payer pour une liquidité accrue.

3. Séries chronologiques répondant à la nouvelle définition

Les agrégats M₁, M₂ et M₃ ainsi que leurs composantes ont été calculés, selon la nouvelle défini-

tion, afin que des données soient disponibles depuis décembre 1984, soit depuis la date de la précédente révision qui avait inclus la Principauté de Liechtenstein dans la zone déclarante. Ces données sont publiées en annexe. Leur calcul a toutefois soulevé quelques difficultés, étant donné que les comptes de transactions et les comptes de prévoyance n'ont pu faire l'objet d'un recensement mensuel entre décembre 1984 et décembre 1992. Les valeurs mensuelles ont donc dû être en partie estimées⁵.

Les *graphiques 2a à 2f* montrent l'évolution, de 1985 à 1994, des agrégats monétaires M₁, M₂ et M₃ selon l'ancienne et la nouvelle définition. Durant cette période, la croissance de la masse monétaire a sensiblement fluctué, et le renchérissement a suivi la même évolution, avec un décalage d'environ trois ans. Chaque agrégat est représenté sur deux graphiques, l'un indiquant les valeurs de l'agrégat en milliards de francs, et l'autre, les taux annuels de variation.

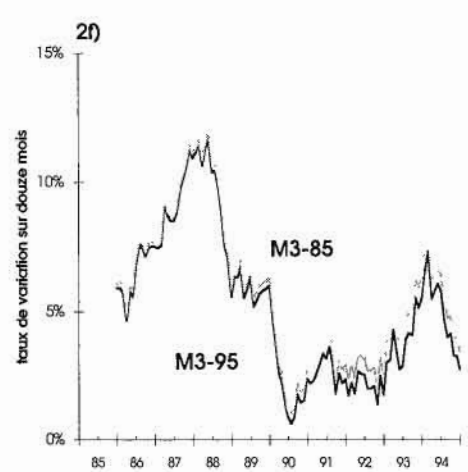
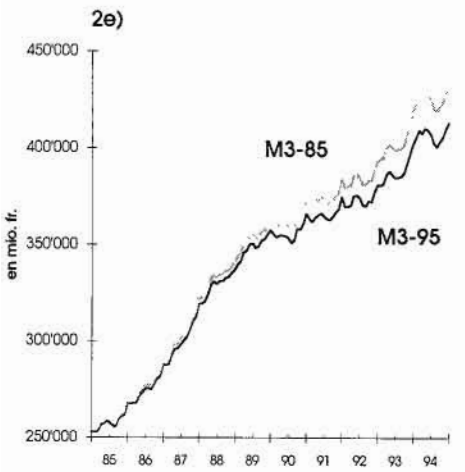
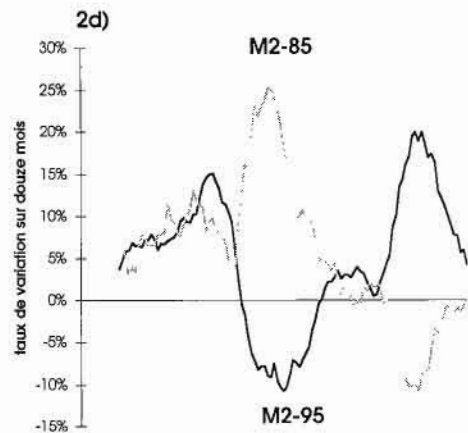
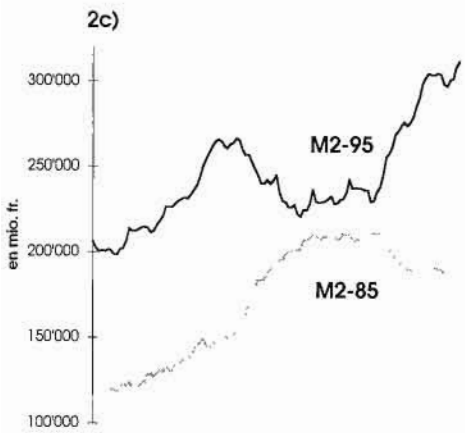
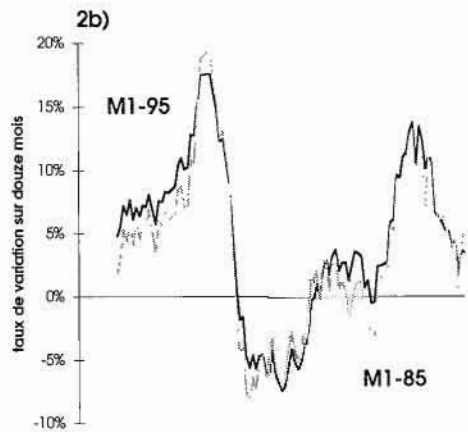
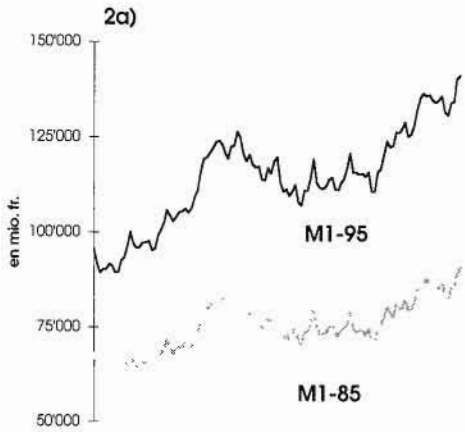
L'évolution de M₁, dans son ancienne et sa nouvelle définition, est présentée dans les *graphiques 2a* et *2b*. Le *graphique 2a* montre que les comptes de transactions – correspondant à l'écart entre les deux courbes – représentent une part importante de la nouvelle masse monétaire M₁. Cette part s'est accrue, passant de 28,6% à la fin de 1984 à 35,7% à la fin de 1994. Par conséquent, les taux annuels de variation du nouvel agrégat M₁ (voir *graphique 2b*) sont en général légèrement supérieurs à ceux de l'ancien agrégat.

Les *graphiques 2c* et *2d* décrivent l'évolution de la masse monétaire M₂. Les écarts entre l'ancienne et la nouvelle définition sont ici plus frappants que ceux des *graphiques 2a* et *2b*. Le volume des fonds d'épargne dépassant celui des dépôts à

⁴ Parmi les dépôts à terme, il existe toutefois des fonds dont les durées sont plus courtes que les délais de dénonciation qui sont prévus pour les comptes d'épargne.

⁵ Voir à ce sujet Robert Fluri, «Grundlagen zur Revision der Geldaggregate im Jahre 1995», Monnaie et conjoncture, bulletin trimestriel de la BNS, no 1, mars 1995. Pour les comptes de transactions, une seule observation est disponible par an, de 1985 à 1992. Sur les comptes de prévoyance, il existe quelques informations sporadiques concernant les années 1985 à 1987 et une observation par an entre 1988 et 1992.

Graphique 2: Evolution des agrégats monétaires M_1 , M_2 et M_3 , selon l'ancienne (1985) et la nouvelle (1995) définition



terme, la courbe du nouvel agrégat M_2 évolue nettement au-dessus de celle de l'ancien. En outre, les taux de variation marquent des tendances opposées: quand la croissance selon l'ancienne définition s'accélère, on observe généralement une décélération du rythme de progression dans la nouvelle définition. Ces mouvements opposés s'expliquent par le fait qu'une hausse des taux d'intérêt à court terme entraîne des transferts de fonds des dépôts d'épargne vers les dépôts à terme. La forte augmentation que les rémunérations à court terme ont enregistrée à la suite du resserrement des rênes monétaires vers la fin des années quatre-vingt a provoqué par conséquent un substantiel accroissement de M_2 dans son ancienne définition; mais, selon sa nouvelle définition, l'agrégat a progressé plus lentement et a même diminué par moments.

Les *graphiques 2e* et *2f* montrent l'évolution de l'ancien et du nouvel agrégat M_3 . Les deux définitions ne divergeant que sur le traitement des comptes de prévoyance, les deux courbes sont quasiment identiques. A fin 1994, les comptes de prévoyance constituaient 4,5% de l'ancien agrégat.

Les séries chronologiques publiées en annexe pour M_1 , M_2 et M_3 portent sur une période qui sera jugée trop brève par nombre d'utilisateurs. Pour les années antérieures à 1985, la reconstitution des agrégats monétaires selon leur définition de 1995 se heurte toutefois à des problèmes de données, problèmes qui ne peuvent être résolus sans compromis. Des données incluant la Principauté de Liechtenstein ne sont disponibles que pour la période postérieure à décembre 1984. Cette lacune a des répercussions sur tous les agrégats. De surcroît, l'absence de données sur les comptes de transactions complique le calcul de M_1 , alors que le manque d'informations sur les comptes de prévoyance est un facteur d'incertitude pour M_2 et M_3 . Il est toutefois raisonnable d'estimer l'évolution des comptes de transactions entre janvier 1976 et novembre 1984 en partant des comptes salaires⁶. A fin 1984, les comptes salaires constituaient un peu plus de la moitié des comptes de transactions. Quant aux comptes de prévoyance, ils représentaient probablement des montants très faibles avant 1985, comme l'indique le *graphique 2e*.⁷

Des séries de données sur les agrégats monétaires, établies selon la définition de 1995 (mais sans la Principauté de Liechtenstein) pour la période allant de janvier 1976 à décembre 1984 sont disponibles à la Banque nationale⁸. Un article de Robert Fluri sur le calcul de ces données est publié dans le présent bulletin.

⁶ Les comptes salaires ont fait l'objet d'un recensement mensuel entre janvier 1976 et novembre 1984. Voir Robert Fluri, cité ci-dessus.

⁷ Les déductions fiscales en faveur des montants investis sous des formes reconnues de prévoyance sont entrées en vigueur le 1er janvier 1987, avec effet rétroactif au 1er janvier 1985.

⁸ Adresse: Banque nationale suisse, Direction de la statistique, case postale, CH-8022 Zurich.

Grundlagen zur Revision der Geldaggregate im Jahre 1995

Robert Fluri*

1. Einleitung

Die Banken begannen Ende der achtziger Jahre, auf Spar- und Depositeneinlagen, die vor allem zu Zahlungszwecken verwendet werden, deutlich weniger Zins zu vergüten als auf Einlagen, die in erster Linie der Wertaufbewahrung dienen. Die unterschiedliche Verzinsung weist auf den unterschiedlichen Liquiditätsgehalt der beiden Einlageformen hin: Diese Entwicklung war ein wichtiger Grund, die Zusammensetzung der Geldaggregate zu überprüfen und zu revidieren (Schweizerische Nationalbank, 1995). Die Banken führen diese Konti mit Einlagen zu Zahlungszwecken (im folgenden als Transaktionskonti bezeichnet) vielfach unter Namen wie Gehalts-, Salär- oder Privatkonti. Da diese Konti in der Regel eine Rückzugslimite aufweisen, müssen sie gemäss Bankengesetz als Spar- oder Depositenkonti geführt werden.¹

Im Rahmen der Geldmengenrevision 1995 wurden zudem die Spareinlagen um die Geldanlagen aus Vorsorgevereinbarungen mit Bankstiftungen² (Vorsorgegelder) bereinigt. Sie sind sehr illiquide, da die Einleger von Gesetzes wegen eine stark eingeschränkte Verfügungsbefugnis über diese Bestände haben. Sie werden daher in der Geldmengenberechnung nicht mehr berücksichtigt.

In diesem Artikel werden zunächst Überlegungen zur Zuordnung der Transaktionskontobestände in der Geldmengenstatistik angestellt (Abschnitt 2). Anschliessend – in Abschnitt 3 – wird beschrieben, wie eine durchgehende Datenreihe für die Transaktionskontobestände ab Januar 1976 geschätzt wurde. In Abschnitt 4 wird unter Verwendung einfacher Kausalitätstests gezeigt, wie sich der Einbezug der Transaktionskontobestände auf das Verhalten des neuen M_1 auswirkt. Schliesslich wird in Abschnitt 5 die Konstruktion einer Zeitreihe für die Vorsorgegelder ab Januar 1976 dargestellt.

Die Erweiterung des Geldaggregates M_1 um die Einlagen auf den Transaktionskonti verbessert dessen Eigenschaften als Indikator. Die Umlaufgeschwindigkeit der neuen Geldmenge M_1 weist einen theoretisch plausibleren Verlauf auf als M_1 in der alten Abgrenzung. Die Umlaufgeschwindigkeit des neuen Aggregats ist insbesondere enger mit dem Zinssatz korreliert. Die Ergebnisse der Kausalitätstests deuten darauf hin, dass der Einbezug der Transaktionskontobestände in der Geldmenge M_1 zu einer statistisch besser abgesicherten Inflationsprognose führt. (Weitergehende Untersuchungen der statistischen Eigenschaften des neuen Aggregats finden sich in Peytrignet, 1995.)

2. Überlegungen zur Zuordnung der Transaktionskontobestände in der Geldmengenstatistik

2.1. Ausgangslage: Die Revision von 1985

Ein Hauptpunkt der Revision von 1985 (Schweizerische Nationalbank, 1985, und Birchler, 1985) bestand darin, die Bestände auf den Transaktionskonti einheitlich als Spareinlagen zu behandeln. Zuvor waren diese Einlagen je nach ihrer Verbuchung durch die einzelnen Banken zu den Sichteinlagen bzw. zu den Spargeldern gezählt worden. Folgende Gründe waren für die Revision und damit für eine einheitliche Zuordnung dieser Einlagen zu M_3 massgebend:

- Die Banken verbuchten die Einlagen auf den Transaktionskonti nicht nur uneinheitlich, son-

¹ Gemäss Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz) sind Spareinlagen Hefte und Konten, die in irgendeiner Wortverbindung den Ausdruck «Sparen» enthalten. Depositen-, Einlage-, Anlage- und ähnliche Konten (im folgenden Depositenkonti genannt) sind Konten, über die nicht unbeschränkt auf Sicht verfügt werden kann.

² Verordnung über die steuerliche Abzugsberechtigung für Beiträge an anerkannte Vorsorgeformen Art. 1 und Art. 6.

dem wechselten im Laufe der Zeit auch teilweise die Verbuchungsart, so dass die Einlagen einer Bank einmal als Teil von M_1 und einmal nur als Teil von M_3 erschienen.

- Die meisten Banken vergüteten auf den Transaktionskonti denselben Zinssatz wie auf normalen Sparguthaben. Dies deutete im Prinzip darauf hin, dass die Einlagen auf Lohnkonti aus Anlage- und nicht aus Transaktionsmotiven gehalten würden (vgl. auch 2.2).
- Birchler (1985) schätzte, dass die Kontoinhaber nur 20 Prozent der Transaktionskontobestände

für monatliche Zahlungen verwendeten, während sie den Rest zu Sparzwecken hielten.

- Die Qualität der Schätzergebnisse von Geldnachfragefunktionen für M_1 wurde durch den Einbezug der Transaktionskonti nicht erhöht.

Birchler (1985) wies in seiner Untersuchung jedoch auch darauf hin, dass aus der Optik der kurzfristigen Anpassungsdynamik in einem Portfolio-Modell die Lohnkonti als eine relativ eigenständige Grösse erschienen. Sie könnten daher weder der Geldmenge M_1 noch den Spareinlagen bedenkenlos zugerechnet werden.

Grafik 1: Verteilung der Bestände auf Depositenkonti nach Zinsfußklassen; Jahresendwerte

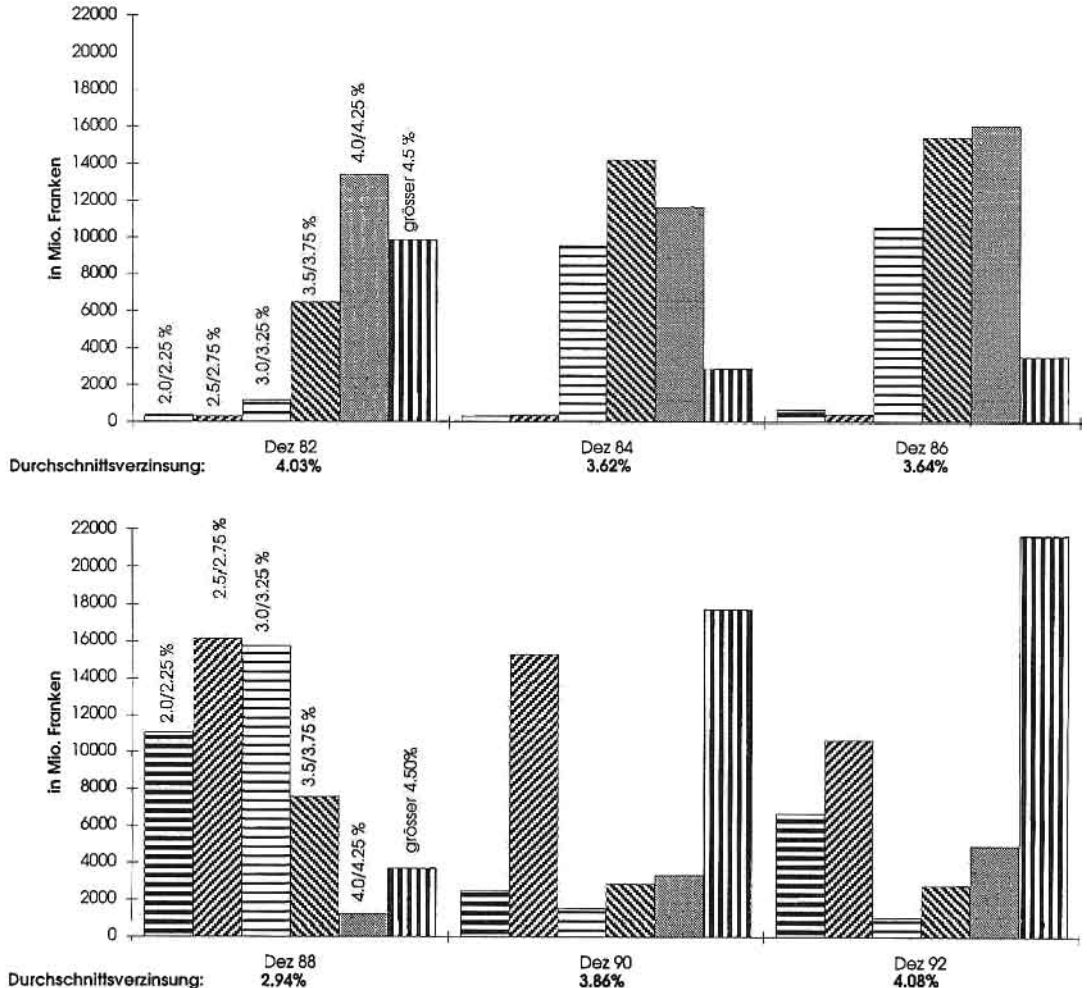


Tabelle 1: Durchschnittliche Verzinsung von Spareinlagen und Einlagen auf Transaktionskonti (Jahresendwerte)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Spareinlagen ⁶	4,2	3,7	3,7	3,8	3,8	3,6	3,3	4,1	5,3	5,5	5,6	4,2	3,4*
Transaktionskonti ⁷	3,9	3,5	3,5	3,5	3,5	3,2	2,7	3,0	2,7	2,9	2,9	2,2	2,1
Differenz	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,6	1,1	2,6	2,6	2,7	2,0	1,3

* geschätzt

2.2. Die Revision von 1995

Folgende Überlegungen waren entscheidend für die Abspaltung der Transaktionskontobestände von den Spar- und Depositeneinlagen und die Zuordnung zum Geldaggregat M₁:

a) Die Entwicklung der Zinssätze und der Ausbau der Zahlungsdienstleistungen

In der Geldtheorie wird davon ausgegangen, dass die Verzinsung eines Finanzaktivums in der Regel um so tiefer ausfällt, je besser dieses die Funktion als Zahlungsmittel erfüllt. So ist das Halten von unverzinslichem Bargeld vergleichsweise teuer. «Billigere» Aktiva wie Kassensobligationen oder Termineinlagen mit einer höheren Verzinsung eignen sich dagegen nicht oder nur schlecht als Zahlungsmittel. Das Halten von Zahlungsmitteln ist daher mit Benutzer- oder Opportunitätskosten verbunden. Sie entsprechen dem Zinsertrag, den der Besitzer von Finanzaktiva erzielt, wenn er anstelle von Einlagen mit Zahlungsmittelcharakter solche mit einer höheren Verzinsung, die lediglich der Wertaufbewahrung dienen, hielte³. Die Benutzerkosten können somit als Mass für den Nutzen oder Liquiditätsgehalt⁴, den ein Aktivum in seiner Eigenschaft als Zahlungsmittel stiftet bzw. hat, interpretiert werden.

Wie die monatlichen Erhebungen ab Januar 1993 zeigen, werden zwei Drittel der Einlagen unter den Depositenkonti für Transaktionszwecke gehalten⁵. Die Zinsstruktur der Einlagen auf Depositenkonti begann sich gegen Ende der achtziger Jahre deutlich zu verändern. Dies war ein erster Hinweis darauf, dass die Banken ab 1988 zwischen Depositen mit einer tieferen Verzinsung – und gemäss dem erwähnten Kostenkriterium höherem Liquiditätsgehalt – sowie solchen mit einer höheren Ver-

zinsung und somit vergleichsweise tieferem Liquiditätsgehalt zu differenzieren begannen. Grafik 1 zeigt die Häufigkeitsverteilung der Einlagen auf Depositenkonti nach ihrer Verzinsung. Sie macht deutlich, dass in den Jahren 1982 bis 1986 die nach Zinskategorien aggregierten Bestände noch eng um den häufigsten Wert verteilt waren. Ab 1988 verbreiterte sich die Häufigkeitsverteilung. Diejenige der Jahre 1990 und 1992 zeigt sogar klar zwei Spitzen: Während der Hochzinsphase 1990–1992 wurden Einlagen von rund 15 bis 17 Mrd. Franken – das waren mehr als ein Drittel der gesamten Einlagen auf den Depositenkonti – zu 2³/₄ Prozent oder weniger verzinst. Die übrigen Einlagen wiesen grösstenteils eine Verzinsung von 4¹/₂ Prozent und mehr auf.

Seit Ende 1993 erhebt die SNB gezielt Statistiken über die Verzinsung der Transaktionskonti bei

³ Korrekterweise müssten auch die in der Praxis oft unterschiedlichen Gebühren und Spesen berücksichtigt werden. Einfachheitshalber wird in diesem Zusammenhang von diesen Kosten sowie auch von Risikouberlegungen abgesehen.

⁴ Dieser Zusammenhang findet Verwendung bei der Berechnung gewichteter Geldmengen, sogenannter monetärer Divisia-Aggregate. Sie unterscheiden sich von den traditionellen Geldaggregaten, die durch einfache Summation der verschiedenen Geldkomponenten zustande kommen, durch die Gewichtung der einzelnen Geldmengenkomponenten mit ihren Benutzerkosten. Es wird damit dem unterschiedlichen Geldcharakter der einzelnen Geldmengenkomponenten Rechnung getragen.

⁵ Bei den Sparkonti und -heften ist der entsprechende Anteil mit sieben Prozent wesentlich geringer. Die Zinsstruktur hat sich bei den Sparkonti- und -heften, im Gegensatz zu den Depositenkonti, denn auch kaum verändert.

⁶ Schweizerische Nationalbank. Das Schweizerische Bankwesen im Jahre 1982, 1983, ..., 1993

⁷ Die Sätze sind gewichtete Durchschnitte der Zinsen von Gross- und Kantonalbanken. Quelle: Eigene Erhebungen; Verband Schweizerischer Kantonalbanken. TACO (Tableau des conditions du...)

