

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 1
März / mars 1994**

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/>	
Peter Klauser: Ein schweizerisches Börsengesetz – Selbstregulierung versus staatliche Regulierung	61
<hr/>	
Andreas M. Fischer, Mathias Zurlinden: Geldpolitik mit formellen Inflationszielen: eine Übersicht	65
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	77
Chronique monétaire	77

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 9–33)

Im vierten Quartal 1993 setzte sich die konjunkturelle Erholung im OECD-Raum fort. Bedeutende Impulse gingen von der kräftig wachsenden amerikanischen Wirtschaft aus. In Grossbritannien festigte sich der Aufschwung, während in Deutschland und Frankreich erste Zeichen einer konjunkturellen Besserung erkennbar waren. Die italienische und die japanische Wirtschaft verharrten dagegen in der Rezession. Während die Arbeitslosigkeit in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien sank, erhöhte sie sich in den EU-Ländern sowie in Japan weiter. Die durchschnittliche Teuerungsrate blieb im OECD-Raum unverändert. Die Geldpolitik der grossen Industrieländer widerspiegelte die unterschiedliche konjunkturelle Lage der Länder: Die europäischen Zentralbanken führten ihre Politik der schrittweisen Zinssenkung im vierten Quartal 1993 und in den ersten beiden Monaten 1994 weiter. Dagegen erhöhten die amerikanischen Währungsbehörden den Zinssatz Anfang Februar leicht, und die Bank von Japan liess die Zinssätze auf tiefem Niveau.

In der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung im vierten Quartal 1993 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode leicht zu und lag damit erstmals seit dem zweiten Quartal 1992 wieder über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Bemerkenswert war vor allem die Belebung der Wohnbau- und Ausrüstungsinvestitionen. Zum leichten Wachstum gegenüber der Vorperiode trugen indessen auch die Exporte bei, während der private Konsum wieder sank. Der Rückgang der Beschäftigung verlangsamte sich weiter, und die Zahl der Arbeitslosen nahm weniger stark zu als in den vorangegangenen Quartalen. Die Jahresteuern gingen stark zurück. Im Februar betrug sie noch 1,8%, gegenüber 3,4% im Oktober. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge wuchs im vierten Quartal entsprechend der Prognose der Nationalbank. Für das erste Quartal 1994 rechnete die Nationalbank mit einer weiter steigenden Notenbankgeldmenge.

Ein schweizerisches Börsengesetz – Selbstregulierung versus staatliche Regulierung (S. 61–64)

Der Entwurf eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel kombiniert Elemente der staatlichen Regulierung und der Selbstregulierung. Der Beitrag erörtert die Chancen und die Gefahren der Selbstregulierung am Beispiel des Gesetzesentwurfs. Beleuchtet wird insbesondere die Verteilung der Regelungslast auf Staat und Private bei der Aufsicht über die Börse und im Bereich der öffentlichen Kaufangebote. Der Autor kommt zum Schluss, dass sich im Gesetzesentwurf staatliche Regulierung und Selbstregulierung grundsätzlich zu einer marktnahen, flexiblen und wettbewerbsneutralen Ordnung ergänzen, welche demokratisch einwandfrei legitimiert ist und die verfassungsmässigen Grundrechte beachtet. Mit dieser Lösung dürfte eine erfolgreiche Ordnung des Wertpapierhandels aufgebaut werden können, die die internationale Attraktivität der Schweiz als Wertpapierhandelsplatz nachhaltig erhöht.

Geldpolitik mit formellen Inflationszielen: eine Übersicht (S. 65–76)

Das Interesse an formellen Teuerungszielen ist durch die Ankündigung solcher Ziele in Kanada und Neuseeland ausgelöst worden. Dabei wird die Teuerung als jährliche Veränderung des Konsumentenpreisindex gemessen und Preisstabilität als eine Teuerungsrate von deutlich weniger als 2% definiert. Mit der Ankündigung von Teuerungszielen geben die Notenbanken eine klare Vorgabe, an der ihre Resultate inskünftig gemessen werden. Sie lassen hingegen offen, wie die Instrumente eingesetzt werden sollten, um die Ziele zu erreichen. Der Aufsatz beschreibt zunächst die Gründe, die verschiedene Länder dazu veranlassen haben, Inflationsziele zu beschliessen. Er diskutiert anschliessend praktische Fragen, die sich bei der Wahl eines Inflationsziels stellen, und betrachtet abschliessend die Inflationsziel-Programme aus Schweizer Sicht.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 35–60)

Au quatrième trimestre de 1993, la reprise économique a continué dans la zone de l'OCDE. De fortes impulsions sont venues de l'économie américaine, dont la croissance a été très vigoureuse. La reprise s'est raffermie au Royaume-Uni, et les premiers signes d'une amélioration de la conjoncture ont été perceptibles en Allemagne et en France. Les économies italienne et japonaise ne sont toutefois pas sorties de la phase de récession. Le chômage a diminué aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, mais encore augmenté dans les pays de l'UE et au Japon. En moyenne, le taux annuel de renchérissement est resté inchangé dans la zone de l'OCDE. Quant à la politique monétaire des grands pays industrialisés, elle a reflété la situation des différentes économies. Les banques centrales européennes ont continué à réduire par petites étapes les taux d'intérêt, pendant les trois derniers mois de 1993 et les deux premiers de 1994. D'un autre côté, les autorités monétaires américaines ont légèrement resserré les rênes monétaires au début de février, et la Banque du Japon a maintenu les taux d'intérêt à un niveau bas.

En Suisse, la conjoncture a continué à s'améliorer au quatrième trimestre. Le produit intérieur brut réel a quelque peu augmenté d'un trimestre à l'autre, mais aussi, pour la première fois depuis le deuxième trimestre de 1992, par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Une reprise a été observée en particulier dans la construction de logements et les investissements en biens d'équipement. Les exportations ont contribué également à la légère croissance enregistrée par rapport au troisième trimestre, alors que la consommation privée a encore diminué. Le recul de l'emploi a marqué un nouveau ralentissement, et le nombre des chômeurs n'a pas augmenté autant que les trimestres précédents. Le taux annuel de renchérissement s'est fortement replié, passant de 3,4% en octobre à 1,8% en février. Au quatrième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée a progressé, comme l'avait prévu la Banque nationale. Pour le premier trimestre de 1994, l'institut d'émission table sur une nouvelle augmentation de la monnaie centrale.

Une loi suisse sur les Bourses – L'autorégulation face à la réglementation étatique (p. 61–64)

Le projet d'une loi fédérale sur les Bourses et le commerce de valeurs mobilières combine des éléments de réglementation étatique et d'autorégulation. L'article examine les chances et dangers inhérents à l'autorégulation. Il analyse en particulier la répartition des tâches, en matière de réglementation, entre l'Etat et le secteur privé dans le domaine de la surveillance des Bourses et dans celui des offres publiques d'achat. Pour l'auteur, la réglementation étatique et l'autorégulation qui sont prévues dans le projet de loi se complètent et donnent fondamentalement un dispositif proche du marché, souple et neutre sous l'angle de la concurrence. En outre, un dispositif encadré par une loi fédérale respecte les principes démocratiques et tient compte des droits constitutionnels fondamentaux. La solution prévue devrait aussi permettre d'accroître durablement l'attrait de la Suisse en tant que place boursière.