Gross- und Kantonalbanken. Ein Vergleich der Zinsdifferenz zwischen den Spareinlagen und den Transaktionskontobeständen bestätigt das oben erwähnte Muster (vgl. Tabelle 1). Die durchschnittliche Verzinsung der Transaktionskonti entspricht zurzeit mit rund zwei Prozent derjenigen von Postcheckguthaben, welche seit jeher Bestandteil von M_1 sind.

Die Vergrößerung der Zinsdifferenz zwischen den Sparzinsen und der Verzinsung von Transaktionskontobeständen war von einem kräftigen Ausbau des Dienstleistungsangebots begleitet.⁸ So stieg die Zahl der installierten Bancomat- und Postomatgeräte zwischen 1984 und 1992 von 424 auf 2669 Einheiten, die Zahl der damit abgewickelten Transaktionen von 11 auf rund 52 Millionen und der Wert dieser Transaktionen von 3,5 auf 16,3 Mrd. Franken. Mit Kredit- und Debitkarten⁹ wurden 1988 15,5 Millionen und 1992 49,4 Millionen Transaktionen ausgeführt. Das entsprechende Transaktionsvolumen stieg von 3,2 Mrd. auf 8,4 Mrd. Franken. Im «Point-of-Sale»-Bereich wuchs die Anzahl Terminals von 1398 im Jahre 1988 auf 11327 im Jahre 1992.

b) Externe Untersuchungen und Stellungnahmen

Externe Stellen befassten sich ebenfalls mit der Frage nach der richtigen Zuordnung der Transaktionskontobestände. In der Schweiz widmeten sich insbesondere J.-C. Lambelet und D. Nilles (1987) dieser Problematik. Die beiden Autoren kamen wie Birchler zum Ergebnis, dass die Einleger nur einen Teil ihrer Guthaben auf Transaktionskonti für monatliche Zahlungen verwendeten. Allerdings kamen sie bei der Schätzung dieses Anteils mit 65% auf einen wesentlich höheren Wert als Birchler (1985).¹⁰ Lambelet und Nilles befürworteten deshalb einen Einbezug der Lohnkontobestände unter M_1 . Da die Lohnkontoerhebung Ende 1984 eingestellt worden war, extrapolierten sie die Lohnkontobestände und konstruierten auf provisorischer Basis ein erweitertes M_1 (vgl. Nilles, 1989).

Die OECD machte in ihren jährlichen Länderstudien auf den liquiden Charakter dieser Bestände aufmerksam und schlug ebenfalls vor, diese Einlagen unter der Geldmenge M_1 zu erfassen (vgl. OECD, 1991/1992).

3. Die Erhebungen und Schätzungen der Transaktionskontobestände ab 1976

3.1. Die Erhebungen

a) Die Lohnkonti-Erhebungen zwischen Januar 1976 und November 1984

Zwischen März 1981 und November 1984 führte die SNB eine erste regelmässige Erhebung von Einlagen auf Transaktionskonti durch. Sie wurden vergleichsweise eng als «Konti von Arbeitnehmern, auf die Arbeitgeber periodisch Zahlungen leisten», definiert. Die Erhebung erfolgte monatlich im Rahmen der Bilanzstatistik. In der Regel verbuchten die Banken diese Lohnkontobestände unter den Spar- und Depositeneinlagen, zu einem geringeren Teil aber auch unter den Kreditoren auf Sicht (Schweizerische Nationalbank, 1985, S. 53). Meldepflichtig waren die Institute des Meldekreises «71 Banken». Er umfasst alle Gross- und Kantonalbanken sowie ausgewählte Regional- und Handelsbanken.

Für Analysen im Vorfeld der Revision von 1985 führte die SNB im Jahre 1983 eine Nacherhebung für den Zeitraum zwischen Januar 1976 und Februar 1981 durch. Damit stand eine durchgehende Zeitreihe von Januar 1976 bis November 1984 zur Verfügung. Eine Auswertung der Daten zeigt für diese Phase einen kräftigen Anstieg der Lohnkontobestände um durchschnittlich 1,4 Prozent pro Monat, während die Kreditoren auf Sicht lediglich um 0,3, die Spareinlagen um 0,5 und die Depositeneinlagen um 0,8 Prozent zunahmen.

b) Die Lohnkontokorrektur

Wie unter 2.1 erwähnt, wurden nach der Revision von 1985 die Einlagen auf den Lohn- und Gehaltskonti einheitlich der Geldmenge M_3 zugerechnet.

⁸ Bank for International Settlements (1989 and 1993).

⁹ Eurocheque card, American Express, Eurocard, Visa und Diners Club.

¹⁰ Die Schätzungen von Lambelet und Nilles basieren auf einer andern Datenbasis als die Untersuchung Birchler. Diese erfolgte mit Daten für die Periode 1976–1984. Lambelet und Nilles rechneten dagegen mit Daten, welche eine Zeitspanne zwischen 1967 und 1984 abdecken.

Die unter den Kreditoren auf Sicht verbuchten Lohnkontobestände wurden auch nach 1985 weiter erfasst und monatlich von den Sichteinlagen in M_1 zu den Spareinlagen in M_3 umgelagert. Diese Erhebung wird seit 1985 vierteljährlich durchgeführt. Die Monatswerte werden durch lineare Interpolation ermittelt. Zurzeit erstreckt sich diese Erhebung jedoch nur noch auf 14 Institute.

c) *Die Erhebung der Einlagen auf Transaktionskonti (Spar- und Depositeneinlagen) ab Januar 1993*

Die zweite regelmässige Erhebung wurde im Januar 1993 eingeführt. Im Unterschied zu den vorangegangenen Erhebungen wurden die Transaktionskonti allgemeiner als «Gehaltskonti, Privatkonti und/oder andere Konti, die in Verbindung mit der Mehrzahl folgender Dienstleistungen angeboten werden: Zahlungsaufträge, Benützung von Bargeldautomaten, Checks, Debit- und Kreditkarten, Videotex» definiert. Die Erhebung beschränkt sich auf die Spar- und Depositenkonti. Die übrigen Transaktionskonti werden aufgrund der bisherigen, unter dem vorangegangenen Punkt erwähnten Erhebung erfasst. Die Transaktionskonti stehen heute nicht nur Lohnbezüglern zur Verfügung. Auch Kleinunternehmer und andere Nicht-Gehaltsbezüglern (Rentner) wickeln ihren Zahlungsverkehr damit ab.

d) *Die Nacherhebung der Transaktionskontobestände 1984–1992*

Ende 1984 wurde die Erhebung der Transaktionskontobestände auf den Spar- und Depositenkonti eingestellt, so dass die Bestände für die Zeitperiode 1984–1992 rückwirkend (Meldekreise «71 Banken»¹¹) erhoben werden mussten. Es konnten aber lediglich noch die Jahresendwerte erfasst werden, da die Monatswerte bei einer grösseren Anzahl Banken nicht mehr erhältlich waren.

3.2. Die Schätzung der Transaktionskontobestände für die Zeitspanne 1985 bis 1992

Das bestehende Zahlenmaterial erlaubt es, ab Januar 1976 eine Zeitreihe für die Transaktionskon-

tobestände insgesamt sowie ab März 1981 separate Zeitreihen für die unter den Spar- und unter den Depositenkonti verbuchten Einlagen zu bilden. Die Werte mussten zum Teil jedoch hochgerechnet werden. Für die Zeitspanne zwischen 1985 und 1992 galt es zudem, die Monatswerte durch Interpolation zu ermitteln und die saisonale Komponente zu schätzen.

a) *Die Interpolation*

Die Verfahren zur Interpolation von Zeitreihen lassen sich grob in zwei Kategorien einteilen: die Interpolation mit verwandten Reihen und die «mathematische» Interpolation. Das zuerst erwähnte Verfahren kam nicht in Frage, da keine verlässlichen Ersatzreihen existieren. Wir wählten daher ein mathematisches Interpolationsverfahren, das unter der Bezeichnung «natürliche kubische Splinesfunktion» bekannt ist und in der Praxis oft verwendet wird (Vital, 1978, S. 46ff.). Die Splinesfunktion kann intuitiv als «ein analytischer Ausdruck für den Graph verstanden werden, den man mit Hilfe eines an den Stützpunkten eingespannten, dünnen biegsamen Stabs zeichnen würde» (Vital, 1978, S. 50). Die Anwendung der kubischen Splinesfunktion ist dann sinnvoll, wenn die zu interpolierende Reihe «glatt» verläuft. Dies trifft in der Regel für ökonomische Zeitreihen zu. Die Interpolation kann jedoch keine Schätzungen für die Saisonkomponente liefern; das Ergebnis der Interpolation ist deshalb als saisonbereinigte Reihe zu interpretieren.

b) *Die Berücksichtigung der Saisonkomponente*

Die Daten über die Transaktionskontobestände für den Zeitraum Januar 1976 bis Dezember 1984 weisen ein ausgeprägtes Saisonmuster auf. Dies trifft auch für die seit Januar 1993 erhobenen Transaktionskontobestände zu. Um eine durch-

¹¹ Dieser schrumpfte allerdings als Folge von Fusionen und Übernahmen bis Ende 1992 auf noch lediglich 61 Institute zusammen. Die Fusionen und Übernahmen erfolgten jedoch in den überwiegenden Fällen mit Instituten innerhalb dieses Meldekreises, womit die Konsistenz der Datenbasis erhalten blieb.

gehend vergleichbare Zeitreihe zu erhalten, galt es für die Phase 1985 bis 1992 – nebst den Trendwerten – auch die Saisonkomponente zu schätzen. Es ist nicht sinnvoll, die Saisonalität für ein Zeitintervall von acht Jahren einfach fortzuschreiben, da sich erfahrungsgemäss das Saisonmuster einer Zeitreihe als Folge von Verhaltensänderungen des Publikums im Laufe der Zeit verschiebt. Die unter Ziffer 3.1, b) erwähnte Lohnkontoerhebung kam wegen des quartalsweisen Erhebungsrhythmus und der mangelnden Repräsentativität als Referenzreihe nicht in Frage.

Wir leiteten deshalb die Saisonfaktoren für die Transaktionskontobestände aus den beiden Saisonmustern der Spar- und Depositeneinlagen insgesamt ab, für die monatliche Werte seit Jahren zur Verfügung stehen. Die monatlichen Saisonfaktoren dieser beiden Reihen lassen sich mittels des Saisonbereinigungsprogramms X11M berechnen. Sie stellen gewichtete Durchschnitte der

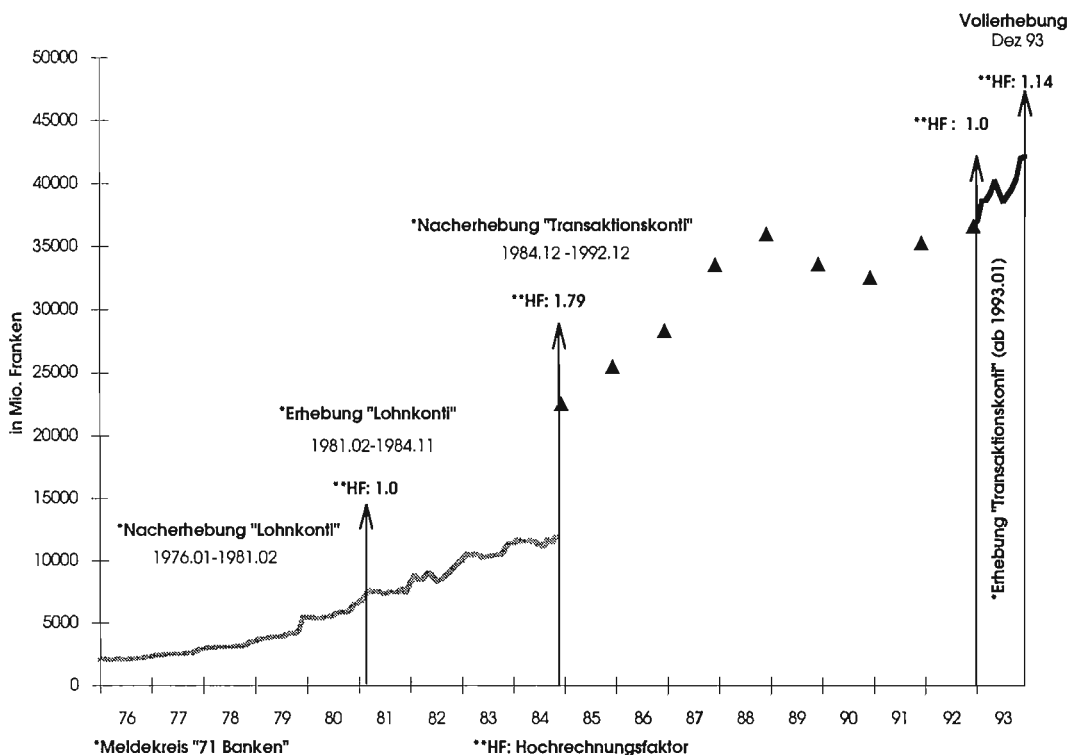
Faktoren für die Einlagen zu Transaktions- und Sparzwecken dar. Die Saisonfaktoren für die Transaktionskontobestände können aufgrund eines in Anhang 1 beschriebenen Verfahrens geschätzt werden.

Die geschätzten Saisonfaktoren stimmen zu Beginn der Berechnungsperiode tendenziell mit den vor 1985 ermittelten Faktoren überein. Im Verlaufe der folgenden Jahre veränderte sich das Saisonmuster der Transaktionskontobestände wie erwartet etwas.

c) Die Verknüpfung der einzelnen Erhebungen

Die Erhebungen wurden im Februar 1981, im Dezember 1984 und im Januar 1993 zum Teil mittels Hochrechnung verknüpft (vgl. Grafik 2). Als Folge der unterschiedlichen Fragestellungen in unseren Erhebungen wichen die Werte aus der Nacherhebung für die Jahre 1984 bis 1992 sowie den Umfra-

Grafik 2: Transaktionskontobestände: Erhebungen seit Januar 1976



gen für die Jahre 1976 bis 1984 vergleichsweise stark voneinander ab. Der Hochrechnungsfaktor im Verknüpfungszeitpunkt Dezember 1984¹² belief sich auf 1,79. Die Transaktionskontobestände werden, wie die andern Geldmengenkomponenten auch, jeweils im Dezember entsprechend der Ergebnisse der Jahresendstatistik (Vollerhebung) adjustiert. Eine erste Anpassung erfolgte im Dezember 1993. Der Hochrechnungsfaktor belief sich auf 1,14.

Die damit ab 1976 verfügbare Zeitreihe wurde zusätzlich auch ohne die Transaktionskontobestände der Liechtensteiner Banken¹³ berechnet. Damit kann die Geldmenge M_1 gemäss der Definition 1975 (exkl. Fürstentum Liechtenstein) um weitgehend kompatible Transaktionskontobestände erweitert werden.¹⁴ Die von der Nationalbank im Monatsbericht veröffentlichten Aggregate verstehen sich inklusive des Fürstentum Liechtenstein. Diese sind aber erst ab Ende 1984 verfügbar. Die im folgenden präsentierten Vergleiche und Schätzungen wurden mit den längeren Reihen der Geldmengen M_1 exklusive Liechtenstein durchgeführt.

d) Zur Struktur der Transaktionskontobestände

Die Einlagen auf Transaktionskonti beliefen sich Ende Dezember 1994 auf 50,5 Mrd. Franken. Davon wurden 13,5 Mrd. oder 27% unter den Spareinlagen verbucht, 35,2 Mrd. oder 70% unter den Depositenkonti und 1,8 Mrd. Franken oder 3% unter den Sichteinlagen. Die Bestände auf Transaktionskonti hatten an den Spareinlagen (im engeren Sinne) lediglich einen Anteil von sieben Prozent, während der Anteil an den Depositen- und Einlageheften 64 Prozent betrug.

Das durchschnittliche Jahreswachstum der Transaktionskontobestände war beträchtlich. Zwischen Januar 1976 und Dezember 1994 wuchsen sie mit 12,1 Prozent pro Jahr und damit deutlich stärker als die Sichteinlagen bei Banken und Postcheck (8,4 Prozent).

4. Die Auswirkungen der Transaktionskontobestände auf die neue Geldmenge M_1

Der Einbezug der Transaktionskontobestände in die Geldmenge M_1 wirkt sich nachhaltig auf

den Verlauf dieses Aggregats aus (vgl. Grafik 3). Die neue Geldmenge M_1 wies in der Zeitspanne zwischen Januar 1976 und Dezember 1994 ein Trendwachstum von 4,9 Prozent pro Jahr auf. Der entsprechende Zuwachs für die bisherige Geldmenge M_1 betrug dagegen lediglich 2,8 Prozent.

Die Umlaufgeschwindigkeiten der beiden Aggregate verhielten sich ebenfalls unterschiedlich. Die Umlaufgeschwindigkeit des bisherigen M_1 tendierte deutlich nach oben¹⁵, während sich diejenige des neuen Aggregats um einen konstanten Wert bewegte (vgl. Grafik 4 und 5). Die Umlaufgeschwindigkeit der neuen Geldmenge M_1 ist eng mit der Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen korreliert ($R^2 = 0,68$). Für die alte Geldmenge M_1 ist dieser Zusammenhang weniger deutlich ($R^2 = 0,58$).¹⁶

Von Interesse ist in diesem Zusammenhang auch, ob die Erweiterung der Geldmenge M_1 um die Transaktionskontobestände zu einer Verbesserung der Indikatoreigenschaften dieses Aggregates führt. Zu Testzwecken setzten wir die beiden Geldmengen alternativ als zusätzliche Variable in

¹² Da die Lohnkonti-Erhebungen im November 1984 eingestellt wurden, musste der Dezemberwert geschätzt werden, damit zumindest ein Wert dieser Erhebung mit dem ersten Wert der Nacherhebung der Transaktionskontobestände überlappt. Es wurde angenommen, der Dezemberwert sei um das durchschnittliche Jahreswachstum in den ersten elf Monaten des Jahres 1984 höher als der Dezemberwert 1983.

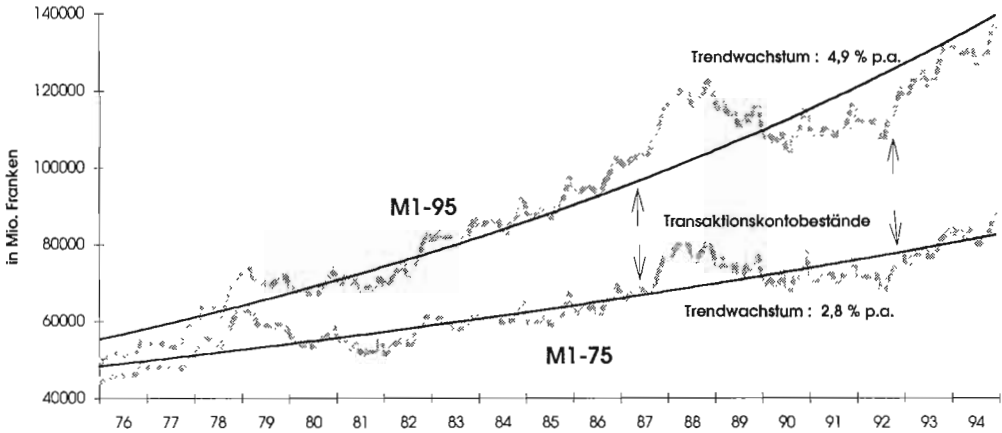
¹³ Es handelt sich dabei um eine Approximation. Korrekterweise müssten auch die Einlagen von Liechtensteinern bei Banken in der Schweiz abgezogen werden. Seit 1985 gilt Liechtenstein jedoch als «Inland». Die Einlagen von Liechtensteinern bei Banken in der Schweiz werden deshalb in der Bankenstatistik nicht mehr separat erhoben.

¹⁴ Diese Reihe berücksichtigt die im Rahmen der Revision 1985 vorgenommene einheitliche Erfassung der Gehaltskonti unter den Spareinlagen und die Ausklammerung von Fremdwährungsbeständen aus der Geldmengenstatistik.

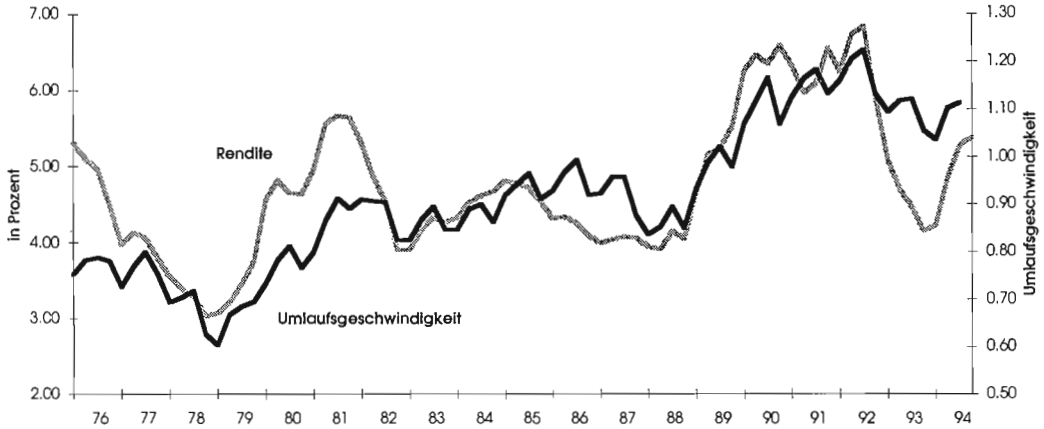
¹⁵ Für detailliertere Ausführungen zum Verhalten der Umlaufgeschwindigkeit von M_1 vgl. Rich (1987).

¹⁶ Ein erweiterter Dickey/Fuller-Test der Residuen dieser Regression zeigen Kointegration zwischen der Umlaufgeschwindigkeit des neuen M_1 und der Rendite der Eidgenössischen Obligationen. Die Umlaufgeschwindigkeit des alten M_1 ist mit dieser Rendite auch dann nicht kointegriert, wenn ein linearer Trend in der Schätzgleichung enthalten ist (vgl. Fluri/Spörndli, 1994, S. 26).

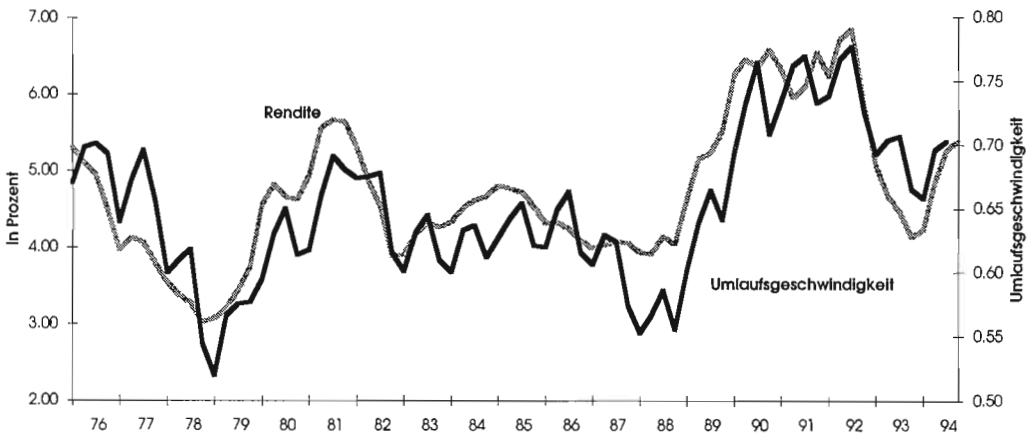
Grafik 3: Geldmenge M_1 nach alter (1975) und neuer (1995) Definition; Originalwerte und Trend



Grafik 4: Umlaufgeschwindigkeit der alten Geldmenge M_1 und Rendite Bundesobligationen



Grafik 5: Umlaufgeschwindigkeit der neuen Geldmenge M_1 und Rendite Bundesobligationen



eine Preisgleichung ein, welche die verzögerte Preisentwicklung als unabhängige Variable enthält. Es wurde getestet, welche der beiden Geldmengen einen statistisch besser gesicherten Beitrag zur Prognose der Inflation liefert.

Der Überprüfung der Geldmengenwirkung erfolgte unter Verwendung des folgenden einfachen Prognosemodells:

$$\Delta KPI_t = \alpha_t + \sum_{i=1}^n \beta_i \Delta KPI_{t-i} + \sum_{i=1}^m \gamma_i \Delta M_{t-i} + u_t$$

Es bedeuten:

- α : Konstante
- KPI: Landesindexe der Konsumentenpreise, logarithmiert
- M: Geldmenge M₁alt bzw. M₁neu, logarithmiert
- Δ : Veränderung gegenüber dem Vorquartal
- n und m : Länge der Verzögerung in Quartalen

Die Gleichung wurde zuerst mit der Restriktion, alle γ_i seien 0, und anschliessend unrestringiert geschätzt. Die Signifikanz der Geldmengenwirkung wurde mit einem F-Test überprüft. Die maximale Zahl an Verzögerungen n für ΔKPI wurde anhand des Akaike-Kriteriums ermittelt. Der «finale» Prognosefehler erreichte schon bei einer Verzögerung um ein Quartal sein Minimum ($n = 1$). Für die Geldmengenvariablen wurden $m = 11$ verzögerte Werte in die Gleichung eingesetzt.

Aus den Schätzungen resultierten folgende Testmasse:

Prognosegleichung:	Standardfehler der Regression (SER)	R ² -adjustiert (\bar{R}^2)
restringiert	0,0047	0,33
mit M ₁ alt	0,0045	0,39
mit M ₁ neu	0,0042	0,46

Beobachtungszeitraum 1979:2 – 1994:4; Quartalsdaten, saisonbereinigt.

Die mit dem F-Test errechnete statistische Signifikanz (Irrtumswahrscheinlichkeit) sieht für die Geldmengenwirkung wie folgt aus:

Aggregat	F _(11,50) – Wert	Irrtumswahrscheinlichkeit
M ₁ alt	1,63	11,8%
M ₁ neu	2,37	1,89%

Die Tests zeigen, dass die Null-Hypothese, die Geldmengen leisteten keinen signifikanten Beitrag zur Prognose der Inflation, im Falle der alten Geldmenge M₁ mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von rund 10% nur knapp verworfen werden kann. Hingegen liefert die um die Transaktionskontobestände erweiterte Geldmenge M₁ mit der tieferen Irrtumswahrscheinlichkeit von etwa 2% einen statistisch deutlich besser gesicherten Beitrag zur Prognose der Inflation als die alte Geldmenge M₁.¹⁷

5. Die Erhebungen und Schätzungen der Vorsorgegelder ab 1976

Die Banken melden ab Januar 1993 im Rahmen der monatlichen Bilanzstatistik¹⁸ die unter den Spareinlagen und ab Januar 1994 die unter den Depositenkonti verbuchten Bestände auf Freizügigkeitskonti sowie gebundener Vorsorgegelder im Rahmen der 3. Säule. Für die Zeit vor Januar 1993 berechneten wir jährliche Stützwerte aus der Statistik der Kassenliquidität und der Monatsbilanzstatistik. Die Statistik über die Kassenliquidität (Liquiditätsstatistik) dient der monatlichen Überprüfung der von den Banken zu haltenden Mindestliquidität (im wesentlichen Notenbankgeld und Postcheckguthaben). Die Mindestliquidität muss mindestens einen bestimmten Prozentsatz (zur Zeit 2,5 Prozent) der Sicht- und Zeitdepositen sowie von 20 Prozent der Spareinlagen ausmachen. Die erwähnten Einlagen berechnen sich zudem als Durchschnitt der jeweiligen drei Monatsendwerte vor der zu überprüfenden Unterlegungsperiode.¹⁹ Die Berechnung der Vorsorgegelder aus den beiden Statistiken ist deshalb möglich, weil die Spareinlagen gemäss Liquiditätsstatistik die Vorsorgegelder nicht enthalten müssen.

Die Werte für die Vorsorgegelder fallen als Folge des Berechnungsmodus der Mindestliquidität als

¹⁷ Tests im Rahmen eines VECM (Vector Error Correction Model) bestätigen diese Ergebnisse (vgl. Fluri/Spöndli, 1994, S. 24)

¹⁸ Erhebungskreis «340 Banken». Er repräsentiert rund 95% der Bilanzsumme der Grundgesamtheit.

¹⁹ Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 17. Mai 1972, Art. 19.

gleitende Dreimonatsmittel an. Das charakteristische Saisonmuster (vgl. Grafik 6 im Anhang 2) wird dadurch verfälscht. Zudem identifizierten wir vereinzelt auch Ausreisser. Wir beschränkten uns daher darauf, plausible jährliche Stützwerte durch Differenzenbildung zu berechnen und die restlichen Monate zu schätzen. Die Stützwerte entsprechen jeweils dem Mittelwert der Monatsendbilanzen der Monate Mai, Juni und Juli. (Diese Monate dienen als Berechnungsgrundlage zur Überprüfung der Mindestliquidität zwischen dem 20. August und 19. September). Der Mittelwert wurde auf den Monat Juni zentriert. Die Zeitperiode Mitte des Jahres wurde gewählt, da während dieser Phase – im Gegensatz zu den Monaten Anfang bzw. Ende des Jahres – mit keinen saisonalen Verzerrungen zu rechnen ist. Da die Erhebungskreise der Liquiditäts- und Bilanzstatistik nicht identisch sind, haben wir lediglich die Gross- und Kantonalbanken, die in beiden Statistiken meldepflichtig sind, berücksichtigt. Diese Banken decken rund 75 Prozent der Bestände ab. Eine detaillierte Beschreibung, wie bei der Schätzung der Vorsorgegelder vor Januar 1993 vorgegangen wurde, findet sich im Anhang 2.

Der Anteil der Vorsorgegelder an den Spar- und Depositeneinlagen stieg kräftig. Ende 1985 war er mit 1,1% noch bedeutungslos gewesen. Im Dezember 1994 betrug er bereits 8,1%.

Literaturverzeichnis:

Artikel und Berichte:

- Bank for International Settlements (1989). «*Payment Systems in the Group of Ten Countries*», Basel.
- (1992). «*Payment Systems in Eleven Developed Countries*», Basel.
- Birchler, Urs W. (1985). «Gehaltskonti und Geldmengenstatistik», Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, *Geld, Währung und Konjunktur* 3, Nr. 3, S. 228–239.
- Fluri, Robert und Erich Spörndli (1994). «*Simple Sum vs. Divisia Money in Switzerland: Some Empirical Results*», Papier präsentiert an der Konferenz: «Divisia Monetary Aggregates:

Right in Theory – Useful in Practice», University of Mississippi, Oxford, Mississippi, 17.–18. Oktober 1994.

Lambelet, Jean-Christian et Délia Nilles (1987). «Statistique monétaire et demande de monnaie en Suisse», *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 123, Nr. 4, S. 449–465.

Nilles, Délia (1989). «*Construction d'une série M_1 provisoire pour la Suisse*», Cahiers de recherches économiques No 8908, Département d'économétrie et d'économie politique, Université de Lausanne.

Organisation de coopération et développement économiques. «*Etudes économiques de l'OCDE: Suisse*», verschiedene Ausgaben: 1991/1992, 1993 und 1994; Paris.

Peytrignet, Michel (1995). «Analyse de l'agrégat monétaire M_1 définition 1995», Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, *Geld, Währung und Konjunktur* 13, Nr. 1.

Rich, Georg (1987). «Swiss and United States Monetary Policy. Has Monetarism Failed?» Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review* 73, Mai/Juni, S. 3–16.

Schweizerische Nationalbank (1985). «Revision der Geldmengenstatistik», Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, *Geld, Währung und Konjunktur* 3, Nr. 1, S. 51–56.

– (1995). «Revision der Geldmengenstatistik», Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, *Geld, Währung und Konjunktur* 13, Nr. 1.

– «*Das schweizerische Bankwesen im Jahre . . .*», verschiedene Jahrgänge: 1982–1993.

Vital, Christian (1978). «*Geldnachfragegleichungen für die Schweiz*». Berichte des Institutes für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Zürich, Verlag Industrielle Organisation, Zürich.

Gesetze und Verordnungen:

- Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, 8. November 1934 (952.0).
- Verordnung über die Banken und Sparkassen (Bankenverordnung), 17. Mai 1972 (952.02).
- Verordnung über die steuerliche Abzugsberechtigung für Beiträge an anerkannte Vorsorgeformen (BVV 3), 13. November 1985 (831.461.3).

Anhang 1

Die Werte der Lohnkonti in den Jahren 1976 bis 1984 weisen ein deutliches Saisonmuster auf (vgl. folgende Tabelle).

Tabelle 2: Die Saisonfaktoren der Lohnkontobestände für das Jahr 1985
(prognostizierte Werte, basierend auf den Daten im Intervall 1976:1 – 1984:12)

Januar	Februar	März	April	Mai	Juni
102,2	105,0	102,7	102,5	102,2	99,2
Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
96,7	95,7	96,9	95,8	98,7	102,2

Die für das Jahr 1985 ermittelten Saisonfaktoren²⁰ zeigen einen deutlichen saisonal bedingten Anstieg der Bestände im ersten halben Jahr und da vor allem im Monat Februar. Diese bilden sich – ferienbedingt – in den Sommermonaten zurück und steigen gegen das Jahresende saisonal erneut an. Der saisonal hohe Bestand im Februar ist wahrscheinlich auf die vergleichsweise kurze Zeitspanne zwischen den Gehaltsüberweisungen und dem Monatsende zurückzuführen, welche zum Teil eine Verschiebung der Zahlungen in den Monat März bewirkt (Birchler, 1985, S. 231).

Da es nicht sinnvoll ist, die Faktoren gemäss Tabelle 2 für die Saisonalisierung der Bestände in der Zeitspanne von 1985 bis 1992 zu verwenden, und eine zuverlässige Ersatzgrösse nicht zur Verfügung stand, leiteten wir die Saisonfaktoren für die Transaktionskontobestände aus dem Saisonmuster der Spar- und demjenigen der Depositeneinlagen (SF_{spar} bzw. SF_{dep}) ab. Der verwendete Ansatz geht davon aus, dass sich sowohl die Spar- als auch die Depositeneinlagen aus Einlagen zu Transaktions- und solchen zu Sparzwecken (SF_{tkb} bzw. SF_{sp}) zusammensetzen. Die beiden Einlageformen dürften, da sie für unterschiedliche Zwecke verwendet werden, ein abweichendes Saisonmuster aufweisen. Wir nehmen zudem an, dass die anteilsgewichteten Saisonfaktoren SF_{tkb} und SF_{sp} additiv miteinander verknüpft sind und sich deshalb zu den Saisonfaktoren SF_{spar} bzw. SF_{dep} addieren. Die Gewichte können für den Monat Dezember jeweils unter Verwendung der nacherhobenen Transaktionskontobestände und den Spar- bzw. Depositenein-

lagen gemäss der Bankenstatistik der SNB ermittelt werden. Die Berechnung von Monatsanteilen erfolgte durch lineare Interpolation. Diese Beziehungen werden in den nachfolgenden Gleichungen wie folgt dargestellt:

$$I \quad SF_{dep} = m SF_{tkb} + n SF_{sp}$$

$$II \quad SF_{spar} = w SF_{tkb} + v SF_{sp}$$

Es gilt zudem:

$$m + n = 1 \text{ und } w + v = 1$$

Durch Umformung der Gleichungen I und II erhält man SF_{tkb} :

$$III \quad SF_{tkb} = (v SF_{dep} - n SF_{spar}) / (vm - vn)$$

m und w: Anteil der Einlagen zu *Transaktionszwecken* an den Depositen- bzw. Spareinlagen

n und v: Anteil der Einlagen zu *Sparzwecken* an den Depositen- bzw. Spareinlagen

m, w, n, v, SF_{dep} und SF_{spar} sind gegebene Zeitreihen im Intervall 1984.12–1992.12, mit der Periodizität 12. Die Saisonfaktoren SF_{dep} und SF_{spar} wurden unter Verwendung des Saisonbereinigungsprogramms X11M geschätzt.

Durch Multiplikation der mit der Spline-Funktion geschätzten Monatswerte mit $SF_{tkb} / 100$ lassen sich die gesuchten saisonbehafteten Werte berechnen. Die Anteile der Transaktionskontobestände m und w an den Spar- bzw. Depositeneinlagen betragen Ende 1992 rund 10 bzw. 65 Prozent.

Tabelle 3: Die errechneten Saisonfaktoren SF_{tkb} für das Jahr 1985

Januar	Februar	März	April	Mai	Juni
102,0	102,8	101,3	100,7	101,3	98,2
Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
96,8	97,6	98,7	98,7	101,6	100,6

²⁰ Die Saisonfaktoren sind mit einem Index vergleichbar, dessen Basis «100» jeweils dem Trendwert entspricht. Der Anstieg des «Index» von 102,2 im Januar auf 105,0 im Februar besagt, dass die Bestände in dieser Zeitspanne allein saisonal um 2,7 Prozent ansteigen.

Anhang 2

Bei der Berechnung der Vorsorgegelder vor Januar 1993 wurde wie folgt vorgegangen (vgl. Grafik 6):

1. Berechnung eines Zeittrends T1 im Intervall Juni 1988–Juni 1994:

Die Berechnung erfolgte, indem eine Zeitvariable auf die logarithmierten Stützwerte regressiert wurde. Die Steigung des Trends belief sich auf 0,024 (Konstante: 7,113)

2. Berechnung eines Zeittrends T2 im Intervall Juni 1993 – Juni 1994:

Den Zeittrend auf den logarithmierten monatlichen Werten wies eine Steigung von 0,023 auf (Konstante: 7,406). Die Steigung unterschied sich damit kaum von derjenigen für T1. Der Trend wurde anschliessend bis Januar 1993 zurückgerechnet.

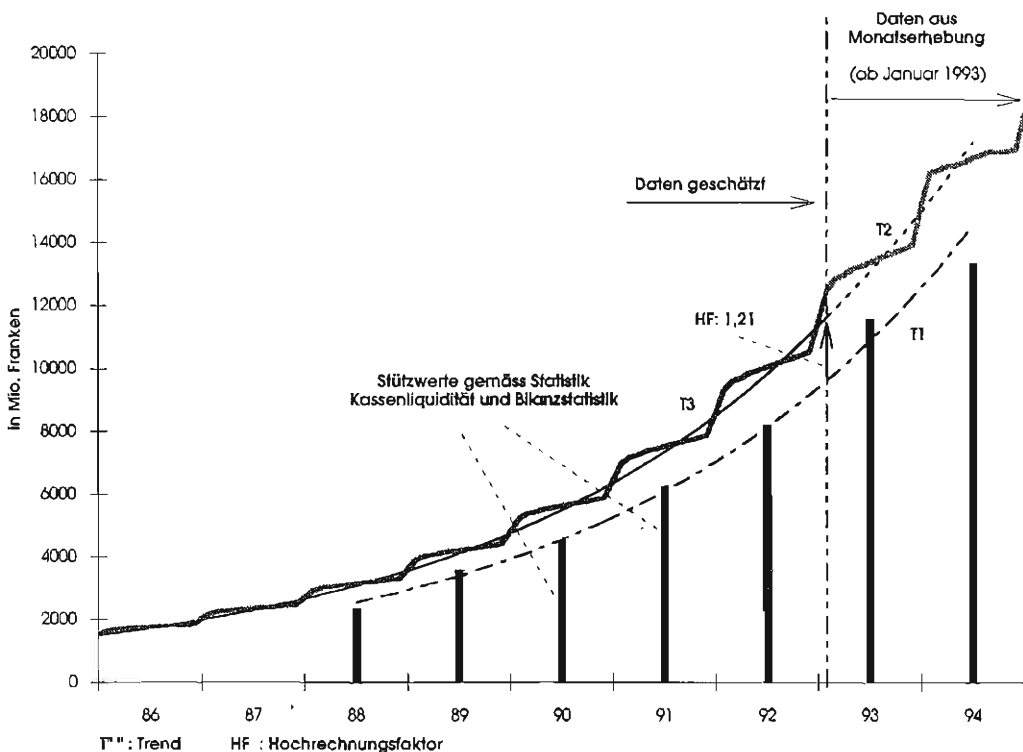
3. Verknüpfung von T1 und T2 im Januar 1993:

Die beiden Trends wurden verknüpft, indem T1 per Januar 1993 hochgerechnet wurde (Hochrechnungsfaktor: 1,21). Anschliessend erfolgte eine Rückrechnung des hochgerechneten Trends T3 bis Dezember 1985, da in der Steuererklärung 1987 die Vorsorgegelder für 1985 und 1986 erstmals abgezogen werden konnten.

4. Saisonalisierung der Daten zwischen Dezember 1985 und Dezember 1992:

Es wurde das Saisonmuster des Jahres 1993 verwendet. Obwohl dieses auf einer minimalen Anzahl von Beobachtungen beruht, kann es als gut abgesichert gelten. Erfahrungsgemäss erfolgt nämlich der grösste Teil der Einlagen im Dezember und im Januar. Die Selbständigerwerbenden tätigen ihre Anlagen nach erfolgtem Geschäftsabschluss erst im Januar, während die Unselbständigen in der Regel den Monat

Grafik 6: Die Vorsorgegelder – Schätzung und Erhebung



Dezember für ihre Überweisungen bevorzugen. Zudem werden im Dezember die Zinsen gutgeschrieben.

5. Fortschreibung des Trends bis Januar 1976:

Um einen Strukturbruch zu vermeiden, wurde der Trend T3, ohne Berücksichtigung der Saison bis zum Januar 1976 zurückgerechnet. Die

Rückrechnung war auch deshalb angebracht, weil die Freizügigkeitskonti schon vor 1985 existierten.

Wie die Transaktionskontobestände auch, wurden die Vorsorgegelder erstmals per Dezember 1993 auf das Niveau der Vollerhebung hochgerechnet (Hochrechnungsfaktor: 1,08).

Analyse statistique de l'agrégat monétaire M_1 , définition 1995

Michel Peytrignet*

Le 1^{er} janvier 1995, la Banque nationale suisse a changé le mode de calcul de ses agrégats monétaires [cf. BNS (1995)]. L'agrégat monétaire M_1 , définition 1995, contient outre le numéraire en circulation et les dépôts à vue, les dépôts détenus par les agents économiques sous forme de comptes de transactions, notamment de comptes salaires. M_2 , définition 1995, ajoute à M_1 les dépôts d'épargne. Le but du présent article est d'analyser les relations statistiques qui lient M_1 , définition 1995, aux variables macro-économiques que la théorie prédit pour influencer la demande de monnaie. Une étude parallèle de l'agrégat monétaire M_2 , nouvelle définition, est contenue dans Fischer et Peytrignet (1994).¹

La méthode statistique retenue dans notre analyse permet de dégager, dans une première étape, les relations d'équilibre à long terme qui lient M_1 aux variables macro-économiques choisies, puis, dans une seconde étape, de cerner les mécanismes de court terme par lesquels l'économie évolue vers cet équilibre. Cette méthode a été développée d'abord par Johansen (1988) puis par Hendry et Mizon (1993). Notre choix est motivé essentiellement par la généralité de leur approche. En effet, cette méthode n'exige pas l'utilisation a priori d'un modèle à équation unique. Elle n'impose pas non plus l'existence d'une seule relation de long terme liant les variables retenues dans l'analyse. De plus, elle permet de tenir compte de manière adéquate des propriétés statistiques d'intégration des séries. Comme cette approche peut être nouvelle pour certains lecteurs, nous exposerons les résultats de manière séquentielle, selon les étapes suivies dans l'analyse. Toutefois, nous ne nous attarderons pas à décrire formellement chacune des procédures.

Le plan de l'article est le suivant. Une première partie rassemble un exposé de la méthodologie

statistique retenue ainsi qu'une discussion du choix des variables à inclure dans l'analyse à la lumière de la théorie économique. Dans une seconde partie, les relations de long terme liant ces variables sont estimées. La troisième partie présente le modèle économétrique qui décrit l'évolution dynamique de M_1 . Ce modèle intègre aussi bien les comportements de court terme que les comportements de long terme de M_1 , et ceci avec un nombre limité de paramètres facilement interprétables. Une quatrième partie présente une analyse sommaire des capacités prévisionnelles du modèle. Quelques remarques et conclusions terminent l'article.

Les résultats principaux peuvent être résumés de la façon suivante. L'analyse statistique de long terme a permis d'identifier l'existence d'une relation unique liant M_1 à l'indice des prix à la consommation, au produit intérieur brut réel, au rendement des obligations de la Confédération et au rendement servi sur les comptes de transactions. Cette relation est stable empiriquement et les coefficients ont les signes attendus: positifs en ce qui concerne les élasticités de M_1 par rapport aux prix et au revenu, négatif en ce qui concerne l'élasticité de M_1 par rapport au rendement des obligations de la Confédération. Ce rendement mesure donc, dans notre modèle, le coût d'opportunité de la détention de M_1 . L'élasticité de M_1 par rapport au rendement des comptes de transactions est par contre positive, comme on pouvait l'espérer d'un actif inclus dans la définition de l'agrégat monétaire mais qui rapporte un intérêt.

Cependant, sur l'échantillon retenu, l'élasticité-prix de long terme de M_1 est statistiquement inférieure à la valeur unitaire explicitement prévue par

* Direction des études économiques de la Banque nationale suisse.

¹ L'agrégat M_2 , nouvelle définition, existait informellement avant la révision 1995 sous le nom M_{1B} . La seule différence entre M_2 et M_{1B} réside dans l'omission dans M_2 des comptes de prévoyance [cf. BNS (1995)]. Les travaux résumés dans Fischer et Peytrignet (1994) sont basés sur M_{1B} .

la théorie.² Ce résultat particulier peut soit refléter les chocs subis par la demande de M_1 dus aux innovations financières pendant la dernière décennie, soit refléter un nombre de données trop restreint à notre disposition pour que nous ayons pu être en mesure d'estimer une relation statistique qui caractérise vraiment les comportements d'une demande de monnaie de long terme. Cette faible valeur de l'élasticité-prix n'est pourtant pas l'exclusivité de M_1 , définition 1995. M_1 , définition 1975, étudié par Peytrignet et Fischer (1991), avait également une élasticité-prix de long terme inférieure à 1. Si l'on compare les relations estimées sur le même échantillon et avec la même méthode statistique pour les deux définitions de cet agrégat, on constate que l'inclusion des comptes de transactions dans la nouvelle définition de M_1 augmente la valeur de son élasticité-prix de long terme et la rapproche ainsi de la valeur théorique unitaire. Nous sommes dès lors tentés d'interpréter ce résultat comme un signe en faveur de l'inclusion des comptes de transactions dans la nouvelle définition de M_1 .