Politique monétaire axée sur des objectifs explicites en termes d'inflation – Un aperçu (p. 65–76)

L'annonce, par le Canada et la Nouvelle-Zélande, d'objectifs explicites en termes de renchérissement a éveillé de l'intérêt pour une telle stratégie. Le renchérissement est mesuré à la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation, et la stabilité des prix est considérée comme atteinte lorsque le taux de renchérissement est nettement inférieur à 2%. En annonçant des objectifs en termes de renchérissement, les banques centrales donnent une orientation claire, qui permettra également de mesurer par la suite leurs performances. Elles ne précisent toutefois pas comment leurs instruments seront mis en œuvre pour atteindre leur objectif. L'article décrit les raisons qui ont amené plusieurs pays à fixer des objectifs en termes d'inflation, puis aborde des questions pratiques qui se posent dans le choix d'un tel objectif. Enfin, cette stratégie est examinée sous l'angle suisse.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 9–60)

La ripresa congiunturale nei paesi dell'OCSE è continuata anche nel terzo trimestre del 1993. L'intensa crescita dell'economia statunitense ha fornito impulsi di rilievo. La ripresa si è affermata in Gran Bretagna, mentre in Germania e in Francia si sono visti i primi segni di un miglioramento della situazione economica. L'economia italiana e quella giapponese sono invece rimaste recessive. La disoccupazione è diminuita negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, ma è ancora aumentata nei paesi dell'UE e in Giappone. Il tasso medio d'inflazione della zona dell'OCSE è rimasto invariato. La politica monetaria dei grandi paesi industriali ha rispecchiato la loro diversa situazione congiunturale. Mentre le banche centrali europee hanno continuato a ridurre gradualmente i tassi d'interesse durante il quarto trimestre del 1993 e i primi due mesi del 1994, le autorità monetarie statunitensi hanno rialzato leggermente il loro tasso all'inizio di febbraio e la Banca del Giappone ha mantenuto a basso livello i propri tassi.

In Svizzera, la ripresa congiunturale è proseguita. Il prodotto interno lordo reale è leggermente aumentato rispetto al trimestre precedente raggiungendo, per la prima volta dal secondo semestre del 1992, un valore superiore a quello registrato un anno prima. È stata particolarmente notevole la ripresa degli investimenti nelle costruzioni residenziali e nei beni d'equipaggiamento. Anche le esportazioni hanno contribuito alla leggera crescita rispetto al trimestre precedente, mentre il consumo privato è ancora diminuito. Il calo dell'occupazione è proceduto a un ritmo più lento e l'incremento del numero dei disoccupati è stato inferiore a quello dei trimestri precedenti. Il rincaro su base annuale si è fortemente ridotto, passando dal 3,4% in ottobre all'1,8% in febbraio. La base monetaria stagionalizzata è aumentata nel quarto trimestre nella misura prevista dalla Banca nazionale. Per il primo trimestre del 1994 si prevede una nuova espansione.

Legge svizzera sulle borse – autoregolamentazione o disciplina statale? (p. 61–64)

Il progetto di una legge sulle borse e il commercio di valori mobiliari comprende elementi di regolamentazione statale e di autoregolamentazione. In questo articolo si discutono, sulla base del progetto legislativo, i rischi e le possibilità dell'autoregolamentazione. Si esamina in particolare la ripartizione tra Stato e privati dei compiti di disciplinamento per quanto concerne la sorveglianza della borsa e le offerte pubbliche d'acquisto. L'autore giunge alla conclusione che il disegno di legge concilia le due forme di regolamentazione in modo da ottenere un ordinamento adeguato al mercato, flessibile e senza ripercussioni sulla libera concorrenza, democraticamente legittimato e rispettoso dei diritti fondamentali costituzionali. Questa legge dovrebbe consentire l'istituzione di un efficace ordinamento del commercio di valori mobiliari che accresca permanentemente l'attrattiva della Svizzera per queste operazioni.