Par contre, l'élasticité-revenu de long terme, très nettement supérieure à 1, montre qu'une composante d'épargne a été introduite dans la définition de M_1 avec l'inclusion des comptes de transactions. Ce point représente, à notre avis, un élément plus discutable si M_1 doit représenter un agrégat purement lié aux transactions des agents dans l'économie. Ce problème pourrait cependant devenir moins préoccupant dans le futur car certains signes démontrent que les agents économiques servent de plus en plus les fonds versés sur ces comptes pour faire des paiements.

L'analyse statistique de long terme révèle en outre qu'il est nécessaire de modéliser simultanément la demande de M_1 , définition 1995, et l'indice des prix à la consommation. Ce résultat provient du fait que le vecteur de cointégration doit entrer à la fois dans l'équation de M_1 et dans celle de l'indice des prix. Ainsi, contrairement à ce que Fischer et Peytrignet (1994) ont obtenu pour M_2 , définition 1995, il a donc été possible de trouver statistiquement un effet en retour positif à long terme de la masse monétaire, mesurée par M_1 , sur l'indice des prix à la consommation.

L'analyse de court terme montre que la croissance monétaire influence négativement le ren-

chérissement dans la courte période. Cet effet surprenant pourrait refléter statistiquement les répercussions des variations de taux hypothécaires sur les loyers, notamment pendant les phases où la politique monétaire devient très restrictive. Par ailleurs, l'analyse de court terme révèle les effets négatifs sur la croissance monétaire d'une hausse du produit intérieur brut réel. Ces effets sont difficilement interprétables lorsque l'on se place dans une perspective de demande de monnaie. En effet, la théorie prédit que la croissance économique affecte positivement la demande de monnaie. L'effet négatif estimé reste pourtant interprétable si l'on se place dans une perspective d'offre de monnaie. Une contraction de l'offre de M_1 est en général la conséquence d'une croissance économique accrue, surtout lorsque l'économie se trouve dans une situation proche du plein-emploi. Ces effets de court terme doivent cependant être interprétés avec une certaine prudence car ils résultent d'un processus statistique déductif, décrit dans la section suivante, qui ne garantit pas a priori l'unicité des résultats.

1. Remarques préliminaires

1.1. Remarques méthodologiques

Depuis la parution de l'article pionnier de Granger et Newbold (1974), le praticien sait que modéliser des variables intégrées d'ordre 1 [notées $I(1)$] par des méthodes économétriques traditionnelles lui fait courir empiriquement le risque d'accepter trop souvent des relations qui n'ont qu'un pouvoir explicatif limité.³ Or depuis Nelson et Plosser (1982), il sait aussi que la plupart des séries ma-

² La théorie économique prévoit une élasticité-prix unitaire de la demande nominale de monnaie en faisant l'hypothèse que les agents économiques se soucient plus de leurs encaisses réelles que de leurs encaisses nominales.

³ Une série statistique est dite intégrée d'ordre 1 [$I(1)$] lorsque deux conditions sont remplies. Premièrement, lorsque la série est non stationnaire en niveau, c'est-à-dire lorsque sa moyenne et sa variance ne sont pas constantes et finies, et cela même après déduction d'une tendance linéaire déterministe. Deuxièmement, lorsque la série est stationnaire en premières différences, c'est-à-dire lorsque sa moyenne et sa variance deviennent finies et constantes après différentiation dans le temps. Une discussion plus approfondie de ce sujet se trouve dans Peytrignet et Fischer (1991).

cro-économiques dont il dispose peuvent être intégrées d'ordre 1. Ainsi, lorsque le praticien modélise des variables macro-économiques, il ne peut utiliser sans précaution la théorie traditionnelle de l'inférence statistique, cette théorie étant développée pour les modèles n'utilisant que des séries stationnaires. Dès lors, lorsqu'il est convaincu qu'il travaille avec des séries I(1), le praticien n'a pas d'autre choix que de procéder à une analyse de cointégration. Ce type d'analyse lui permet de découvrir les combinaisons linéaires des variables I(1) qui sont stationnaires et par conséquent de lui restituer l'usage de la théorie traditionnelle de l'inférence.

Une méthode souvent employée à l'heure actuelle pour effectuer une analyse de cointégration est celle développée par Johansen (1988) et par Johansen et Juselius (1990). Cette méthode permet de déterminer le nombre de vecteurs de cointégration, c'est-à-dire le nombre de relations stationnaires qui lient à long terme les variables non stationnaires en niveau. Par ailleurs, elle permet d'estimer, au sein d'un modèle vectoriel à correction d'erreurs (*vector error correction model*: VECM), les coefficients des vecteurs de cointégration ainsi que les poids de ces vecteurs dans les équations de court terme du VECM.⁴ Les coefficients des vecteurs de cointégration représentent en fait les élasticités des relations de long terme avec un signe inversé.⁵ Les poids des vecteurs de cointégration sont les coefficients qui décrivent la vitesse à laquelle l'économie s'ajuste vers son équilibre de long terme. Ces poids sont appelés coefficients d'ajustement dans la suite de notre analyse. La méthode de Johansen estime ces paramètres par la méthode du maximum de vraisemblance.

La méthode de Johansen est satisfaisante pour inférer les valeurs des paramètres à long terme du modèle. Concernant les paramètres de court terme par contre, l'estimation du VECM connaît les mêmes défauts que celle d'un VAR traditionnel: il subsiste dans ce type de modèle un grand nombre de paramètres qui rend difficile leur estimation précise et quasiment impossible l'interprétation de la dynamique du modèle. Pour faciliter la résolution de ces problèmes, le praticien peut suivre la méthodologie dite du «général au spécifique» appliquée à un système d'équations.

Cette méthodologie, développée par Hendry, Mizon et Doornik, permet de réduire le nombre de paramètres inutiles d'un modèle.⁶ Plus précisément, en partant du VECM initial, ces auteurs recommandent la suppression, dans un premier temps, des variables de court terme qui ne sont pas significatives *dans toutes les équations* du modèle. Un VECM parcimonieux (noté VECM-P1) est ainsi établi. Dans une deuxième étape, les variables non significatives restantes sont supprimées *équation par équation* pour aboutir à une version restreinte du VECM parcimonieux (notée VECM-P2). Enfin, dans une troisième étape, les simultanités encore contenues dans les résidus du VECM-P2 sont modélisées au sein d'un modèle à équations simultanées (*simultaneous equation model*: SEM) qui tient compte de manière adéquate des propriétés d'intégration des séries. Ce type de modèle doit être estimé par une méthode appropriée comme, par exemple, la méthode du maximum de vraisemblance à information complète (FIML).⁷

Pour limiter les risques d'égarément sur cette voie déductive, chaque étape du processus de réduction doit être testée formellement par rapport à toutes les étapes qui précèdent. Le modèle obtenu à chaque étape peut en outre être testé pour savoir s'il surpasse (traduction libre du vocabulaire anglais «*encompass*») le VECM-P1 initial, c'est-à-dire s'il possède les mêmes caractéristiques statistiques que le VECM-P1 initial mais avec un nombre inférieur de paramètres.

Avant de procéder aux estimations, il reste à résoudre le problème du choix des variables entrant dans l'analyse statistique. La théorie économique s'avère être dans ce choix un guide précieux pour le praticien.

⁴ Un modèle VECM est un modèle VAR dans lequel les variables sont exprimées en différences premières et où figurent les vecteurs de cointégration.

⁵ Un problème d'identification se pose lorsque plusieurs vecteurs de cointégration existent. Une discussion de ce problème est abordée au début de l'annexe I.

⁶ Cf. par exemple Hendry et Mizon (1993), Hendry et Doornik (1994), Doornik et Hendry (1994) ainsi que Hendry (1995).

⁷ Il est possible que lorsque les conditions d'exogénéité sont remplies pour certaines variables, le processus de réduction puisse aboutir au cas particulier d'un modèle à équation unique [cf. en particulier Hendry et Doornik (1994)].

1.2. Choix des variables entrant dans l'analyse

La théorie économique prédit que la demande pour un agrégat monétaire devrait être une fonction positive du volume des transactions et d'un indice des prix de ces transactions. Elle devrait être également une fonction négative du rendement des actifs exclus de la définition de l'agrégat et une fonction positive du rendement des actifs inclus dans l'agrégat.

Dans le cas de M_1 , le produit intérieur brut réel (GDP) est retenu en général comme «proxy» du volume des transactions et l'indice suisse des prix à la consommation (CPI) comme indice des prix des transactions. Lorsque des doutes apparaîtront, dans la suite de l'analyse, sur la robustesse des résultats des estimations, d'autres mesures pour ces variables seront testées.

Dans sa définition 1995, M_1 comprend la totalité des comptes de transactions. Ceci représente l'innovation majeure qui différencie la nouvelle définition de M_1 de l'ancienne. Ce point a une importance particulière empiriquement car ces comptes de transactions ont un rendement propre qui doit dès lors figurer dans l'analyse. Ce rendement est le taux d'intérêt (TKZ) payé sur les dépôts que les agents économiques détiennent sous forme de comptes de transactions, notamment de comptes salaires.⁸ Ce taux est plus élevé et plus volatile que le taux d'intérêt payé sur les comptes courants.⁹ Il fluctue comme le taux d'intérêt servi sur les dépôts d'épargne jusqu'en 1987. Après cette date, la différence entre les deux taux s'accroît fortement. Un graphique présentant l'évolution temporelle de TKZ et du taux d'intérêt servi sur les dépôts d'épargne est inclus dans BNS (1995). Empiriquement, nous verrons plus loin que TKZ joue un rôle crucial dans la stabilité de la spécification de long terme de M_1 .

La théorie économique reste par contre floue quant au choix de la variable à retenir comme «proxy» du coût d'opportunité de la détention monétaire. En particulier, le choix entre taux d'intérêt à court terme ou taux d'intérêt à long terme reste un sujet contesté théoriquement qui ne peut être résolu que cas par cas empiriquement. En Suisse, Peytrignet et Fischer (1994) ont montré qu'un taux long – le rendement des obligations de

la Confédération (RB) – joue mieux le rôle de coût d'opportunité pour la détention de monnaie sous forme de M_2 , définition 1995, que le rendement des dépôts à trois mois sur l'euro-marché (RC). Il en va de même en ce qui concerne M_1 , définition 1995: le test d'exclusion de Hansen et Johansen (1994), calculé sur l'échantillon allant du premier trimestre 1976 au deuxième trimestre 1994, montre que le taux d'intérêt à trois mois peut même être exclus de la relation à long terme liant les variables du système.¹⁰

L'analyse statistique qui suit porte sur les variables M_1 , CPI, GDP, RB et TKZ. Toutes les séries sont trimestrielles. Elles sont transformées en logarithmes naturels. Aucune ne fait l'objet d'une correction des variations saisonnières. Le début de l'échantillon est fixé au premier trimestre 1976, car cette date représente la date limite où des données sont disponibles pour M_1 .¹¹

2. Analyse statistique de long terme

2.1. Propriétés statistiques des séries individuelles

La première étape d'une analyse statistique consiste à vérifier le degré d'intégration des séries individuelles. Cette vérification a été faite à l'aide de tests conventionnels dits de Dickey et Fuller (1979) augmentés. Les résultats ont montré que toutes les variables peuvent être considérées comme $I(1)$. Vu la faible puissance de ces tests pour détecter une racine unitaire, nous avons

⁸ TKZ est l'abréviation de l'appellation allemande «*Transaktionskontozinssatz*».

⁹ Le rendement des comptes courants est resté pratiquement constant. Il n'est donc pas explicitement pris en compte dans notre analyse statistique.

¹⁰ Cette élimination n'est pourtant pas une condition suffisante pour justifier l'exclusion de cette variable des équations à court terme du modèle. Une analyse parallèle à celle contenue dans cet article a donc été menée avec un modèle incluant RC. Les résultats des estimations montrent que RC ne doit figurer ni dans l'équation de M_1 , ni dans celle de RB, ce qui diminue l'attrait d'une telle configuration.

¹¹ Les variables en logarithmes sont écrites en lettres minuscules italiques. Les données pour M_1 utilisées dans cette étude sont provisoires. Elles sont basées sur la définition 1975 qui exclut le Liechtenstein [cf. BNS (1995)].

calculé un autre test développé par Hansen et Juselius (1994).¹² Contrairement à celui de Dickey et Fuller, le test de Hansen et Juselius garde comme hypothèse nulle la stationnarité en niveau de la série. Selon cette méthode, toutes les séries peuvent également être considérées comme I(1).¹³

2.2. Choix du nombre de retards

Le problème suivant qui se pose est le choix du nombre de retards à inclure dans le VECM. Ce choix reste un problème épineux. Des critères statistiques existent, comme les critères de Akaike, de Hannan-Quinn et de Schwarz. L'analyse des résultats obtenus en appliquant ces méthodes ont donné, comme c'est souvent le cas, des réponses ambiguës (le nombre de retards optimal pouvant varier de 2 à 6 trimestres). Cependant, dans les études utilisant des données trimestrielles non corrigées des variations saisonnières, on retient fréquemment 5 retards pour prendre en compte les effets d'une éventuelle saisonnalité résiduelle qui peut encore affecter le comportement du VECM malgré la présence de variables muettes saisonnières. C'est ce qu'ont fait par exemple Fischer et Peytrignet (1994). Avec 5 retards, les résidus du VECM sont non autocorrélés et normaux, conditions requises par l'analyse de Johansen.¹⁴

2.3. Détermination du nombre de vecteurs de cointégration

L'étape suivante de l'analyse à long terme est le choix du nombre de vecteurs de cointégration. Ce choix est déterminé par les résultats des tests de la trace et de la valeur propre maximum développés par Johansen (1988). Les deux tests suivent asymptotiquement une distribution de type Dickey et Fuller généralisée dont les valeurs critiques sont rassemblées dans l'étude de Osterwald-Lenum (1992). Pour tenir compte du nombre limité de données que nous avons à disposition, il nous paraît nécessaire de consulter aussi les versions de ces deux tests adaptées pour les petits échantillons.¹⁵ Les résultats sont rassemblés dans la table 1 ci-dessous.

Table 1:

M_1 , tests de la trace (TR) et de la valeur propre maximum (VPM).

$r =$	TR	VPM
0	103.35*** (65.90*)	51.42*** (32.79*)
1	51.93** (33.11)	27.14** (17.31)
2	24.79 (15.81)	13.48 (8.60)

r représente le nombre de vecteurs de cointégration.

Les signes *, **, *** signifient un rejet au seuil marginal de signification de 10%, 5% et 1% respectivement. Les nombres entre parenthèses sont les statistiques corrigées pour les petits échantillons.

Une spécification avec deux vecteurs de cointégration est retenue par les deux types de tests (trace et valeur propre maximum). Cependant, lorsque ces tests sont corrigés pour les petits échantillons, ils ne permettent de ne sélectionner qu'un seul vecteur. Une analyse complémentaire s'avère donc nécessaire pour lever cette ambiguïté. Le cas de deux vecteurs de cointégration est étudié dans l'annexe I. Les résultats de cette analyse montrent une instabilité notable des paramètres des deux vecteurs. Pour cette raison nous allons continuer notre étude avec un seul vecteur de cointégration.

¹² Ce test est décrit dans le chapitre 6 de Hansen and Juselius (1994). Nous tenons à remercier Mme K. Juselius de nous avoir aimablement mis à disposition son programme CATS in RATS.

¹³ La sensibilité de ce test au choix du nombre de vecteurs de cointégration exige de vérifier la robustesse des résultats dans le cas d'existence hypothétique de plusieurs vecteurs. Les résultats restent inchangés si l'on retient deux ou trois vecteurs de cointégration.

¹⁴ Les seuils marginaux de signification des tests de multiplicateur de Lagrange concernant l'autocorrélation du premier ordre et du quatrième ordre des résidus du VECM s'élèvent respectivement à 20% et 46%. En outre, le seuil marginal de signification du test de normalité de Doornik et Hansen (1994) est 9%.

¹⁵ Ces modifications sont incluses dans le logiciel Pc-Fiml 8.0 développé par Doornik et Hendry (1994).

2.4. Analyse de long terme avec un vecteur de cointégration

Après avoir déterminé le nombre de retards à inclure dans le modèle, ainsi que le nombre de vecteurs de cointégration, nous estimons le VECM par la méthode de Johansen sur l'échantillon 1976.1 – 1994.2. Cette estimation est faite conditionnellement à l'existence d'un seul vecteur de cointégration. Les valeurs estimées des paramètres de ce vecteur sont présentées dans cette section. Les valeurs estimées des coefficients d'ajustement qui lui correspondent sont présentées dans la section 2.6.

Lorsqu'un seul vecteur de cointégration est retenu, l'estimation de l'équation de long terme par la méthode de Johansen donne les résultats suivants (la constante est omise et les valeurs de la statistique t figurent entre parenthèses):

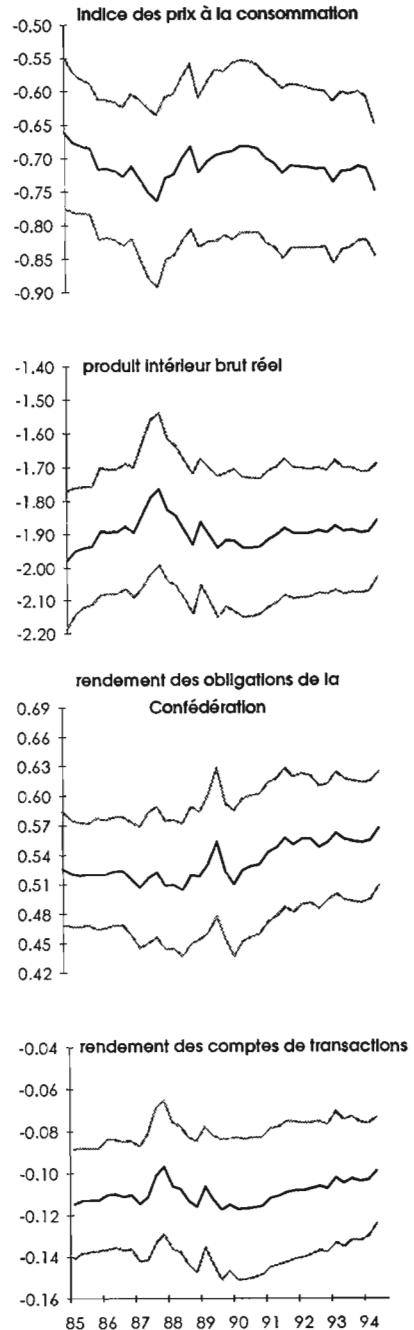
$$m_1 = 0.748 \underset{(15.27)}{cpi} + 1.860 \underset{(21.88)}{gdp} - 0.567 \underset{(-19.55)}{rb} + 0.099 \underset{(7.62)}{tkz} \quad (1)$$

Nous pouvons tester visuellement la stabilité des élasticités de long terme de M_1 en appliquant la méthode de Johansen de manière récursive [cf. Hansen et Johansen (1993)]. Les résultats sont présentés dans la figure 1 ci-contre. Il se rapportent aux paramètres du vecteur de cointégration qui ont le signe opposé à celui des élasticités de long terme de M_1 . Sur l'axe des abscisses figure la date terminale de chaque échantillon, la date initiale commune étant le premier trimestre 1976.

Les coefficients du vecteur de cointégration peuvent être jugés comme raisonnablement stables. Ils ne présentent en tout cas pas l'instabilité qui caractérise les deux vecteurs de la figure A1 de l'annexe I. On remarque que même pendant la période critique 1987–1988, où l'introduction du système électronique de paiement SIC et la réforme des prescriptions de liquidités ont apporté quelques instabilités dans le paysage monétaire suisse, les paramètres du vecteur de cointégration ne sont affectés que temporairement.

Dans ce contexte, il faut noter que le rendement des comptes de transactions (TKZ) joue un rôle crucial dans la stabilité des coefficients à long

Figure 1: Estimation récursive des paramètres du vecteur de cointégration.



L'intervalle de confiance asymptotique de 95% est inclus dans chaque graphique autour des estimations ponctuelles.

terme du VECM. En effet, omettre cette variable de l'analyse produit l'équation suivante:

$$m_1 = 0.333 \underset{(1.03)}{cpi} + 1.462 \underset{(2.73)}{gdp} + 0.480 \underset{(2.73)}{rb} \quad (1b)$$

L'élasticité-prix tombe quasiment à zéro et l'élasticité-taux d'intérêt long entre dans l'équation avec le faux signe. L'analyse récursive correspondante (non reproduite) montre en outre une très grande instabilité des paramètres.

Finalement, la figure 1 montre que pendant toutes les périodes d'estimation, l'élasticité-prix de m_1 reste inférieure à 1 et l'élasticité-revenu reste nettement supérieure à 1. La théorie monétaire nous enseigne cependant qu'une fonction de demande de monnaie devrait avoir une élasticité-prix unitaire, les agents économiques rationnels ne se souciant que de leurs encaisses réelles et non de leurs encaisses nominales. La théorie prédit d'autre part une élasticité-revenu inférieure à 1 lorsque l'agrégat sert essentiellement aux transactions des agents, ou supérieure à 1 si l'agrégat sert également de moyen de transmission des richesses dans le temps [cf. par exemple Laidler (1977)]. Nous allons donc tester ces restrictions théoriques dans la section suivante.

2.5. Restrictions économiques testées sur les paramètres du vecteur de cointégration

La méthode de Johansen permet de tester les restrictions recommandées par la théorie monétaire sur les paramètres du vecteur de cointégration. Comme les graphiques de la figure 1 le laissent déjà paraître, la restriction d'une élasticité-prix égale à 1 est clairement rejetée par le test de Johansen et Juselius (1990) [$\chi^2(1) = 11,36$, seuil marginal de signification (sig.) nul]. Il en va de même de la restriction d'une élasticité-revenu unitaire [$\chi^2(1) = 23,69$, sig. nul]. Le test joint de ces deux restrictions ne rencontre pas plus de succès [$\chi^2(2) = 26,99$, sig. nul]. Ces résultats ne sont toutefois pas invariants à la définition des variables prix et revenu incluses dans l'analyse.¹⁶

La taille de l'élasticité-revenu de M_1 laisse à penser qu'une composante d'épargne a été introduite dans la nouvelle définition de cet agrégat par l'inclusion des comptes de transactions. En

effet, Peytrignet et Fischer (1991) avaient obtenu une élasticité-revenu de M_1 , ancienne définition, comprise entre 0,59 et 0,93 selon la stratégie de modélisation retenue, ces valeurs étant compatibles avec celle de 0,92 estimée par Kohli (1984). Or Kohli, dans la même étude, a estimé l'élasticité-revenu des comptes d'épargne à 2,01, valeur proche de l'estimation ponctuelle obtenue pour le nouvel agrégat M_1 . Si une certaine confiance peut être attribuée à nos résultats, on peut regretter que les comptes de transactions ne servent pas seulement la fonction décrite dans leur dénomination. Car M_1 devrait être un agrégat monétaire qui reflète essentiellement les transactions des agents économiques et non un véhicule de transmission des richesses dans le temps. Cependant, il est très difficile d'identifier empiriquement la

¹⁶ Lorsqu'on remplace dans le VECM *cpi* et *gdp* par le produit intérieur brut nominal (*gdpn*), l'élasticité à long terme de m_1 par rapport à *gdpn* s'élève à 1,038, valeur non significativement différente de 1 (le test d'une élasticité unitaire de m_1 par rapport à *gdpn* a un seuil marginal de signification de 10%). Cette spécification est écartée car elle présente une certaine instabilité des paramètres du vecteur de cointégration. Par ailleurs, les résultats des tests d'une élasticité-prix ou revenu unitaire diffèrent selon le choix de l'indice des prix et selon la définition de la variable servant de «proxy» du volume des transactions retenues dans l'analyse. Les résultats sont robustes à l'emploi du déflateur implicite du produit intérieur brut en lieu et place de l'indice des prix à la consommation. Par contre, l'élasticité-prix n'est plus significativement différente de 1 lorsque, à côté de l'indice des prix à la consommation, la variable «proxy» du volume des transactions est définie soit comme le produit intérieur brut nominal déflaté par l'indice des prix à la consommation soit comme le produit intérieur brut réel augmenté du volume des importations. Si la signification économique de déflater le produit intérieur brut par l'indice des prix à la consommation reste à éclaircir, l'estimation récursive des paramètres de long terme du modèle qui intègre le produit intérieur brut réel augmenté des importations présente une forte instabilité. Ces spécifications ne sont donc pas retenues. Finalement, si l'on restreint a priori l'élasticité-prix de M_1 à 1, l'élasticité-revenu diminue mais reste supérieure à l'unité. L'équation obtenue devient:

$$m_1 = \underset{(33.26)}{cpi} + 1.530 \underset{(-15.71)}{gdp} - 0.660 \underset{(5.17)}{rb} + 0.093 \underset{(5.17)}{tkz} \quad (1c)$$

L'analyse récursive (non reproduite) montre que la stabilité des paramètres de cette équation est comparable à celle des paramètres de l'équation (1) présentée dans la figure 1. Cette spécification est cependant écartée car la restriction d'une élasticité-prix unitaire à long terme n'est pas sans conséquence sur l'analyse de court terme. Nous reviendrons sur ce point dans la note 24.

part de ces fonds que les agents économiques utilisent à des fins de transactions de celle qu'ils utilisent à des fins d'épargne. Ce problème devrait pourtant devenir moins préoccupant dans le futur. Car nous pensons que depuis un certain temps ces comptes servent de plus en plus à des fins de transactions. La baisse de TKZ, depuis 1987, confirme cette assertion.

L'élasticité-prix de long terme de M_1 statistiquement inférieure à l'unité est un résultat plus difficile à interpréter à la lumière de la théorie monétaire. Cette faible valeur de l'élasticité-prix permet en tout cas de douter que la relation à long terme que nous avons estimée entre les variables m_1 , cpi , gdp , rb et tkz puisse être interprétée comme une pure fonction de *demande* de monnaie à long terme de M_1 . Il ne faut pas oublier que notre outil statistique ne permet d'estimer qu'une relation qui décrit le lieu géométrique des points d'équilibre du marché monétaire. Or ces points résument aussi bien les comportements de demande que ceux d'offre de monnaie, offre déterminée par le système bancaire dans son ensemble lui-même influencé par la politique monétaire menée par la Banque nationale. Ces influences de l'offre peuvent avoir été rendues perceptibles dans nos estimations à cause de la faible taille de l'échantillon. En effet, pendant les années 1976 à 1994, la Suisse a connu deux périodes inflationnistes importantes qui ont nécessité une politique monétaire très restrictive. Par conséquent, même si le concept de politique monétaire de la Banque nationale prévoit, à long terme, une adaptation de l'offre à la demande de monnaie en cas de stabilité des prix, l'offre de monnaie a plusieurs fois constitué une limite contraignante pendant la période d'estimation. Ceci a pu influencer la valeur estimée de l'élasticité-prix de long terme de M_1 .

Il est aussi possible que la faible élasticité-prix de M_1 reflète les innovations financières qui ont affecté la demande pour cet agrégat pendant la décennie 1980–1990. En particulier, une variable muette a été introduite dans le vecteur de cointégration pour tester si le choc permanent de demande induit par la révision des prescriptions de liquidités en 1988 pouvait expliquer l'élasticité-prix inférieure à l'unité de M_1 .¹⁷ Les résultats montrent que l'élasticité-prix de M_1 n'est que marginalement affectée par cette correction – elle

s'élève à 0,827, valeur non significativement différente de 0,748. Elle reste donc significativement inférieure à l'unité (seuil marginal de signification de ce test: 0,07%).

La faible valeur de l'élasticité-prix peut finalement être le signe d'une mauvaise spécification du modèle: une variable importante non directement prévue par la théorie pouvant avoir été omise de l'analyse. Cette option reste toujours possible, bien qu'il soit difficile d'explorer cette voie avec la taille réduite de l'échantillon dont nous disposons.¹⁸

Il est encore intéressant d'ajouter que sur l'échantillon 1976.1 – 1994.2, l'élasticité-prix de M_1 , ancienne définition, ne s'élève qu'à 0,29, valeur bien inférieure à celle obtenue avec la nouvelle définition de M_1 (0,75).¹⁹ Sur ce point, l'adjonction des comptes de transactions semble constituer un pas dans la bonne direction, car elle augmente la valeur de l'élasticité-prix de long terme de M_1 et la rapproche ainsi de la valeur théorique unitaire.

2.6. Tests de restrictions sur les coefficients d'ajustement

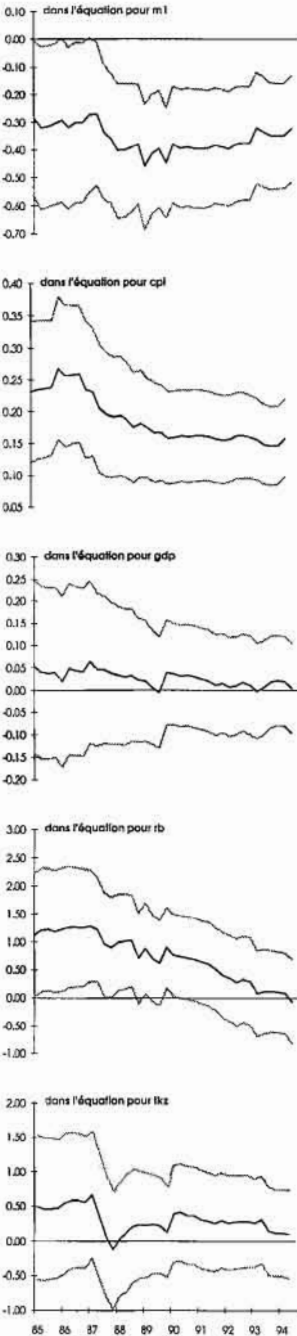
Cette section rassemble les résultats des estimations des coefficients d'ajustement qui correspondent à l'équation (1). Les coefficients d'ajustement représentent le poids avec lequel la relation de long terme (le vecteur de cointégration) entre dans chacune des équations de court terme du

¹⁷ La révision du système des prescriptions de liquidité, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1988, a supprimé les hausses massives de taux d'intérêt qui caractérisaient en fin de mois l'ancien système. Elle a par conséquent entraîné la suppression des transferts entre les dépôts à vue et les dépôts à terme que les clients des banques réalisaient en fin de mois pour profiter de ces rémunérations plus qu'alléchantes. Comme la Banque nationale ne collecte que les données de dernier jour du mois pour les composantes de ses grands agrégats, cette innovation financière a affecté de manière permanente la demande de M_1 .

¹⁸ Plusieurs essais ont été tentés avec divers taux de change et taux d'intérêt étrangers. Ils se sont tous avérés infructueux.

¹⁹ Peytrignet et Fischer (1991) avaient obtenu sur l'échantillon 1972.4 – 1989.4 une élasticité-prix variant de 0,47 à 0,81 selon la stratégie de modélisation retenue.

Figure 2: Estimation récursive des coefficients d'ajustement.



VECM (où les variables sont exprimées en différences premières).²⁰ Lorsque le coefficient d'ajustement d'une variable est nul, le vecteur de cointégration n'entre pas dans l'équation de court terme correspondant à cette variable, signifiant, dans notre cas, que M_1 n'exerce aucune influence à long terme sur ladite variable. Les résultats des estimations par la méthode de Johansen sur l'échantillon 1976.1 – 1994.2 sont les suivants (les valeurs de la statistique t sont entre parenthèses):

$$\begin{aligned} \alpha_{m1} &= -0.325 & \alpha_{cpi} &= +0.158 & \alpha_{gdp} &= +0.004 \\ &(-3.34) & &(5.15) & &(0.09) \\ \alpha_{rb} &= -0.071 & \alpha_{tkz} &= +0.099 & & \\ &(-0.19) & &(0.31) & & \end{aligned} \quad (2)$$

Les deux premiers coefficients, significativement différents de zéro, indiquent que le vecteur de cointégration (1) doit entrer dans les équations de Δm_1 et de Δcpi . Comme le vecteur de cointégration n'entre pas, statistiquement, dans les trois autres équations, on peut en tirer la conclusion [en suivant Johansen et Juselius (1992)] que les variables gdp , rb et tkz sont faiblement exogènes par rapport aux paramètres de long terme du VECM. En d'autres termes, l'absence de modélisation explicite des variables gdp , rb et tkz ne devrait pas affecter l'estimation des paramètres du vecteur de cointégration.²¹ Par contre, les variables m_1 et cpi doivent être modélisées simultanément pour obtenir une estimation efficace de ces paramètres. Un test de l'hypothèse nulle: $\alpha_{gdp} = \alpha_{rb} = \alpha_{tkz} = 0$ confirme la validité empirique de cette hypothèse avec comme résultat la statistique $\chi^2(3) = 0,17$ significative au seuil marginal de 98%. L'analyse récursive permet encore de confirmer le fait que la validité de cette hypothèse ne doit rien au hasard de la taille de notre échantillon. Les résultats de l'estimation récursive des coefficients d'ajustement sont présentés dans la figure 2. Dans ces graphiques, on remarque que la ligne correspondant à la valeur nulle de chaque coefficient appartient aux intervalles de confiance de 95% estimés pour α_{gdp} , α_{rb} et α_{tkz} .

²⁰ Formellement, α_x représente le coefficient d'ajustement du vecteur de cointégration dans l'équation de Δx_t , pour x égal à m_1 , cpi , gdp , rb et tkz . $\Delta x_t \equiv x_t - x_{t-1}$.

²¹ Une discussion plus complète du concept statistique d'exogénéité faible d'une variable se trouve dans Peytrignet et Fischer (1991) et dans Fischer et Peytrignet (1994).

Du point de vue économique, l'endogénéité jointe de m_1 et de cpi signifie que si les prix influencent M_1 à long terme, M_1 exerce également une influence durable sur l'évolution temporelle des prix. En d'autres termes, l'endogénéité jointe de ces deux variables permet de mettre en évidence un effet en retour à long terme de la création monétaire sur l'indice des prix à la consommation.²² Par ailleurs, l'exogénéité faible de gdp , rb et tkz montrent que M_1 n'exerce aucune influence à long terme sur le produit intérieur brut réel ainsi que sur les deux taux d'intérêt inclus dans le modèle. Ces résultats sont conformes aux prédictions de la théorie monétaire. Nous y reviendrons dans la section 3.3.

2.7. Spécification de long terme retenue dans la suite de l'analyse

La spécification de long terme retenue dans la suite de notre analyse statistique est obtenue par la réestimation du vecteur de cointégration en imposant la condition d'exogénéité faible de long terme des variables gdp , rb et tkz , soit $\alpha_{gdp} = \alpha_{rb} = \alpha_{tkz} = 0$. Les résultats sont présentés ci-dessous.

$$m_1 = 0.752 cpi + 1.852 gdp - 0.568 rb + 0.099 tkz \quad (3)$$

$$\alpha_{m1} = -0.342 \quad \alpha_{cpi} = +0.160 \quad \alpha_{gdp} = \alpha_{rb} = \alpha_{tkz} = 0 \quad (4)$$

Les coefficients des relations (3) et (4) ne diffèrent que marginalement de ceux des relations (1) et (2) confirmant la validité empirique de l'hypothèse d'exogénéité faible de gdp , rb et tkz par rapport aux paramètres de long terme du modèle.

3. Analyse statistique de court terme

3.1. Estimation d'un modèle à court terme

Ayant trouvé une spécification statistiquement acceptable pour caractériser l'équilibre de long terme existant entre m_1 , cpi , gdp , rb et tkz , nous pouvons modéliser les ajustements dynamiques qui permettent à l'économie d'atteindre asymptotiquement cet équilibre de long terme. Le modèle dynamique est obtenu par application de

la méthode de Hendry, Mizon et Doornik qui suggère une stratégie de réduction du VECM en un modèle à équations simultanées (SEM).

Par gain de place, les résultats intermédiaires du processus de réduction ne sont pas présentés ici. Un test de (sur)identification montre que le SEM surpasse le VECM-P1 dont il est issu au seuil marginal de signification de 77% [$\chi^2(22) = 16,91$]. Le résultat de ce test confirme formellement la validité du processus de réduction. Il est clair que cette méthodologie ne garantit pas l'unicité du processus de réduction et donc celle de la spécification de court terme qui en résulte. Dans notre cas cependant deux processus de réduction indépendants ont abouti au même modèle à équations simultanées.²³ Ce modèle est présenté ci-dessous (les constantes et les variables muettes saisonnières de chaque équation ne sont pas reportées):²⁴

$$\Delta m_{1t} = +0.231 \Delta m_{1t-3} - 0.156 \Delta tkz_t - 0.150 \Delta rb_t + 0.109 \Delta rb_{t-3} + 0.100 \Delta rb_{t-4} - 0.476 \Delta gdp_{t-4} - 0.253 CV_{t-1} \quad (5a)$$

$$\Delta cpi_t = -0.090 \Delta m_{1t-3} - 0.035 \Delta rb_{t-1} - 0.030 \Delta rb_{t-3} + 0.120 CV_{t-1} \quad (5b)$$

$$\Delta gdp_t = +0.259 \Delta gdp_{t-4} - 0.047 \Delta tkz_{t-3} \quad (5c)$$

²² L'endogénéité jointe à long terme de m_1 et de cpi est une propriété qui est robuste au choix de la définition de la variable retenue comme «proxy» du volume des transactions énuméré dans la note 16.

²³ Dans le premier processus de réduction, les cinq équations ont été modélisées simultanément. Dans le second processus, l'équation de Δtkz a été modélisée en premier lieu, puis celle de Δrb et ainsi de suite pour finir avec celle de Δm_1 .

²⁴ En se référant à ce qui a été mentionné dans la note 16, l'imposition d'une élasticité-prix de long terme unitaire pour M_1 change quelque peu la magnitude, mais pas le signe, des coefficients à court terme du modèle (5). Cependant, le remplacement de l'équation (5f) par l'équation (1c) produit une augmentation de la valeur de l'écart-type des coefficients et réduit ainsi la précision de l'estimation de ces derniers. Cette dernière raison nous convainc qu'imposer une élasticité-prix de long terme unitaire est une contrainte qui est abusive empiriquement sur l'échantillon 1976.1 – 1994.2.

$$\Delta rb_t = +0.422 \Delta rb_{t-1} + 4.356 \Delta gdp_t \quad (5d)$$

(4.51) (2.58)

$$\Delta tkz_t = +0.374 \Delta tkz_{t-3} - 0.914 \Delta m_{t-1} + 0.252 \Delta rb_{t-1} \quad (5e)$$

(4.04) (-15.04) (-21.79) (2.63)

$$CV_t = m_{it} - 0.752 cpi_t - 1.852 gdp_t + 0.568 rb_t - 0.099 tkz_t \quad (5f)$$

(-15.04) (-7.62) (-21.79) (19.59)

Ecart - type des équations :

(5a) : 1.66%, (5b) : 0.47%, (5c) : 0.83%, (5d) : 5.10%,
(5e) : 4.71%.

À l'issue du processus de réduction, le vecteur de cointégration (*CV*) n'entre que dans les équations (5a) et (5b). Ce résultat est conforme à l'analyse de cointégration menée dans la section 2.6. Les coefficients d'ajustement α_{m1} et α_{cpi} estimés dans le modèle simultané (5) par la méthode du maximum de vraisemblance à information complète sont quelque peu inférieurs (en valeur absolue) aux estimations faites à l'aide de la méthode de Johansen. Cependant, les deux méthodes d'estimation ne donnent pas des résultats statistiquement différents. Ceci montre que les réductions opérées sur le VECM sont acceptables.

Le modèle simultané (5) satisfait les tests inclus dans le logiciel Pc-Fiml. Les résidus du modèle, pris globalement, ne présentent aucun signe d'autocorrélation, bien que l'équation du produit intérieur brut, prise individuellement, souffre d'une légère autocorrélation négative et celle du rendement des obligations de la Confédération d'une autocorrélation positive. La normalité des résidus du système est assurée (seuil marginal de signification de 30%). Cependant, les résidus de l'équation de Δtkz présentent un problème de valeur extrême. Les résidus du système, enfin, peuvent être considérés comme statistiquement homoscédastiques. Nous allons tester la robustesse des estimations dans la section suivante, avant d'interpréter les résultats du point de vue économique.

3.2. Robustesse des résultats et stabilité temporelle des paramètres

Pour tester la robustesse du test par lequel le SEM surpasse le VECM-P1, ces deux modèles ont

été estimés récursivement à l'aide de la méthode du maximum de vraisemblance pour le SEM et par les moindres carrés ordinaires pour le VECM-P1. Le test de (sur)identification a ensuite été calculé pour chaque échantillon, le premier pour la période s'étendant de 76.1 à 85.1 et le dernier de 76.1 à 94.2. Les résultats ont montré que le modèle à équations simultanées surpasse le VECM sur tous les échantillons, la statistique calculée restant continuellement bien inférieure à la valeur critique de 5%. Ceci représente un signe très positif en faveur du processus de réduction utilisé.²⁵

L'analyse récursive du SEM est également utilisée pour tester la stabilité temporelle des paramètres. Plus précisément, les résidus récursifs du modèle simultané, ainsi qu'un test récursif de Chow, sont présentés dans la figure 3. Le test de Chow montre que les paramètres de court terme du modèle ne présentent aucun signe d'instabilité générale, exception faite au premier trimestre 1990. L'inspection visuelle des résidus récursifs révèle que cette instabilité temporaire provient d'un mouvement de tkz inexpliqué par le modèle.

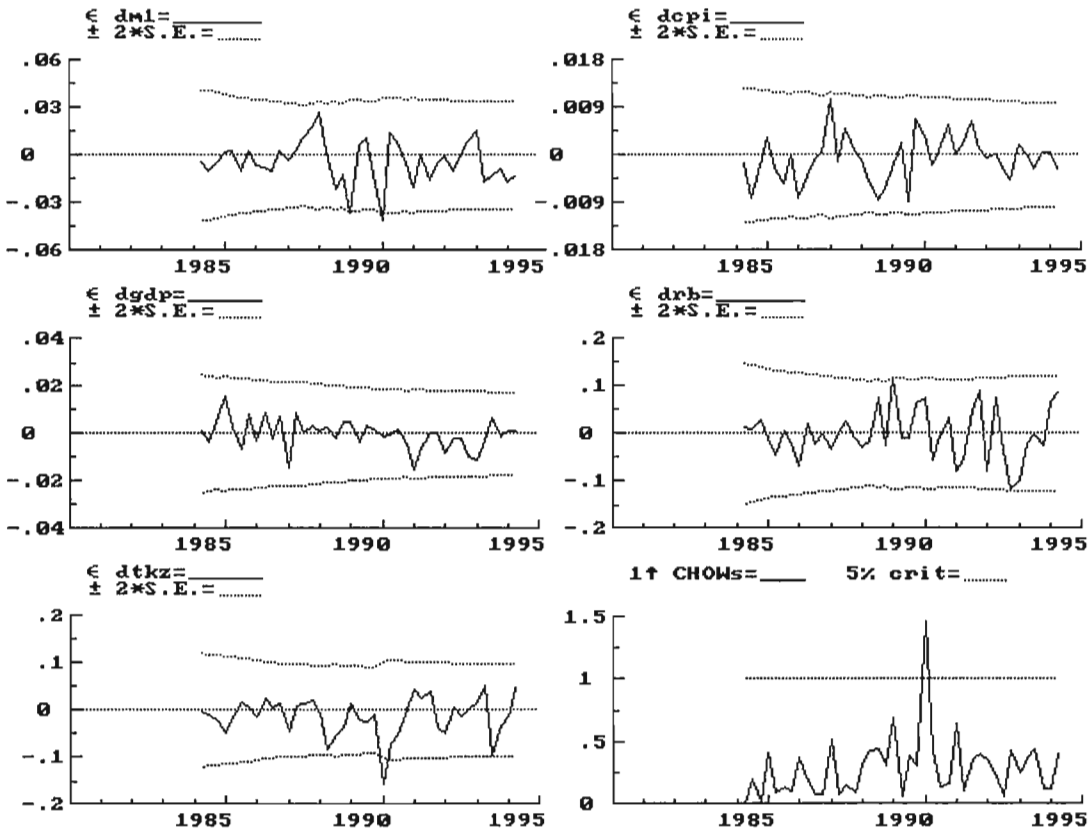
L'analyse récursive montre également une certaine instabilité des résidus de rb depuis 1992. Cette instabilité est liée d'abord à la baisse du degré de restriction de la politique monétaire depuis la mi-1992 et ensuite à la hausse soutenue du rendement des obligations de la Confédération suite à la hausse généralisée des taux d'intérêt longs mondiaux. Ces deux faits historiques ne sont pas pris en compte par le modèle.

3.3. Interprétation des résultats

Dans cette section, nous allons tenter de donner une interprétation aux estimations des coefficients de court terme. Ce faisant, il faut se rappen-

²⁵ A titre de comparaison, un processus de réduction similaire a été appliqué au VECM utilisant le produit intérieur brut nominal ($gdpn$) comme variable d'échelle en lieu et place des variables cpi et gdp (modèle mentionné dans la note 16). Calculé de manière récursive, le test de (sur)identification montre que le modèle à équations simultanées qui résulte du processus de réduction ne surpasse pas son VECM-P1 correspondant avant 1991.

Figure 3: Résidus récursifs du modèle à équations simultanées.



($d \equiv \Delta$).