Politica monetaria con obiettivi formali concernenti l'inflazione (p. 65–76)

In Canada e in Nuova Zelanda sono stati annunciati obiettivi formali concernenti il rincaro che hanno stimolato l'interesse per queste finalità della politica monetaria. Per formulare tali obiettivi si calcola il rincaro inteso come la variazione annua dell'indice dei prezzi al consumo. I prezzi sono considerati stabili se il tasso d'inflazione è nettamente inferiore al 2%. Annunciando obiettivi relativi al rincaro, le banche d'emissione si propongono un traguardo ben definito che consente, posteriormente, di verificare gli esiti della loro politica. Non specificano invece, con quali strumenti intendono raggiungere i loro obiettivi. In questo articolo si descrivono dapprima i motivi che hanno indotto diversi paesi a fissare obiettivi d'inflazione, si discutono quindi i problemi legati alla scelta di un tale obiettivo e si esaminano infine i programmi con obiettivi d'inflazione nell'ottica svizzera.

Economic and monetary developments (pp. 9–60)

The economic recovery in the OECD countries continued in the fourth quarter of 1993. Strong stimuli emanated from the US economy, which was growing vigorously. In the United Kingdom, the upswing gathered strength; Germany and France witnessed the first signs of a pickup in business activity. The Italian and Japanese economies, by contrast, were still in the throes of recession. While unemployment figures declined in the United States and in the United Kingdom, they continued to rise in the EU countries and in Japan. In the OECD countries the average inflation rate underwent no change. The monetary policies of the major industrial countries reflected the disparities in their economic situation: In the fourth quarter of 1993 and the first two months of 1994, the European central banks adhered to their policies of lowering interest rates by degrees. The US monetary authorities, by contrast, increased the interest rate slightly at the beginning of February; the Bank of Japan left interest rates at a low level.

In Switzerland, the economic upturn continued in the fourth quarter of 1993. Real gross domestic product moved up slightly from the previous period, exceeding the corresponding year-earlier level for the first time since the second quarter of 1992. Particularly striking was the revival of investments in residential construction and equipment. Whereas exports likewise contributed to the slight expansion compared with the previous period, private consumption shrank again. The decline in employment slowed once more, with the number of jobless persons growing less markedly than in the preceding quarters. The annual inflation rate fell significantly. In February it still amounted to 1.8%, as against 3.4% in October. The seasonally-adjusted monetary base expanded in the fourth quarter in keeping with the Swiss National Bank's forecast. The Bank expected a further increase in the monetary base in the first quarter of 1994.

Swiss stock exchange act – self-regulation versus government regulation (pp. 61–64)

The draft of a federal law on stock exchanges and securities trading combines elements of government regulation and self-regulation. The article deals with the opportunities and the dangers of self-regulation as demonstrated by the draft law. The main focus is on the division of regulatory responsibility between the state and private bodies in the field of stock exchange supervision and in public bidding. The author draws the conclusion that in the draft law government regulation and self-regulation essentially supplement each other and jointly constitute a market-related and flexible order with no influence on the competitive situation. This order has an irreproachably democratic legitimation and duly respects fundamental constitutional rights. It is a solution that offers the opportunity of creating a successful system of securities trading conducive to enhancing the international attractiveness of Switzerland as a securities trading centre over the long term.

Monetary policy with formal inflation targets: a survey (pp. 65–76)

Interest in formal inflation targets has been triggered by the announcement of such targets in Canada and New Zealand. For these purposes, inflation is measured as the annual change in the consumer price index, and price stability is defined as an inflation rate of distinctly less than 2%. By announcing inflation targets, the central banks provide a clear standard against which their results will be measured in future. They do not say, however, how these instruments are to be used in order to achieve the set targets. The article begins by expounding the reasons which have induced various countries to set inflation targets. It then goes on to discuss practical problems involved in laying down an inflation target. Finally, it looks at the inflation target programmes from the Swiss point of view.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 4. März 1994*