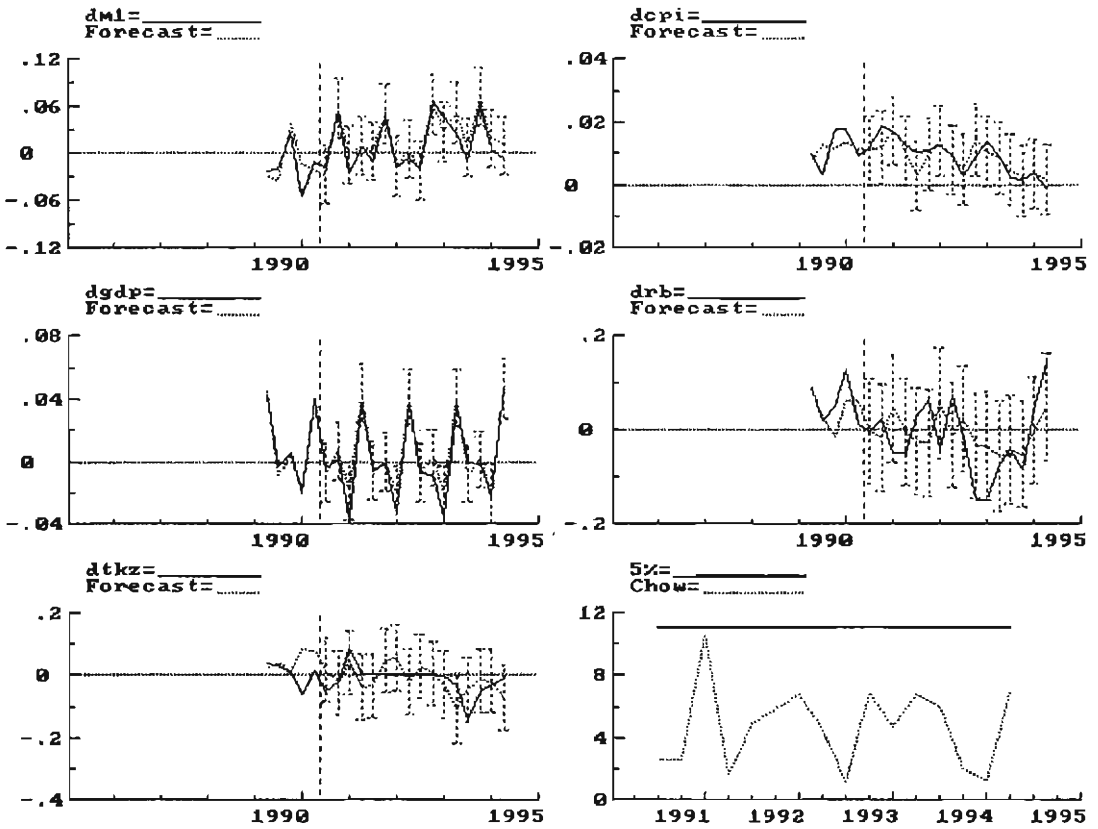
ler que le modèle à équations simultanées est issu d'un VAR. Par conséquent, ses coefficients de court terme peuvent ne pas avoir une signification claire du point de vue de la théorie économique, cette dernière ne jouant qu'un rôle secondaire dans le choix des variables retenues dans les équations de court terme.

L'équation (5a) modélise les ajustements à court terme de m_1 . Le coefficient d'ajustement négatif du vecteur de cointégration a le signe que l'on pouvait attendre et une magnitude acceptable. Une création monétaire en excès de l'équilibre à long terme ($CV > 0$) entraîne un ajustement à la baisse de m_1 . Cette condition est suffisante pour assurer la stabilité dynamique de cette équation. Les effets à court terme du taux d'intérêt long sont ambigus. Ils sont d'abord négatifs (comme on

peut s'y attendre en présence d'une fonction de demande de monnaie) et sont ensuite complètement corrigés, après trois trimestres, par des effets positifs. Ces effets sont donc difficilement interprétables du point de vue économique. Par contre, les effets négatifs de la progression du produit intérieur brut réel sur la croissance monétaire sont explicables si l'on se place dans une perspective d'offre de monnaie, perspective plus réaliste à adopter dans le court terme que dans le long terme. En effet, une hausse du produit intérieur peut représenter une pression conjoncturelle qui va induire une contraction de l'offre de M_1 après un certain laps de temps.

L'équation des prix à la consommation (5b) contient, outre les variables de court terme, le vecteur de cointégration. A court terme, une hausse des

Figure 4: Prévisions (Forecast) statiques.



Les barres verticales en pointillés représentent un intervalle de confiance de 95%. Le test de constance des paramètres sur l'horizon prévisionnel de 16 trimestres donne $F(80,46) = 1.09$, soit un seuil marginal de signification de 38% ($d = \Delta$).

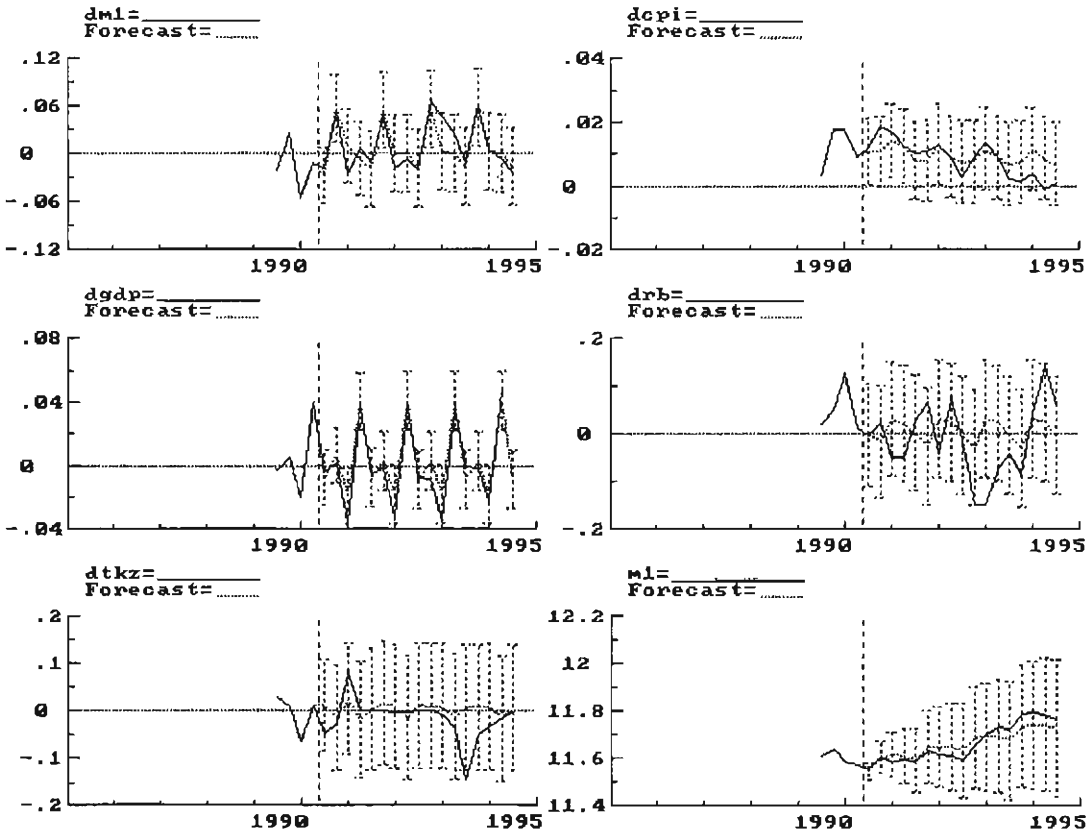
taux longs ralentit le renchérissement alors qu'une diminution de M_1 stimule l'inflation. Les effets pervers temporaires des mouvements de Δm_1 sur Δcpi sont bien connus en Suisse. Ils résultent généralement des répercussions systématiques autorisées des variations des taux hypothécaires sur les loyers.²⁶ Le signe positif et la magnitude du coefficient d'ajustement du vecteur de cointégration confirment le fait qu'une création monétaire en excès de l'équilibre à long terme ($CV > 0$) exerce un effet inflationniste sur les prix à la consommation.

En plus d'un effet auto-régressif, les variations du produit intérieur brut réel, équation (5c), sont influencées négativement par une hausse du taux d'intérêt TKZ. Ceci reflète les effets à court terme

sur la conjoncture d'une politique monétaire plus restrictive. Par contre, fait plus surprenant, il semble ne pas y avoir d'effet en retour négatif des taux d'intérêt longs sur l'évolution du produit intérieur dans ce modèle. L'absence du vecteur de cointégration dans l'équation (5c) peut être interprétée comme un signe en faveur de la neutralité à long terme de la monnaie: la création monétaire

²⁶ L'absence de Δcpi dans l'équation de Δm_1 ainsi que le coefficient négatif attaché à Δm_1 dans l'équation de Δcpi peuvent également avoir une autre interprétation. Giannoni (1994) a montré que l'on devait s'attendre à observer une corrélation faible voire négative entre la croissance monétaire et l'inflation, à court terme, dès lors que la banque centrale est attachée à la stabilité des prix et qu'elle poursuit une politique monétaire quantitative.

Figure 5: Prévisions dynamiques.



($\sigma \equiv \Delta$).

n'exerçant pas d'effet systématique à long terme sur le produit intérieur brut réel.

Concernant l'équation (5d), le taux d'intérêt long s'accroît lorsque la conjoncture s'accélère. Ceci est conforme à nos anticipations. Cependant, la taille de l'écart-type de (5d) – 5,1% – montre que *rb* est mal modélisé par cette équation. D'autres variables, absentes du modèle, influencent certainement ce taux d'intérêt. On pourrait envisager, dans ces conditions, de considérer la variable *rb* comme faiblement exogène et donc de conditionner le modèle (5) en ne gardant qu'un système à quatre équations. Un essai d'estimation d'un tel système montre que les coefficients de court terme du modèle ne sont pas affectés par cette opération de conditionnement ce qui con-

firme le statut d'exogénéité de court terme de *rb*. Cependant, le modèle à quatre équations simultanées ne surpasse plus le VECM-P1 qui lui est associé.

Les coefficients de l'équation (5e), qui explique les mouvements à court terme de *tkz*, correspondent à ce que nous pouvions attendre. À côté d'un processus auto-régressif, *tkz* subit un effet de liquidité par la création monétaire à court terme et subit une influence positive par les mouvements haussiers des rendements des obligations de la Confédération. La taille de l'écart-type de cette équation – 4,7% – pourrait également nous inciter à considérer *tkz* comme faiblement exogène par rapport aux paramètres de court terme du modèle. Un essai a toutefois montré que les esti-

mations de ces coefficients sont fortement affectés par une telle hypothèse. Nous gardons donc tkz comme endogène.

4. Prévisions

Dans cette section, nous voulons analyser graphiquement les capacités prévisionnelles du système (5). Des prévisions statiques pour les seize derniers trimestres de l'échantillon se terminant au deuxième trimestre de 1994 sont présentés dans la figure 4 tandis que des prévisions dynamiques sur le même horizon sont rassemblées dans la figure 5. Les prévisions statiques utilisent les valeurs observées des variables indépendantes tandis que les prévisions dynamiques utilisent les valeurs prédites par le modèle.

La figure 4 montre que le modèle prévoit correctement l'évolution des variables et que ses paramètres restent constants sur l'horizon prévisionnel 1990.3–1994.2 (la statistique calculée reste toujours inférieure à la valeur critique de 5% dans le graphique du test de Chow). Les prévisions dynamiques contenues dans la figure 5 montrent que le modèle prévoit relativement bien les mouvements de m_1 . Il a par contre plus de difficultés à suivre le mouvement de l'inflation depuis 1993 et surtout celui des taux d'intérêt. Ceci illustre ce que nous mentionnions plus haut au sujet des rendements des obligations de la Confédération. Sur cet horizon prévisionnel, les mouvements des taux longs depuis le troisième trimestre de 1992 ne sont plus prévus par le modèle. En particulier, la hausse de 1994, échappant au modèle, a contribué à accélérer le processus de désinflation déjà en cours, ce qui explique la différence de qualité entre les prévisions statiques et dynamiques de l'inflation.²⁷

5. Conclusions

L'analyse présentée dans cet article est préliminaire. En effet, le nombre de données à disposition est relativement faible et les hypothèses qui ont été nécessaires pour reconstruire la série des comptes de transactions jusqu'à la fin de 1992 [cf. Fluri (1995)] peut rendre assez précaires les résultats d'une analyse économétrique. Toutefois, si le

modèle de court terme que nous avons estimé reste discutable eu égard à la non unicité possible du processus de réduction, certains résultats de long terme peuvent être considérés comme fiables. C'est le cas notamment de l'existence d'une relation de long terme, stable empiriquement, liant l'agrégat M_1 , définition 1995, à l'indice des prix à la consommation, au produit intérieur brut réel, au rendement des obligations de la Confédération et au rendement des comptes de transactions. Un autre résultat fiable semble être la non exogénéité faible des prix par rapport aux paramètres de long terme du modèle. La présence de la relation de long terme dans l'équation des prix permet d'identifier un effet en retour de la croissance de M_1 sur les prix à la consommation. Ce résultat contraste avec ceux obtenus avec la même méthodologie statistique pour l'agrégat M_2 , définition 1995, [cf. Fischer et Peytrignet (1994)] où le vecteur de cointégration n'entre que dans la fonction de demande de M_2 . Les autres résultats obtenus dans cet article sont résumés dans la dernière partie de l'introduction. Ils ne sont pas répétés ici.

Nous pensons que cette étude devra être suivie par une analyse plus fine du modèle présenté, notamment en ce qui concerne le choix et le nombre des variables à inclure dans le VECM. En ce qui concerne le choix des variables, il faut noter que cette étude a déjà exploré plusieurs alternatives: prise en compte du produit intérieur brut nominal en lieu et place de l'indice des prix et du produit intérieur brut réel, définitions alternatives de l'indice des prix et du volume des transactions, restriction unitaire a priori de l'élasticité-prix de long terme de M_1 , système à six variables incluant le taux à trois mois des dépôts en francs suisses sur l'euro-marché. La plupart de ces alternatives ont été abandonnées sur la base de l'instabilité des paramètres révélées par l'analyse récursive. En ce qui concerne le nombre de variables à inclure dans le VECM, il faut se rappeler qu'augmenter le

²⁷ Les prévisions dynamiques faites en considérant la variable rb comme exogène confirment la validité de cette explication. Le modèle (5), réestimé sous cette hypothèse, prédit mieux l'inflation. Comme dans ces prévisions dynamiques les autres variables utilisent les valeurs prédites par le modèle, la cause de cette amélioration ne peut provenir que de la hausse récente de RB considérée comme exogène.

nombre de variables dans l'analyse accroît potentiellement le nombre de vecteurs de cointégration. Et identifier statistiquement plusieurs vecteurs de cointégration reste un exercice difficile surtout lorsque l'échantillon est de taille réduite. On pourrait dès lors être tenté de reconstituer des séries plus longues de M_1 , définition

1995. Cet exercice a pourtant ses limites. La solution la plus raisonnable semble donc d'attendre que le temps nous fournisse naturellement de nouvelles données, ce qui devrait faciliter l'identification économique des paramètres d'un modèle statistique et permettre ainsi une interprétation non équivoque des résultats.

Annexe I

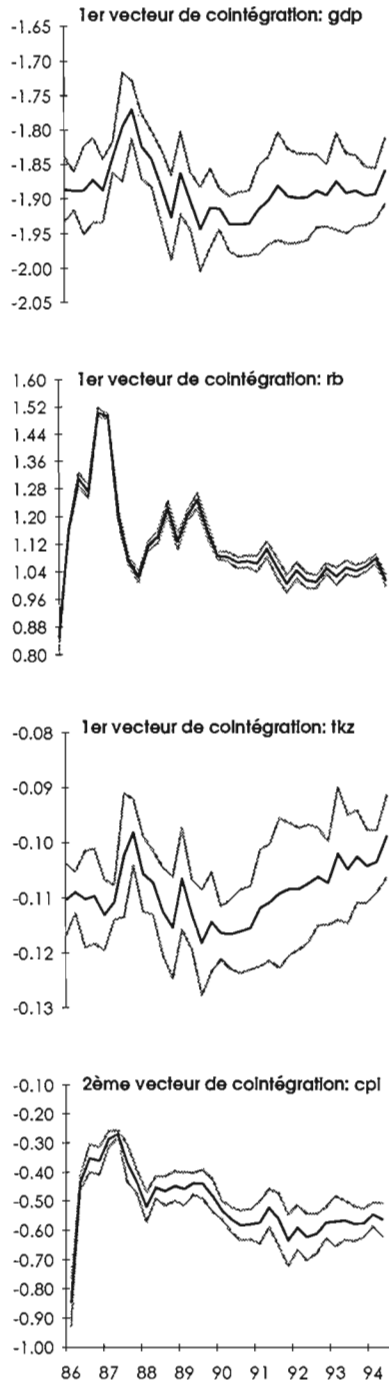
Analyse de long terme avec deux vecteurs de cointégration

Dans le cas où il n'existe qu'un seul vecteur de cointégration, la variable stationnaire ainsi définie est statistiquement identifiée et peut être interprétée comme une mesure des déviations de la variable non stationnaire qui nous intéresse par rapport à son équilibre de long terme. Dans le cas où il existe plusieurs vecteurs de cointégration, l'interprétation des résultats devient plus problématique. En effet, les vecteurs de cointégration ne définissent en soi qu'un espace de stationnarité. Dès lors, toute combinaison linéaire de deux vecteurs de cointégration est elle-même un vecteur de cointégration. Ainsi, un problème statistique d'identification se pose et les valeurs estimées des paramètres de ces vecteurs ne sont plus interprétables directement. Pour pouvoir procéder à une interprétation, il faut imposer au système des contraintes d'identification. Johansen et Juselius (1994) ont publié un test qui permet de rejeter – ou de ne pas rejeter – un ensemble de restrictions d'identification. Dans notre système, nous imposons deux de ces contraintes. Premièrement, l'élasticité-prix du premier vecteur est imposée égale à 1, afin d'associer le premier vecteur à une demande à long terme de M_1 . Deuxièmement, afin d'identifier le second vecteur comme une fonction modélisant le taux d'intérêt à long terme, nous imposons a priori que tkz n'entre pas dans l'équation de rb .²⁸ En estimant le VECM sous ces contraintes, nous obtenons les équations suivantes (les constantes sont omises et les valeurs de la statistique t sont mises entre parenthèses):

$$\begin{aligned}
 m_1 &= cpi + 1.825 gdp - 0.977 rb + 0.107 tkz \\
 &\quad (24,33) \quad (-16,84) \quad (7,13) \\
 rb &= 0.521 cpi - 0.535 gdp + 0.236 m_1 \\
 &\quad (2,29) \quad (-1,20) \quad (0,95)
 \end{aligned}
 \tag{A1.1}$$

On remarque que les signes des coefficients du premier vecteur sont conformes à ce que l'on peut attendre d'une demande de monnaie, bien

Figure A1: Estimation récursive des paramètres des deux vecteurs de cointégration.



²⁸ Tous les efforts pour identifier le second vecteur de cointégration comme une équation de long terme pour les prix se sont avérés vains.

que la magnitude de l'élasticité-revenu soit très élevée. Cependant, deux coefficients du second vecteur sont non significatifs. En imposant la nullité de ces deux coefficients, restriction de (sur-)identification non rejetée [seuil de signification 96%], on obtient finalement les équations suivantes:

$$\begin{aligned} m_1 &= cpi + 1.860 gdp - 1.015 rb + 0.099 tkz \\ &\quad \quad \quad (33.82) \quad \quad \quad (-35.00) \quad \quad \quad (8.25) \\ rb &= 0.563 cpi \\ &\quad \quad \quad (8.94) \end{aligned} \quad (A1.2)$$

Les estimations des élasticités des deux vecteurs ne varient guère. Les paramètres semblent par ailleurs mieux estimés (les valeurs de la statistique t sont plus élevées).

Pour tester la robustesse de ces estimations, nous appliquons la méthode de Johansen de manière récursive [cf. Hansen et Johansen (1993)]. Les graphes des estimations des paramètres des vecteurs de cointégration sont présentés dans la figure A1. On remarque que les estimations récursives des paramètres des deux vecteurs présentent une forte instabilité. Non seulement ils sont sérieusement affectés par les innovations financières de 1987–1988, mais ils restent instables dans les années 1990 sans aucune raison économique apparente. Il semble donc que la spécification du VECM avec deux vecteurs de cointégration représente une contrainte trop forte eu égard au nombre limité de données. La spécification avec un seul vecteur de cointégration paraît être le choix le plus plausible.

Références

- Banque Nationale Suisse (1995). «Révision de la statistique monétaire», *Monnaie et conjoncture*, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, N° 1.
- Dickey, D. A. et W. A. Fuller (1979). «Distribution of the Estimators for Autoregressive Time-Series with a Unit-Root», *Journal of American Statistical Association*, Vol. 74, p. 427–31.
- Doornik, J. A. et D. F. Hendry (1994). «PcFiml 8.0: Interactive Econometric Modelling of Dynamic Systems», London, International Thomson Publishing.
- Doornik, J. A. et H. Hansen (1994). «A practical test for univariate and multivariate normality». Working paper, Nuffield College, Oxford.
- Fischer, A. et M. Peytrignet (1994). «Geldmengen-aggregate: Was bringt die Ausklammerung der Termingelder?», *Monnaie et conjoncture*, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, N° 3, p. 243–52.
- Fluri, R. (1995). «Grundlagen zur Revision der Geld-aggregate im Jahre 1995», *Monnaie et conjoncture*, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, N° 1.
- Giannoni, M. (1994). «Does money growth no longer affect inflation?», Banque nationale suisse, miméo.
- Granger, C. W. J. et P. Newbold (1974). «Spurious regressions in econometrics», *Journal of Econometrics*, Vol. 2, p. 111–20.
- Hansen, H. et S. Johansen (1993). «Recursive Estimation in Cointegrated Var-Models», Preprint 1993, No. 1, Institute of Mathematical Statistics, University of Copenhagen.
- Hansen, H. et K. Juselius (1994). «Manual to Co-integration Analysis of Time Series CATS in RATS», mimeo, Institute of Economics, University of Copenhagen.
- Hendry, D. F. et J. A. Doornik (1994). «Modelling linear dynamic econometric systems», *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 41, p. 1–33.
- Hendry, D. F. et G. E. Mizon (1993). «Evaluating dynamic econometric models by encompassing the VAR», P. C. B. Phillips (ed.), *Models, Methods and Applications of Econometrics*, Oxford, Basil Blackwell, p. 272–300.
- Hendry, D. F. (1995). *Dynamic Econometrics*, Oxford, Oxford University Press.
- Johansen, S. (1988). «Statistical Analysis of Co-integration Vectors», *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 12, p. 231–54.
- Johansen, S. et K. Juselius (1990). «Maximum Likelihood Estimation and Inference on Co-integration – with Applications to the Demand for Money», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 52, p. 169–210.
- Johansen, S. et K. Juselius (1994). «Identification of the long-run and the short-run structure. An application to the ISLM Model», *Journal of Econometrics*, Vol. 63, p. 7–36.
- Kohli, U. R. (1984). «La demande de monnaie en Suisse», *Monnaie et conjoncture*, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, N° 4, p. 64–70.
- Laidler, D. E. W. (1977). *The Demand For Money, Theories and Evidence*, New York, Dun-Donnelley.
- Nelson, C. R. et C. I. Plosser (1982). «Trends in Random Walks in Macroeconomic Time Series», *Journal of Monetary Economics*, Vol. 10, p. 139–62.
- Osterwald-Lenum, M. (1992). «A Note with Quantiles of the Asymptotic Distribution of the Maximum Likelihood Cointegration Rank Test Statistics», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 54, p. 461–72.
- Peytrignet, M. et A. Fischer (1991). «Agrégats monétaires suisses: M₁ exogène ou endogène?», *Monnaie et conjoncture*, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, N° 3, p. 247–81.

Strafrechtlicher Schutz von Banknoten

Auswirkungen der Revision des Vermögens- und Urkundenstrafrechts
auf die Praxis der Schweizerischen Nationalbank
Marc Raggenbass*

Die Einführung von Papiergeld durch einzelne Emissionsinstitute in der Schweiz geht auf die Mitte des letzten Jahrhunderts zurück. Erst die Verfassungsrevision von 1891¹ brachte dem Bund das Notenmonopol. Fünfzehn Jahre später, am 16. Januar 1906, trat das Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank² in Kraft. Damit übertrug der Bund das ausschliessliche Recht zur Ausgabe von Banknoten der Schweizerischen Nationalbank (SNB)³. Die damaligen Hauptaufgaben der SNB⁴, nämlich den Geldumlauf des Landes zu regeln und den Zahlungsverkehr zu erleichtern, sowie die Berechtigung und Verpflichtung der SNB, nach dem Bedürfnis des Verkehrs und unter den durch das Nationalbankgesetz aufgestellten Bedingungen Banknoten auszugeben⁵, entsprachen praktisch wörtlich den heute geltenden Gesetzesbestimmungen⁶.