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

1. Ausland

Konjunkturentwicklung

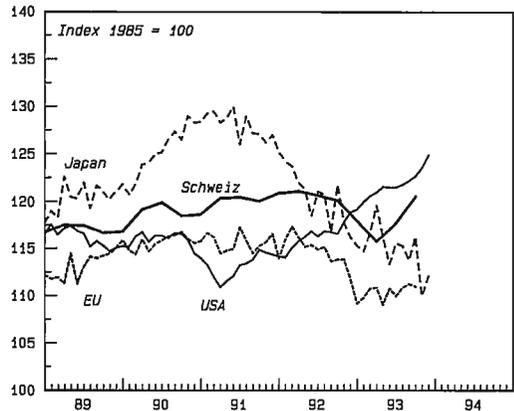
Im OECD-Raum setzte sich die konjunkturelle Erholung, die Mitte 1993 begonnen hatte, im vierten Quartal fort. Bedeutende Impulse gingen von der amerikanischen Wirtschaft aus, die gegen Jahresende stark wuchs. Auch in Grossbritannien festigte sich der Aufschwung. In Deutschland waren erst vereinzelt Erholungszeichen zu erkennen. In Frankreich dürfte das reale Bruttoinlandprodukt, vor allem wegen des privaten Konsums, erneut leicht zugenommen haben. Die italienische Wirtschaft vermochte sich noch nicht von der Rezession zu lösen. Insbesondere blieb die Binnennachfrage schwach. Auch in Japan zeichnete sich noch keine Besserung der Wirtschaftslage ab. Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren der OECD zeigten jedoch im vierten Quartal für alle grossen Industrieländer nach oben.

In den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien bildete sich die Arbeitslosenquote im vierten Quartal zurück. In den meisten übrigen Industrieländern stieg sie dagegen weiter. In der EU betrug die Arbeitslosenquote im Dezember durchschnittlich 10,9%. Sie lag damit rund einen Prozentpunkt höher als vor Jahresfrist. Auch in Japan nahm die Zahl der Arbeitslosen im vierten Quartal deutlich zu.

Die Teuerung blieb im OECD-Raum unverändert. Im Dezember betrug die durchschnittliche Jah-

* Der Bericht wurde Mitte Februar abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im November und Dezember 1993 und im Januar 1994 bekannt wurden. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum Aussenhandel von Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien sind wegen statistischer Umstellungen verspätet verfügbar.

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

reststeuerung der OECD-Länder (ohne Türkei) wie im September 2,7%.

Wirtschaftspolitik

Nachdem die amerikanischen Währungsbehörden die Zinssätze im vierten Quartal unverändert gelassen hatten, erhöhten sie den Satz für Federal Funds Anfang Februar um einen viertel Prozentpunkt. Während die Bank von Japan ihre Geldpolitik nur noch geringfügig lockerte, setzten die europäischen Zentralbanken ihre Politik der schrittweisen Zinssenkung fort. Am 21. Oktober reduzierte die Deutsche Bundesbank ihre Leitzinsen. Die meisten EU-Zentralbanken folgten diesem Schritt. Verschiedene Länder, die am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmen, nutzten die Schwäche der D-Mark, die im November einsetzte, um die Zinsen weiter zu senken. Bis Ende Jahr bildeten sich die Geldmarktsätze in fast allen Ländern weiter zurück. Die italienischen und britischen Währungsbehörden, die nicht mehr an den Wechselkursmechanismus gebunden sind, senkten ihre Zinssätze ebenfalls. Am 17. Februar nahm die Deutsche Bundesbank den Diskontsatz um

einen weiteren halben Prozentpunkt zurück. Eine Reihe von Notenbanken, darunter die Banca d'Italia, senkte den Diskontsatz ebenfalls.

In den Vereinigten Staaten fiel das Defizit des Bundes im Fiskaljahr 1993 weniger hoch aus, als budgetiert worden war. Mit einem Anteil von 4,2% am Bruttoinlandprodukt liegt es höher als in Japan, aber tiefer als in den meisten europäischen Ländern. Dies gilt auch, wenn nicht nur die Defizite der Zentralregierung, sondern die Fehlbeträge des Gesamtstaates miteinander verglichen werden.

Die britische Regierung plant für das Fiskaljahr 1994/95 nur schwach steigende Staatsausgaben sowie eine Reihe von Steuererhöhungen; bis Ende der neunziger Jahre soll der Staatshaushalt ausgeglichen werden. Das deutsche Bundesdefizit soll 1994 etwas tiefer ausfallen als 1993. Zu diesem Zweck wurde ein Sanierungsprogramm beschlossen, das auch Steuererhöhungen umfasst.

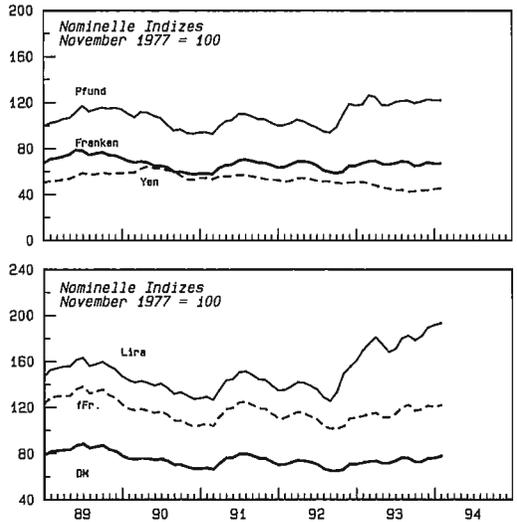
Am 1. Januar 1994 trat der Nordamerikanische Freihandelsvertrag (Nafta) in Kraft, nachdem die Vereinigten Staaten, Kanada und Mexiko das Abkommen ratifiziert hatten. Damit entstand eine Freihandelszone mit einer Bevölkerung von rund 360 Mio.

Devisenmarkt

Im europäischen Wechselkurssystem beruhigte sich die Lage im vierten Quartal weiter. Der US-Dollar schwankte wiederum stark, festigte sich aber gegenüber den meisten Währungen tendenziell. Der japanische Yen stabilisierte sich auf hohem Niveau.

Das Ausmass der Schwankungen der am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen verringerte sich im vierten Quartal; bis im Dezember schrumpfte der Abstand zwischen der stärksten und der schwächsten Währung von über 6% auf weniger als 4%. Aufgrund der anhaltenden Konjunkturlaute sowie der Erwartung weiterer Leitzinssenkungen verlor vor allem die D-Mark an Wert. Dadurch kehrten der französische und der belgische Franc sowie das irische Pfund im Dezember in ihre ehemaligen D-Mark-Bandbreiten zurück. Der französische Franc schloss am Jah-

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



resende mit 3,42 Franc pro D-Mark um rund 2,5% stärker als zu Beginn des Quartals. Ende Dezember erreichte auch die dänische Krone wieder ihre frühere Bandbreite gegenüber der D-Mark. Im Januar wertete sich das irische Pfund beträchtlich auf. Zur schwächsten Währung im EWS wurde die durch Finanzschwierigkeiten einer grossen Bank in Mitleidenschaft gezogene spanische Peseta. Die D-Mark tendierte nach einer kurzen Erholung zur Jahreswende auch im neuen Jahr schwächer.

Von den nicht in den Wechselkursmechanismus des EWS eingebundenen Währungen blieb die italienische Lira gegenüber der D-Mark unverändert; das britische Pfund gewann dagegen infolge der günstigen Konjunkturaussichten in Grossbritannien von Oktober bis Ende Januar um gut 6% an Wert. Damit erreichte das Pfund erstmals seit dem Austritt aus dem EWS im September 1992 wieder das alte Kursniveau gegenüber der D-Mark.

Der US-Dollar wertete sich nach einer anfänglichen Schwäche zu Beginn des vierten Quartals gegenüber den europäischen Währungen auf. Einzig das britische Pfund hielt sich gegenüber dem Dollar. Der D-Mark-Kurs des Dollars erreichte bis Ende Januar einen Höchstwert von 1,74 D-Mark.