Gemäss Art. 17 NBG trägt die Nationalbank die alleinige Verantwortung für die von ihr ausgegebenen Banknoten. Dies veranlasste die SNB, zusätzlich zu den strafrechtlichen Bestimmungen selber Massnahmen zu ergreifen, um die Banknoten vor möglichen Fälschungen besser zu schützen. Gestützt auf ihr Urheberrecht an den Banknoten stellte die SNB seit Ende der 60er Jahre Grundsätze auf, unter denen Banknotenreproduktionen zulässig waren. Mit der Einführung der revidierten Urheberrechtsbestimmungen am 1. Juli 1993⁷ fiel der Urheberrechtsschutz der Zahlungsmittel weg⁸. Seither obliegt der Schutz der Banknoten ausschliesslich dem Strafrecht⁹.

Das Strafrecht unterteilt die Gelddelikte einerseits in Geldfälschungsdelikte¹⁰, die als Verbrechen oder Vergehen ausgestaltet sind, und andererseits in Geldnachahmungsdelikte, die als

Übertretungen konzipiert sind¹¹. Die nachfolgenden Ausführungen befassen sich ausschliesslich mit der Übertretungsstrafnorm und innerhalb dieses Tatbestandes nur mit der Wiedergabe und Nachahmung von Banknoten. Im I. Teil wird die Tragweite der revidierten Strafnorm von Art. 327 StGB erläutert. Im II. Teil wird das Merkblatt der SNB vom 1. Januar 1995 erörtert, mit dem die SNB die Strafnorm konkretisiert und so die – insbesondere präventive – Wirkung der Bestimmung zu verstärken sucht.

¹ Art. 39 Bundesverfassung (BV).

² Nationalbankgesetz vom 16. Oktober 1905 (altNBG) AS 22, 47.

³ Art. 1 altNBG.

⁴ Art. 2 altNBG.

⁵ Art. 18 Abs. 1 altNBG.

⁶ Art. 2 Abs. 1 und Art. 17 Abs. 1 Nationalbankgesetz vom 23. Dezember 1953/15. Dezember 1978 (NBG) SR 951.11.

⁷ Bundesgesetz über das Urheberrecht und verwandte Schutzrechte vom 9. Oktober 1992 (Urheberrechtsgesetz/URG) SR 231.1.

⁸ Art. 5 lit. b URG; diese Gesetzesbestimmung entspricht nicht der Berner Übereinkunft zum Schutze von Werken der Literatur und Kunst, revidiert in Paris am 24. Juli 1971 (RBÜ), die für die Schweiz am 25. September 1993 in Kraft getreten ist (SR 0.231.15). Die RBÜ – wie auch das Welturheberrechtsabkommen, revidiert am 24. Juli 1971 in Paris (WUA), für die Schweiz seit 21. September 1993 rechtsverbindlich – erlauben der Gesetzgebung der Verbandsländer nur, amtliche Texte auf dem Gebiet der Gesetzgebung, Verwaltung und Rechtsprechung sowie amtliche Übersetzungen dieser Texte vom Schutzzumfang auszunehmen. Im Gegensatz zu den schweizerischen Banknoten genossen ausländische Banknoten in der Schweiz deshalb nach wie vor Urheberrechtsschutz im Umfang dieser Abkommen.

⁹ Art. 64 Abs. 1 NBG hält fest, dass die Nachahmung und Verfälschung von Banknoten sowie das Inumlaufsetzen, Einführen, Erwerben und Lagern falscher und verfälschter Banknoten nach den Bestimmungen des Schweizerischen Strafgesetzbuches bestraft werden.

¹⁰ Art. 240ff. Schweizerisches Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937 (StGB) SR 311.0.

¹¹ Art. 327 StGB.

* Mitarbeiter des Rechtsdienstes der Schweizerischen Nationalbank.

I Gelddelikte

1. Rechtsgrundlagen

Banknoten und Münzen sind aufgrund des staatlichen Ausgabemonopols¹² ein besonderes Gut und bedürfen des strafrechtlichen Schutzes. Es soll gewährleistet sein, dass die Zahlungsmittel nicht Gegenstand von Handlungen werden, die gegen den Grundsatz von Treu und Glauben verstossen, wie dies etwa bei Fälschungen oder anderen Täuschungen der Fall ist¹³. Dies ist besonders deshalb nötig, weil in unserem Geldsystem der innere Wert der Zahlungsmittel (Stoffwert) unter dem Nennwert liegt. Diesen strafrechtlichen Schutz gewährleisten die Art. 240 – 244, 250 und 327 StGB sowie Art. 9 Münzgesetz¹⁴, Bestimmungen, die auf internationaler Ebene durch das Abkommen vom 20. April 1929 zur Bekämpfung der Falschmünzerei¹⁵ vervollständigt werden¹⁶. Davon zu unterscheiden ist der strafrechtliche Schutz des Banknotenmonopols, wie er in Art. 65 NBG verankert ist.

2. Geldfälschungsdelikte im Unterschied zur Übertretungsstrafnorm

Die Geldfälschungsdelikte pönalisieren verschiedene Geldfälschungshandlungen, die alle in der Absicht erfolgen, das Falschgeld anschliessend als echt in Umlauf zu bringen. Schutzobjekt ist das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Banknoten als gesetzliche Zahlungsmittel. Der Täter beabsichtigt die Täuschung Dritter über die Echtheit der in Umlauf gesetzten Banknoten.

Die grosse Bedeutung des Geldes in der arbeitsteiligen Marktwirtschaft sowie die negativen wirtschafts- und gesellschaftspolitischen Auswirkungen von Falschgeld im Geldkreislauf veranlassten den Gesetzgeber, Rechtsgrundlagen zu schaffen, um diese Gefahren möglichst frühzeitig ahnden und bekämpfen zu können. Art. 327 StGB, eine im Vergleich zu den Geldfälschungsdelikten vorbeugende Übertretungsstrafnorm, wurde aus dieser Absicht heraus erlassen. In Art. 327 StGB wird die Strafbarkeit gewissermassen vorverlegt. Es macht sich bereits strafbar, wer die Gefahr schafft, dass Reproduktionen von Banknoten gesetzwidrig verwendet werden könnten. Im Unter-

schied zu den Geldfälschungsdelikten hat hier der Täter nicht die Absicht, Falschgeld in Umlauf zu bringen. Zweck der Reproduktionen ist nicht die unmittelbare Erlangung eines Vermögensvorteils, sondern ihre Verwendung für andere Zwecke, z.B. als Werbe- oder Informationsträger.

Am 1. Januar 1995 trat mit den revidierten Gesetzesbestimmungen des Vermögens- und Urkundenstrafrechts¹⁷ auch die neue Strafnorm bezüglich das «Wiedergeben und Nachahmen von Banknoten oder amtlichen Wertzeichen ohne Fälschungsabsicht» in Kraft. An der beschriebenen Zielsetzung des Art. 327 StGB hat sich mit der Revision nichts geändert. Auch die neue Strafnorm schützt generell die Sicherheit des Geld-, insbesondere des Zahlungsverkehrs.

Die Revision soll jedoch einen erhöhten Präventiveffekt bewirken. Das grosse Vertrauen in die schweizerischen Banknoten führt erfahrungsgemäss oft dazu, dass das Publikum selbst grobe Banknotenimitationen als echte Zahlungsmittel entgegennimmt. In dieser Situation besteht die Gefahr, dass zu Reklame- bzw. Informationszwecken oder zum Scherz hergestellte Reproduktionen von Dritten zu Täuschungszwecken missbraucht werden könnten. Dem kann mit der neuen Strafnorm besser entgegengewirkt werden, einerseits durch einen präzisierten Tatbestand – insbesondere eine nähere Umschreibung der Verwechslungsgefahr – und andererseits, indem neu auch die fahrlässige Tatbegehung strafrechtlich erfasst wird¹⁸.

¹² Art. 38 BV umschreibt das Münzregal, Art. 39 BV das Ausgabemonopol von Banknoten.

¹³ Junod Charles-André, Kommentar BV zu Art. 38 N 21.

¹⁴ Bundesgesetz über das Münzwesen vom 18. Dezember 1970 (Münzgesetz/MünzG) SR 941.10.

¹⁵ SR 0.311.51.

¹⁶ Junod Charles-André, Kommentar BV zu Art. 38 N 22.

¹⁷ Schweizerisches Strafgesetzbuch, Militärstrafgesetz (Strafbare Handlungen gegen das Vermögen und Urkundenfälschung); Änderung vom 17. Juni 1994 (AS 1994, 2290).

¹⁸ BBl 1991 II 1091.

3. Tatbestandsmässiges Verhalten gemäss Art. 327 StGB

3.1 Objektiver Tatbestand

a) Das tatbestandsmässige Verhalten besteht vorerst im *Wiedergeben oder Nachahmen von schweizerischen oder ausländischen Banknoten*.

aa) Tatobjekt sind *schweizerische und ausländische Banknoten*. Banknoten sind die von einem völkerrechtlich anerkannten Staat oder von einer durch ihn ermächtigten Stelle als Wertträger beglaubigten Zahlungsmittel, solange sie gesetzlichen Kurs haben¹⁹. Keine Banknoten sind infolgedessen frühere Zahlungsmittel, die «verrufen», d.h. ausser Kurs gesetzt worden sind, und deshalb auch von der Notenbank nicht mehr entgegengenommen werden²⁰, während der blosserückruf an der Geldeigenschaft nichts ändert²¹.

Mit der Revision von Art. 327 StGB wurde unter dem Eindruck der Rechtsprechung²² das Tatobjekt «Papiergeld» aus der Strafbestimmung gestrichen²³. Damit stimmt das Tatobjekt der revidierte Strafnorm inhaltlich mit jenem des Art. 64 Abs. 1 NBG überein.

Demgegenüber erweitert das Nationalbankgesetz den Schutzbereich der Strafbestimmungen (Art. 240ff., 327 StGB) über den erwähnten Banknotenbegriff hinaus auf Geldzeichen, die den Banknoten gleichartig sind (Art. 64 Abs. 2 NBG). Als Geldzeichen gelten auch Goldzertifikate²⁴ in Form von Wertpapieren, die ein Eigentums- oder Forderungsrecht auf gemünztes oder ungemünztes Gold verkörpern und auf den Inhaber gestellt sind oder wie Inhaberpapiere übertragen werden können (Art. 65 Abs. 2 NBG). Die Ausgabe von Goldzertifikaten – wozu die SNB berechtigt wäre²⁵ – wurde allerdings zu keiner Zeit praktiziert²⁶, und auch der Bund hat seit Ende des Ersten Weltkrieges von der Möglichkeit, «andere gleichartige Geldzeichen» herauszugeben, keinen Gebrauch gemacht²⁷. Mit der Aufhebung der Pflicht der SNB, ihre Banknoten in Gold einzulösen²⁸, und der geringen Wahrscheinlichkeit der Wiedereinführung der Goldkonvertibilität der Banknoten ist nicht anzunehmen, dass die Ausweitung des Schutzzumfangs auf «andere gleichartige Geldzeichen» je wieder von Bedeutung sein wird²⁹.

bb) Nach der alten Fassung von Art. 327 StGB bestand die Tathandlung im «*Nachmachen oder Nachahmen*» von Papiergeld und Banknoten. Wurde der Begriff «nachahmen» – verstanden als Darstellung, die sich ans Original nur anlehnt³⁰ – ins geltende Recht übernommen, so wurde die alternative Tathandlung «nachmachen» durch den Begriff «wiedergeben» ersetzt. «Wiedergeben» wie «nachmachen» bezeichnen eine Tätigkeit, die darin besteht, ein Original im Prinzip diesem getreu abzubilden; Abweichungen können allenfalls bezüglich der Grösse und der Farben bestehen (z.B. Fotokopien von Banknoten mit anderer Färbung)³¹. Entscheidend ist in diesem Zusammenhang, dass der Täter den Falsifikaten ein Aussehen, eine Bezeichnung oder eine Aufmachung verleiht, wodurch ein höherer als der wirkliche Wert vorgespiegelt wird³². Die geänderte Umschreibung der Tathandlung im revidierten Art. 327 StGB ist im Ergebnis jedoch ohne inhaltliche Relevanz.

¹⁹ BGE 78 I 225; 82 IV 201.

²⁰ Gemäss Art. 24 Abs. 3 NBG ist die Nationalbank noch während 20 Jahren, von der ersten Bekanntmachung des Rückrufes an gerechnet, verpflichtet, die zurückgerufenen Noten zum Nennwert umzutauschen.

²¹ BGE 76 IV 164f.

²² Gemäss BGE 82 IV 201 schützen die Art. 240ff. nur Geld, das gesetzlichen Kurs hat. Diese Rechtsprechung gilt auch für Art. 327 StGB.

²³ Anlässlich einer Revision der Art. 240ff. StGB müssten auch diese Bestimmungen der Realität angepasst werden.

²⁴ Aufgrund der Entstehungsgeschichte gilt dies auch für Golddepotscheine (BBl 1953 I Seite 912).

²⁵ Die SNB ist aufgrund von Art. 14 Ziff. 11 NBG befugt, Goldzertifikate herauszugeben.

²⁶ Schürmann Leo, Nationalbankgesetz und Ausführungserlasse, Bern 1980, Art. 14 N 63.

²⁷ Burckhardt Walter, Kommentar der Schweizerischen Bundesverfassung vom 29. Mai 1874, 3. Auflage, Bern 1931, Seite 333f.

²⁸ Art. 22 Satz 1 NBG; Art. 2 Bundesratsbeschluss betreffend den gesetzlichen Kurs der Banknoten und die Aufhebung ihrer Einlösung in Gold vom 29. Juni 1954 (SR 951.122/951.171).

²⁹ Junod Charles-André, Kommentar BV zu Art. 39 N 15.

³⁰ «Gedacht ist in diesem Zusammenhang etwa an Werbeprospekte in Gestalt einer Banknote, wobei aber z.B. ein anderer Text oder andere Bildelemente verwendet werden» (BBl 1991 II Seite 1091f.).

³¹ BBl 1991 II 1091.

³² Zur Warenfälschung vgl. BGE 98 IV 191.

b) Zudem wird bestraft, wer wiedergegebene oder nachgeahmte schweizerische oder ausländische Banknoten *einführt, anbietet oder in Verkehr bringt*. Die Tathandlungen «einführen» und «in Verkehr bringen» wurden unverändert in die revidierte Gesetzesbestimmung übernommen. Demgegenüber wurde – rein redaktionell und ohne materielle Änderung – die Tathandlung «feilhalten» durch den heute geläufigeren Begriff «anbieten» ersetzt.

c) Nicht jedes «Wiedergeben» oder «Nachahmen» bzw. jedes «Einführen», «Anbieten» oder «in Verkehr bringen» fällt unter den Straftatbestand des Art. 327 StGB. Notwendig ist zusätzlich, dass durch die Reproduktion *die Gefahr einer Verwechslung mit echten Noten geschaffen werden kann*.

aa) Interpretationsschwierigkeiten bietet insbesondere der Begriff «Gefahr». Sie ist gegeben, wenn «nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge die Wahrscheinlichkeit oder nahe Möglichkeit der Verletzung des geschützten Rechtsgutes besteht»³³. «Das wesentliche Element der Definition ist also die Wahrscheinlichkeit oder nahe Möglichkeit, die offenbar von der blossen Möglichkeit niemals exakt zu trennen ist³⁴.» Auch der Begriff «unmittelbar» führt hier zu keinem Ziel. Er bedeutet, dass mehr erforderlich sein muss als die definierte Gefahr, dass die Gefährdung «von ganz besonders gravierender Art» sein muss, nicht im Sinne zeitlicher Nähe, sondern der engen Verbundenheit mit dem Verhalten des Täters³⁵.

bb) Art. 327 StGB fordert lediglich, dass die Gefahr einer Verwechslung geschaffen werden kann. Im Interesse einer möglichst effizienten Durchsetzung der Strafbestimmung muss die potentielle Gefährdung als Voraussetzung der Bestrafung genügen. Die konkreten Umstände (Lichtverhältnisse, Kenntnis über die Eigenschaften der Banknoten usw.), die bei der Übergabe der Banknote zur Zahlung vorherrschen, haben auf die Verwechslungsgefahr einen wesentlichen Einfluss. Deshalb kann im voraus oft nicht mit Gewissheit beurteilt werden, ob ein Falsifikat eine Verwechslungsgefahr schaffen wird. Indem nicht eine effektive Gefährdung vorausgesetzt wird, können Reproduktionen auf ihre abstrakte Verwechslungsgefahr mit Originalbanknoten hin überprüf-

werden, womit die Beweisführung vereinfacht wird. Es genügt nachzuweisen, dass eine Reproduktion mit einem gewissen Grad an Wahrscheinlichkeit zu einer Gefährdung des Zahlungsverkehrs führen kann. Ob diese Verwechslungsmöglichkeit bei der konkreten Reproduktion auch wirklich bestehen könnte, hat der Richter im Einzelfall zu entscheiden.

d) Um den gesetzgeberischen Willen zu verdeutlichen, werden neu Reproduktionen, die eine Gefährdung bewirken könnten, in Art. 327 StGB umschrieben. Die beispielhafte Aufzählung beinhaltet zwei Unterscheidungskriterien.

Zunächst liegt eine Verwechslungsgefahr vor, «*wenn die Gesamtheit, eine Seite oder der grösste Teil einer Seite einer Banknote wiedergegeben oder nachgeahmt wird*». Mit den Tatbestandsmerkmalen «die Gesamtheit», «eine Seite» und «der grösste Teil einer Seite» einer Banknote wird darauf abgestellt, welcher Flächenanteil der Originalnote in die Reproduktion aufgenommen wurde. Bedürfen die Rechtsbegriffe «Gesamtheit (ganze Vorder- und Rückseite) und eine Seite (ganze Vorder- oder Rückseite) einer Banknote keiner näheren Ausführungen, so wird es Aufgabe der Rechtsprechung sein, das Tatbestandsmerkmal «der grösste Teil einer Seite» abschliessend zu interpretieren.

e) Neben einem Minimalflächenanteil fordert Art. 327 StGB, dass die Reproduktion «*auf einem Material und in einer Grösse, die mit Material und Grösse des Originals übereinstimmen oder ihnen nahekommen, wiedergegeben oder nachgeahmt wird*».

aa) Das Material, d.h. die Papierqualität – verbunden mit der chemischen Bearbeitung des Banknotenpapiers – ist ein wesentliches Sicherheitselement der heutigen Banknotengeneration. Angesichts der fortgeschrittenen Reproduktionstechniken ist es dennoch fraglich, ob Falsifikate optisch oder beim Anfassen von jedermann als

³³ BGE 111 IV 55 mit Verweisen.

³⁴ Stratenwerth Günther, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil I, 5. Auflage, Bern 1995, § 4 N 8 (zit. Strafrecht BT I).

³⁵ BGE 106 IV 14.

solche erkannt werden können. Daraus folgt, dass jene Reproduktionen zu verbieten sind, die aus einem Material bestehen, das diese Unterscheidung auf eine bedeutende Art und Weise erschwert bzw. verunmöglicht. Reproduktionen auf festem Material (z.B. Holz, Glas, Plastik, Metall), auf Esswaren (z.B. Marzipan, Schokolade) sowie auf anderen von Papier sofort zu unterscheidenden Materialien (Stoff, Leder, Gummi) sind diesbezüglich problemlos, sofern nicht eine von diesen Materialien abtrennbare Schicht eine entsprechende Verwechslungsgefahr hervorrufen könnte³⁶.

Abgrenzungsschwierigkeiten ergeben sich bei Reproduktionen auf Karton und Papier. Obwohl solche Reproduktionen grundsätzlich eine erhöhte Verwechslungsgefahr mit Originalnoten darstellen, kann nicht generell angenommen werden, dass sämtliche dieser Falsifikate materialmässig den Originalnoten nahekomen (z.B. Seidenpapier). Der Richter hat hier jeweils die Verwechslungsgefahr im Einzelfall zu prüfen.

bb) Schliesslich kommt auch der Banknotengrösse eine wesentliche sicherheitstechnische Bedeutung zu. Insbesondere Blinde unterscheiden die Nominalwerte der einzelnen Banknoten anhand ihrer Grösse. In der Botschaft des Bundesrates³⁷ wird in bezug auf die für eine gefahrungsfreie Reproduktion notwendigen Masse explizit auf die bestehende Praxis der SNB hingewiesen. Um Verwechslungen auszuschliessen, fordert die SNB deshalb in ihrem revidierten Merkblatt, dass die Fläche von verkleinerten Abbildungen höchstens halb so gross sein darf wie diejenige der Originalnote und jene von vergrösserten Abbildungen mindestens der doppelten Fläche der Originalnote entsprechen muss³⁸.

f) Art. 327 StGB setzt für die Annahme einer Verwechslungsgefahr voraus, dass die Falsifikate bezüglich Flächenanteil, Material *und* Grösse mit dem Original übereinstimmen bzw. diesem nahekomen. Um die Verwechslungsgefahr zu begründen, müssen die drei genannten Elemente kumulativ gegeben sein. Demnach ist jede Reproduktion zulässig, die bloss hinsichtlich eines oder zweier dieser drei Elemente ein Gefährdungspotential zu schaffen vermag.

3.2 Subjektiver Tatbestand

Der subjektive Tatbestand erfordert *Vorsatz*³⁹. Der Vorsatz muss sich auf alle objektiven Tatbestandsmerkmale beziehen, einschliesslich des gesetzlichen Kurses des Zahlungsmittels⁴⁰. Art. 327 StGB ist ein abstraktes Gefährdungsdelikt⁴¹. Die Wiedergabe bzw. Nachahmung, das Einführen, Anbieten oder Inverkehrbringen von Banknoten wird bestraft, weil Banknotenreproduktionen nach allgemeiner Erfahrung generell geeignet sind, eine Verwechslungsgefahr herbeizuführen. Der Täter ist auch dann strafbar, wenn sein Verhalten im konkreten Fall keine Gefahr verursacht hat⁴². Obwohl – atypisch für ein abstraktes Gefährdungsdelikt – die Gefahr im Tatbestand genannt wird, müssen sich Vorsatz und Fahrlässigkeit nicht auf das Merkmal der Gefahr beziehen⁴³.

Neu wird auch die *fahrlässige Tatbegehung* unter Strafe gestellt (Art. 327 Ziff. 2 StGB). Der Fahrlässigkeitsbegriff des StGB unterscheidet zwischen unbewusster und bewusster Fahrlässigkeit. Fahrlässige Tatbegehung liegt vor, wenn die Tat darauf zurückzuführen ist, «dass der Täter die Folge seines Verhaltens aus pflichtwidriger Unvorsichtigkeit nicht bedacht oder darauf keine Rücksicht genommen hat. Pflichtwidrig ist die Unvorsichtigkeit, wenn der Täter die Vorsicht nicht beobachtet, zu der er nach den Umständen und nach seinen persönlichen Verhältnissen verpflichtet ist» (Art. 18 Abs. 3 StGB). Im Einzelfall führt die Interpretation des Tatbestandsmerkmals «Umstände» bzw. jenes der «persönlichen Verhältnisse» zu Abgrenzungsschwierigkeiten. Grundsätzlich geht

³⁶ Karton beispielsweise kann schichtweise zu Papier abgetragen werden.

³⁷ BBl 1991 II 1092.

³⁸ Vgl. dazu hinten Abschnitt II, Ziff. 3, lit. a.

³⁹ Nicht vorhanden sein darf die Absicht, das Geld «als echt in Umlauf zu bringen». Hier würde eine Tatbegehung aufgrund der Geldfälschungstatbestände (Art. 240ff. StGB) vorliegen.

⁴⁰ BGE 82 IV 202f.

⁴¹ Siehe Abschnitt I, Ziffer 3.1, lit. b hievov.

⁴² Noll Peter, Schweizerisches Strafrecht, Allgemeiner Teil I, Zürich 1981 (zit. Noll AT I), § 19 Ziff. 1 lit. b.

⁴³ Vgl. zu den konkreten und abstrakten Gefährungsdelikten Stratenwerth Günther, Schweizerisches Strafrecht, Allgemeiner Teil I, Bern 1982 (zit. Stratenwerth AT I), § 9 N 15 sowie Noll AT I, § 19 Ziff. 1 lit. b.

das schweizerische Strafrecht aufgrund von Art. 18 Abs. 3 StGB davon aus, dass die dem einzelnen obliegende Vorsicht sich nach seinen «persönlichen Verhältnissen» bemisst. Wer dank seiner Anlagen, seiner Bildung oder seiner Erfahrung in der Lage ist, mit grösserer Sorgfalt vorzugehen als ein anderer, dem entsprechende Fähigkeiten, Fachkenntnisse usw. fehlen, soll verpflichtet sein, dieses höhere Mass an Vorsicht anzuwenden⁴⁴. Diese persönliche Sorgfaltspflicht wird aber objektiviert, indem einzig relevant ist, welche Sorgfalt von einem Durchschnittsmenschen in einer vergleichbaren Berufssituation hätte erwartet werden können. Auf den konkreten Fall bezogen bedeutet dies, dass die verantwortlichen Mitarbeiter von Werbeagenturen, Fotokopierzentren usw. einem erhöhten Sorgfaltsmassstab unterworfen sind. Die gesetzlich geforderte Kenntnis kann somit in diesen Kreisen generell als eine Art Berufspflicht vorausgesetzt werden.

3.3 Strafandrohung

Die vorsätzliche Tatbegehung wird mit Haft oder mit Busse bestraft⁴⁵, wobei der Richter in jedem Fall die beiden Strafen verbinden kann⁴⁶. Die fahrlässige Verübung der Straftat wird mit Busse bestraft.

3.4 Einziehung

Die Wiedergaben oder Nachahmungen oder die Druckerzeugnisse, welche sie enthalten, sind gestützt auf das eigenständige Einziehungsrecht von Art. 327 Ziffer 3 StGB einzuziehen. Die besonderen Voraussetzungen des allgemeinen Einziehungsrechts⁴⁷ müssen deshalb nicht erfüllt sein.

3.5 Normkonkurrenzen und Abgrenzung

Aufgrund des Übertretungsstrafatbestandes wird bestraft, wer Banknotenreproduktionen «ohne die Absicht zu fälschen» herstellt bzw. einführt, anbietet oder in Verkehr bringt. Die nicht vorhandene Fälschungsabsicht grenzt die Strafnorm von den Geldfälschungsdelikten⁴⁸ mit wesentlich höherem Strafmass⁴⁹ ab. Die Geldfälschung beispielsweise – als sogenanntes ver-

kümmert-zweiaktiges Delikt⁵⁰ – muss in der Absicht erfolgen, die Falsifikate «als echt in Umlauf zu bringen». Hat der Täter diese Absicht im Zeitpunkt der Herstellung der Falsifikate noch nicht, so erfolgt eine Bestrafung lediglich aufgrund von Art. 327 StGB. Setzt er das Geld erst in einem späteren Zeitpunkt in Umlauf, so findet allein Art. 242 StGB Anwendung⁵¹. Schliesslich ist ein Täter nach Art. 327 StGB zu bestrafen, soweit ihm die Fälschungsabsicht fehlt, ein weiterer Täter dagegen nach Art. 242 StGB, wenn er die Falsifikate später als echt in Umlauf bringt.

Die Reproduktion von «verruften», d.h. ausser Kurs gesetzten Banknoten⁵² ist nicht strafbar. Demgegenüber können solche Fälschungen eventuell unter dem Gesichtspunkt der Warenfälschung oder des Betrugs geahndet werden⁵³.

4. Rechtswidrigkeit

Tatbestandsmässiges Verhalten ist rechtswidrig, soweit kein Rechtfertigungsgrund vorliegt. Rechtfertigungsgründe können unmittelbar aus dem Gesetz resultieren oder auf einer Amts- oder Berufspflicht basieren⁵⁴.

Der im alten Straftatbestand vorgesehene gesetzliche Rechtfertigungsgrund der Wiedergabe von Papiergeld, Banknoten und amtlichen Wertzeichen für amtliche, wissenschaftliche und informatorische Zwecke mit Zustimmung der SNB wurde nicht ins revidierte Gesetz übernommen. Demzufolge sind Reproduktionen – soweit sie mit

⁴⁴ Stratenwerth AT I, § 16 N 12 mit Verweisen.

⁴⁵ Im Übertretungsstrafrecht ist die Busse – ausser bei einer strafrechtlichen Sonderregelung und bei Gewinnsucht – auf Fr. 5000.– beschränkt (Art. 106 Abs. 1 und 2 StGB).

⁴⁶ Art. 50 Abs. 2 StGB.

⁴⁷ Art. 58ff. StGB.

⁴⁸ Art. 240ff. StGB.

⁴⁹ In Art. 240 Abs. 1 StGB i.V.m. Art. 35 StGB beträgt z.B. die Höchststrafe Zuchthaus bis zu 20 Jahren.

⁵⁰ Stratenwerth AT I, § 9 N 109.

⁵¹ In Umlauf setzen falschen Geldes.

⁵² Siehe Fn. 20.

⁵³ BGE 82 IV 201; 83 IV 193; 85 IV 23.

⁵⁴ Art. 32 StGB.

der Originalnote verwechselbar sind – nur noch im Rahmen der Amts- und Berufspflicht zulässig. Darunter fallen insbesondere Zirkulare der Polizei mit 1:1-Abbildungen von Banknoten zur Information über Fälschungen. Ähnlich dürften auch Informationen der SNB über ihre Banknoten zu beurteilen sein. Abbildungen zu anderen Zwecken⁵⁵ verdienen und benötigen diese Privilegierung dagegen nicht⁵⁶.

II Merkblatt der SNB betreffend die Reproduktion von Banknoten (Anhang)

1. Ausgangslage

Im Interesse der Rechtssicherheit und Rechtsgleichheit erlässt die SNB seit 1986 – in der Zwischenzeit verschiedentlich revidierte – Richtlinien betreffend die Reproduktion von Banknoten. Mit dem Wegfall des Urheberrechtsschutzes für Zahlungsmittel einerseits und der Möglichkeit der SNB, für bestimmte Zwecke die Zustimmung zur Herstellung von Banknoten trotz Verwechslungsgefahr zu erteilen⁵⁷, andererseits hat das seit dem 1. Januar 1995 geltende Merkblatt ausschliesslich informatorischen Charakter. Die rechtsverbindliche Auslegung und Anwendung von Art. 327 StGB fällt – dies hält das Merkblatt ausdrücklich fest – in die ausschliessliche Zuständigkeit der kantonalen Strafverfolgungsbehörden.

Der Zweck einer Gesetzesnorm ergibt sich primär aus dem «Sinn der Gesetzesnorm unter den Verhältnissen, wie sie derzeit in der Rechtsgemeinschaft vorliegen»⁵⁸. Insbesondere in den ersten Jahren nach Inkrafttreten eines Gesetzes kommt den Vorarbeiten als Hilfsmittel für die Auslegung des Gesetzes eine wesentliche Bedeutung zu⁵⁹. In seiner Botschaft vom 24. April 1991 an das Parlament hält der Bundesrat ausdrücklich fest, dass die bewährte Praxis der Nationalbank bei der Bestimmung der Grösse, welche derjenigen des Originals nahekomm, künftig der Rechtsprechung als Leitlinie dienen könnte⁶⁰. Aufgrund dieser Aussage und der Tatsache, dass Strafrichter namentlich in speziell gelagerten Rechtsbereichen oftmals die Erfahrungen von Sachverständigen in Anspruch nehmen, kann eine praxisbildende Wirkung des Merkblattes erwartet werden.

2. Tragweite

Dem Staat allein steht der Entscheid zu, welche Taten er strafrechtlich verfolgen und nach welchem Recht er sie beurteilen will⁶¹. Aufgrund dieses Strafrechtsmonopols haben Anordnungen anderer Organisationen keinen strafrechtlich verbindlichen Charakter.

Der mangelnde Rechtssatzcharakter von Weisungen, Richtlinien, Merkblättern usw. bedeutet, dass sie kein Gesetz im Sinne von Art. 1 StGB darstellen und somit infolge des strafrechtlichen Grundsatzes «Keine Strafe ohne Gesetz» auch keine Strafbarkeit begründen können. Gemäss heute herrschender Auffassung ist aber nicht der Buchstabe des Gesetzes, sondern dessen Sinn, der sich namentlich aus den ihm zugrundeliegenden Zwecken und Wertungen ergibt, im Wortlaut jedoch unvollkommen ausgedrückt sein kann, massgebend. Sinngemässe Auslegung kann sogar zu Lasten des Angeklagten vom Wortlaut abweichen. Der Grundsatz «Keine Strafe ohne Gesetz» verbietet bloss, im Gesetz fehlende Wertungen heranzuziehen, also neue Straftatbestände zu schaffen oder bestehende derart zu erweitern, dass die Auslegung durch den Sinn des Gesetzes nicht mehr gedeckt ist⁶². Das ausschliesslich der Information dienende Merkblatt der SNB ist deshalb mit dem Grundsatz «Keine Strafe ohne Gesetz» durchaus vereinbar.

Die SNB zählt jene Voraussetzungen in Abschnitt B Ziffer 1 bis 5 ihres Merkblattes beispielhaft auf, die nach ihrer Auffassung und aufgrund ihrer Erfahrung erfüllt sein müssen, damit Reproduktionen zu keiner Verwechslungsgefahr gemäss Art.

⁵⁵ Zur Illustrierung einer Broschüre einer privaten Bank oder eines Buches über die Geschichte der Banknoten beispielsweise.

⁵⁶ BBl 1991 II 1094.

⁵⁷ Alter Art. 327 Ziff. 2 StGB; Abschnitt I, Ziff. 4 hievov.

⁵⁸ Germann O.A., *Kommentar zum Schweizerischen Strafbuch*, Band I, Allgemeiner Teil, Zürich 1953 (zit. Germann, *Kommentar*) Art. 1 N 83.

⁵⁹ Germann, *Kommentar*, Art. 1 N 85.

⁶⁰ BBl 1991 II 1092.

⁶¹ Stratenwerth AT I, § 5 N 1.

⁶² Stratenwerth AT I, § 4 N 32.

327 StGB führen können. Wie nachfolgend zu zeigen sein wird, bewegt sich diese Aufzählung im Rahmen der erläuterten Rechtsgrundlagen.

3. Inhalt

Ziffer 1 bis 5 des Merkblattes lassen die Reproduktion von Banknoten unter folgenden Voraussetzungen zu:

- a) Flächenmässige Voraussetzung (Ziffer 1 + 2)
- b) Anteilmässige Voraussetzung (Ziffer 3)
- c) Materialmässige Voraussetzung (Ziffer 4)
- d) Farbliche Voraussetzung (Ziffer 5)

Im folgenden werden diese Voraussetzungen weiter erläutert.

a) *Formatmässige Voraussetzung*
(Ziffer 1 + 2 Merkblatt)

Gemäss Art. 327 Ziffer 1 StGB kann eine Verwechslungsgefahr u.a. bestehen, sofern die Grösse der Reproduktion jener des Originals nahekommt. In der Absicht, die Rechtsanwendung möglichst zu vereinfachen und klare Grundsätze aufzustellen, sieht die SNB Reproduktionen, die mindestens doppelt oder höchstens halb so gross sind wie das Banknotenoriginal, als unbedenklich an. Geringfügigere flächenmässige Abweichungen vom Original könnten Personen, denen die Banknoten weniger geläufig sind (z.B. Ausländer) veranlassen, Fälschungen als Zahlungsmittel entgegenzunehmen.

b) *Anteilmässige Voraussetzung*
(Ziffer 3 Merkblatt)

Wenn die Gesamtheit, eine Seite oder der grösste Teil der Seite einer Banknote abgebildet wird, kann nach der Strafnorm ebenfalls eine Verwechslungsgefahr vorliegen. In ihrem Merkblatt hält die SNB Teilabbildungen von weniger als 40% einer Seite der Originalnote für unbedenklich. Hauptgrund für die Festlegung dieser Limite war

für die SNB, dass Fälschungen eindeutig als solche auch dann erkennbar sein müssen, nachdem sie in der Mitte gefaltet worden sind.

c) *Materialmässige Voraussetzung*
(Ziffer 4 Merkblatt)

Strafbar macht sich aufgrund des Gesetzes, wer u.a. Reproduktionen in einem Material herstellt, das mit jenem des Originals übereinstimmt oder diesem nahekommt. Um Klarheit zu schaffen, sieht das Merkblatt vor, dass nur «Abbildungen auf einem Material, welches sich unzweideutig und in einfacher Art und Weise von Papier unterscheidet, unbedenklich sind». Das Merkblatt zählt einige unbedenkliche Materialien beispielhaft auf. Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, dass nicht nur der Ausgangszustand des Materials in die Beurteilung der Verwechslungsgefahr einzubeziehen ist, sondern auch davon abtrennbare Teilelemente⁶³.

d) *Farbliche Voraussetzung*
(Ziffer 5 Merkblatt)

Schliesslich hält die SNB eine Verwechslungsgefahr für ausgeschlossen, wenn Abbildungen «sich farblich in sofort erkennbarer Art und Weise von sämtlichen, gesetzlichen Kurs geniessenden Banknoten abheben». Im Interesse der Printmedien nimmt die SNB hier eine liberale Praxis ein, was zu einer teilweisen Differenz gegenüber den Gesetzesmaterialien führt⁶⁴. Für die SNB sind Reproduktionen, die in sofort erkennbarer Art und Weise farblich nicht nur von der Originalbanknote, sondern von jeder, gesetzlichen Kurs geniessenden Banknote abweichen, auch dann zulässig, wenn die Farbgebung der Reproduktion die einzige Differenz zur Originalnote darstellt⁶⁵.

⁶³ Siehe Fn. 36.

⁶⁴ Die Botschaft des Bundesrates hält ausdrücklich fest, dass die Farbgebung kein genügendes Unterscheidungskriterium ist (BBl 1991 II 1092).

⁶⁵ Zulässig wäre beispielsweise eine gelbe Reproduktion für sämtliche heute geltenden Banknotennennwerte, nicht aber eine grüne Reproduktion einer 100er Banknote.

4. Würdigung

Vor bald zehn Jahren erliess die SNB die ersten Richtlinien über die Reproduktion von Banknoten. Dies geschah damals in der Absicht, die Sicherheit im Barzahlungsverkehr zu erhöhen sowie die Rechtsgleichheit und Transparenz bei der Anwendung und Auslegung der Rechtsnormen zum Schutz der Banknoten zu verbessern.

Heute ist festzustellen, dass diese Ziele grösstenteils erreicht werden konnten. In ihrem Zuständigkeitsbereich nimmt die SNB bezüglich der Wiedergabe oder Nachahmung von Banknoten ohne

Fälschungsabsicht eine klar definierte, konsequente Haltung ein. Dadurch hat sie wesentlich dazu beigetragen, dass solche Reproduktionen heute selten als echte Banknoten in Umlauf gebracht werden. Andererseits hält die SNB eine Verwechslungsgefahr mit Originalbanknoten und damit eine Verletzung von Art. 327 StGB praktisch für ausgeschlossen, soweit die Reproduktionen gewisse Unbedenklichkeitsvoraussetzungen erfüllen. Damit kommt sie den legitimen Bedürfnissen der Werbe- und Druckbranche entgegen. Die Akzeptanz der erlassenen Richtlinien im Publikum darf denn auch insgesamt als gut bezeichnet werden.

Zürich, 1. Januar 1995

Merkblatt betreffend Reproduktion von Banknoten

A Rechtliche Grundlagen

Die Banknoten werden durch verschiedene Strafbestimmungen geschützt. Die Art. 240ff. StGB verbieten, Geld zu fälschen, zu verfälschen oder im Werte zu verringern **in der Absicht**, dieses in Umlauf zu setzen, sowie das In-Umlauf-Setzen von solchen Fälschungen.

Die Herstellung von Banknotenimitationen **ohne Fälschungsabsicht** (z.B. zu Werbezwecken) wird durch Art. 327 StGB eingeschränkt. Art. 327 StGB lautet:

1. Wer, ohne die Absicht zu fälschen, schweizerische oder ausländische Banknoten so wiedergibt oder nachahmt, dass die Gefahr einer Verwechslung mit echten Noten geschaffen werden kann, insbesondere wenn die Gesamtheit, eine Seite oder der grösste Teil einer Seite einer Banknote auf einem Material und in einer Grösse, die mit Material und Grösse des Originals übereinstimmen oder ihnen nahekommen, wiedergegeben oder nachgeahmt wird,

wer, ohne die Absicht zu fälschen, schweizerische oder ausländische amtliche Wertzeichen so wiedergibt oder nachahmt, dass die Gefahr einer Verwechslung mit echten Wertzeichen geschaffen werden kann,

wer solche Gegenstände einführt, anbietet oder in Verkehr bringt,

wird mit Haft oder mit Busse bestraft.

2. Handelt der Täter im Sinne von Ziffer 1 Absätze 1 und 2 fahrlässig, so wird er mit Busse bestraft.

3. Die Wiedergaben oder Nachahmungen oder die Druckerzeugnisse, welche sie enthalten, werden eingezogen.

B Zulässige Abbildungen

Auslegung und Anwendung von Art. 327 StGB sind Sache der kantonalen Strafverfolgungsbehörden. Im Interesse der Rechtssicherheit und Rechts-

gleichheit stellt die SNB aber Leitlinien auf, innerhalb welcher sie Banknotereproduktionen als unbedenklich erachtet. Im Sinne einer beispielhaften Aufzählung sieht die SNB in folgenden Fällen keine Gefahr der Verwechslung mit echten Noten.

1. Verkleinerte Abbildungen, deren Fläche **höchstens die Hälfte der Originalnote** ausmacht.
2. Vergrösserte Abbildungen, deren Fläche **mindestens das Doppelte der Originalnote** ausmacht.
3. Teilabbildungen in beliebigem Format, soweit weniger als 40% einer Seite der Originalnote abgebildet wird.
4. **Abbildungen auf einem Material, welches sich unzweideutig und in einfacher Art und Weise vom Papier unterscheidet** (Abbildungen auf Esswaren und Hartprodukten wie Metall, Glas, Stein, Holz etc.).
5. Abbildungen, welche sich farblich in sofort erkennbarer Art und Weise von sämtlichen, gesetzlichen Kurs geniessenden Banknoten abheben.

C Kontaktstelle

Fragen zur Abbildung von Banknoten sind an folgende Adresse zu richten:

Schweizerische Nationalbank
Rechtsdienst
Postfach
8022 Zürich
(für dringende Fälle: Telefax Nr. 01/631'39'10)

Geld- und währungspolitische Chronik

Chronique monétaire

Meldepflicht für Schweizerfranken-Anleihen

Die Schweizerische Nationalbank führte auf den 1. Februar 1995 die Meldepflicht der Banken für Anlehens-Emissionen in Schweizerfranken ein. Damit berücksichtigte sie die Änderungen, die mit dem Inkrafttreten der Swisslex-Revision des Bankengesetzes auf diesen Zeitpunkt wirksam wurden, und ersetzte die bisher geltenden Kapitalexporthestimmungen. Für die Schweizerfranken-Emissionen ausländischer Schuldner bedeutet die Neuregelung eine weitere Liberalisierung, indem die frühere Bewilligungspflicht durch eine reine Meldepflicht bei der Nationalbank abgelöst wird. Neu sind indessen auch die Emissionen inländischer Schuldner meldepflichtig.

Das seit April 1993 angewandte Verankerungsprinzip für Schweizerfranken-Emissionen wird beibehalten. Die Rechtsgrundlage hierfür bildet neu Art. 7 Absatz 5 des revidierten Bankengesetzes. Nach dieser Bestimmung trifft die Nationalbank die nötigen Massnahmen, um die Entwicklung der Schweizerfranken-Märkte überwachen zu können. Weder der Meldepflicht noch dem Verankerungsprinzip unterstellt sind Kredite in Schweizerfranken oder in Fremdwährungen, Aktienemissionen und die Teilnahme an Fremdwährungs-Emissionen im Ausland.

Währungshilfekredit für Mexiko

Anfang Februar 1995 kam unter der Federführung der USA ein umfangreiches internationales Finanzpaket zugunsten von Mexiko zustande. Neben Krediten der USA, Kanadas und des IWF bildet eine kurzfristige Kreditfazilität der BIZ von bis zu 10 Mrd. US-Dollar Bestandteil des Pakets. Gestützt auf den Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen, beteiligte sich die Schweizerische Nationalbank zusammen mit anderen G10-Notenbanken an der Kreditfazilität der BIZ (1. Tranche) mit einer Substitutionszusage über 120 Mio. US-Dollar. Das Engagement der Nationalbank ist mit einer Garantie des Bundes versehen.

Obligation d'annoncer les emprunts en francs suisses

Depuis le 1er février 1995, les banques sont tenues d'annoncer à la Banque nationale (BNS) les émissions d'emprunts en francs suisses. En introduisant cette annonce obligatoire, la BNS a tenu compte des modifications qui sont entrées en vigueur à la même date, avec la révision de la loi sur les banques dans le cadre de Swisslex. La nouvelle réglementation remplace les dispositions appliquées précédemment aux exportations de capitaux. Elle implique, pour les émissions en francs suisses de débiteurs étrangers, une nouvelle libéralisation: le régime de l'autorisation a fait place à une simple obligation d'annoncer à la BNS. Toutefois, les émissions pour le compte de débiteurs suisses sont elles aussi soumises à l'obligation d'annoncer.

Le principe de l'ancrage, appliqué depuis avril 1993, est maintenu pour les émissions en francs suisses. Il repose sur une nouvelle base juridique, à savoir l'article 7, 5e alinéa, de la loi révisée sur les banques. Aux termes de cet alinéa, la BNS est habilitée à prendre les mesures nécessaires afin de pouvoir surveiller l'évolution des opérations financières effectuées en francs suisses. Les crédits en francs suisses et en monnaies étrangères, les émissions d'actions et la participation à des émissions en monnaies étrangères, à l'étranger, ne sont soumises ni à l'obligation d'annoncer, ni au principe de l'ancrage.

Crédit monétaire en faveur du Mexique

Au début de février 1995, un vaste paquet financier a été mis sur pied, sous la conduite des Etats-Unis, en faveur du Mexique. Ce paquet financier est constitué de crédits des Etats-Unis, du Canada et du FMI, mais aussi d'une facilité de crédit à court terme de la BRI. La facilité de la BRI porte sur un montant pouvant atteindre 10 milliards de dollars. En vertu de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales, la BNS a participé – à l'instar d'autres banques centrales du Groupe des Dix – à la facilité de crédit de la BRI (1ère tranche) en accordant une promesse de substitution de 120 millions de dollars. Pour sa participation, elle a reçu une garantie de la Confédération.