Ein stagnierender japanischer Ertragsbilanzüberschuss sowie ein erneut zur Schwäche neigender Aktienmarkt drückten den Yen im vierten Quartal. Von Oktober bis Ende Jahr verlor er gegenüber den meisten Währungen an Wert; gegenüber dem Dollar sank er um rund 5%.

Europäische Integration

Mit Beginn der zweiten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion am 1. Januar 1994 nahm das Europäische Währungsinstitut (EWI) seine Tätigkeit auf. Seine Hauptaufgabe wird darin bestehen, die Grundlagen für eine gemeinsame Geldpolitik zu schaffen, die Zusammenarbeit zwischen den nationalen Zentralbanken zu verstärken, das Funktionieren des Europäischen Währungssystems zu überwachen und die Effizienz grenzüberschreitender Zahlungssysteme zu erhöhen. Zudem übernimmt das EWI die Funktionen des bisherigen Ausschusses der Präsidenten der EG-Zentralbanken und des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit.

Mit Beginn der zweiten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion traten zudem verschiedene neue gesetzliche Bestimmungen in Kraft. Die wichtigste ist das Verbot der monetären Finanzierung von Ausgaben der öffentlichen Hand durch die Zentralbanken der Mitgliedstaaten sowie durch die zukünftige Europäische Zentralbank.

Anlässlich ihres Gipfels von Anfang Dezember in Brüssel stimmten die Staats- und Regierungschefs der EU-Mitgliedstaaten dem von der Europäischen Kommission ausgearbeiteten Weissbuch zum Thema «Wachstum, Wettbewerbsfähigkeit, Beschäftigung» zu. Das Weissbuch enthält eine Liste von Anregungen zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit und zur Steigerung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit Europas. Die von den EU-Finanzministern zur gleichen Zeit verabschiedeten «Grundzüge der Wirtschaftspolitik» haben für die Mitgliedstaaten verbindlichen Charakter. Diese Grundzüge beruhen auf dem Maastrichter Unionsvertrag, der die EU-Mitgliedstaaten verpflichtet, ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse zu betrachten. Darin werden eine Reduktion der Neuverschuldung, eine stabile Geldpolitik mit In-

flationsraten von zwei bis drei Prozent, tiefere Zinssätze und eine geringere Steigerung der Real-löhne angestrebt.

Am 1. Januar 1994 trat auch das Abkommen über den Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) in Kraft. Der EWR umfasst die zwölf Mitgliedstaaten der Europäischen Union sowie die EFTA-Länder Finnland, Island, Norwegen, Österreich und Schweden. Die Beteiligung Liechtensteins, das in einer Volksabstimmung Ende 1992 dem EWR-Abkommen zugestimmt hatte, hängt einerseits von einer Neuregelung des Zollvertrags mit der Schweiz und andererseits vom Ausgang der zweiten Volksabstimmung über den EWR ab. Diese findet voraussichtlich im Sommer 1994 statt.

Internationale Währungszusammenarbeit

Gemäss Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) stieg die Aussenverschuldung der Entwicklungsländer 1993 um 6% auf 1476 Mrd. Dollar. Dagegen fielen die Schuldenquote (Aussenverschuldung in Prozent der Exporterlöse) um 0,7 Prozentpunkt auf 115,6% und die Schuldendienstquote (Zinsendienst in Prozent der Exporterlöse) um 0,5 Prozentpunkt auf 13,7%. Neben regional unterschiedlichen Faktoren begünstigten die international sinkenden Zinssätze diese Entwicklung. Asien weist die tiefste Verschuldung auf. Gründe dafür sind die hohe Sparquote und die erheblichen ausländischen Direktinvestitionen, die dank der Handelsliberalisierung und dem hohen Wirtschaftswachstum in diese Länder fließen. In vielen lateinamerikanischen Ländern führten die wirtschaftliche Sanierung und die Privatisierung zu Kapitalrückflüssen, die sich in einer starken Zunahme der Portfolio- und Direktinvestitionen äusserten. Dies trug zu einer Verringerung der Schuldenquote bei. Besorgniserregend ist hingegen die hohe Schuldenlast Afrikas. Die ärmeren Länder südlich der Sahara leiden unter besonders schwerwiegenden Verschuldungsproblemen. Ihre Schulden bestehen zum grössten Teil aus Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Gläubigern.

In Mittel- und Osteuropa erhöhte sich 1993 die Aussenverschuldung gemäss Schätzungen des IWF um 11% auf rund 209 Mrd. Dollar. Dieser An-

stieg beruht hauptsächlich auf der höheren Verschuldung der Länder der früheren Sowjetunion und der Länder Südosteuropas. Die anderen Staaten konnten ihre Verpflichtungen weitgehend stabilisieren. Während die Schuldenquote der Region aufgrund des Schuldenanstiegs und der sinkenden Exporte auf 148,5% zunahm (1992: 132,4%), sank die Schuldendienstquote infolge der tieferen internationalen Zinssätze auf 11,4% (1992: 12,1%).

Im vierten Quartal 1993 konnten die Verhandlungen zwischen Brasilien und seinen Gläubigerbanken über die Umschuldung von 52 Mrd. Dollar abgeschlossen werden. Das Abkommen tritt in Kraft, sobald sich Brasilien und der IWF über eine Bereitschaftskreditvereinbarung geeinigt haben. Die brasilianische Aussenverschuldung betrug Ende 1993 132 Mrd. Dollar. Bulgarien erzielte mit seinen ausländischen Gläubigerbanken eine Grundsatzübereinkunft über eine Umschuldung. Die Höhe des Schuldenerlasses hängt von der konkreten Umsetzung ab. Bulgariens Verbindlichkeiten und Zahlungsrückstände gegenüber seinen Gläubigerbanken betragen Ende 1992 9,3 Mrd. Dollar; diese Schulden wurden seit 1990 zum grössten Teil nicht mehr bedient. Mit Lettland und der Moldau einigte sich der IWF über je eine Bereitschaftskreditvereinbarung in Höhe von 22,9 Mio. bzw. von 51,8 Mio. SZR. Gleichzeitig erhielten Lettland eine erste und Moldawien eine zweite Kreditranche im Rahmen der Systemübergangsfazilität.

Anfang 1994, zwei Jahre nach Auflösung der früheren Sowjetunion, verwenden von den 15 Nachfolgerepubliken nur noch Russland, Weissrussland und Tadschikistan den Rubel als einziges offizielles Zahlungsmittel. Der Zerfall der Rubelzone wurde vor allem ab Juli 1993 beschleunigt, als die russische Zentralbank überraschend die Verwendung der vor 1993 ausgegebenen Rubelscheine untersagte. Sie stellte die neuen Banknoten nur noch jenen Staaten zur Verfügung, die sich bereit erklärten, dem russischen Wirtschaftskurs zu folgen. Bis zu diesem Zeitpunkt hatten erst die baltischen Staaten und Kirgisien eigene Währungen eingeführt. In den meisten anderen Republiken entstand in der Folge eine Knappheit an gültigen Rubelscheinen. Dadurch wurden sie gezwungen, zum Teil überstürzt eigene Währungen oder –

während einer Übergangszeit – Parallelwährungen einzuführen.

2. Schweiz

In der Schweiz hellte sich die Konjunkturlage im vierten Quartal weiter auf. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode leicht zu und lag damit erstmals seit dem zweiten Quartal 1992 wieder über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Bemerkenswert war vor allem die Belebung der Wohnbau- und Ausrüstungsinvestitionen. Zum leichten Wachstum gegenüber der Vorperiode trugen indessen auch die Exporte bei, während der private Konsum wieder sank. Gemäss der Konjunkturumfrage der KOF-ETH besserte sich die Stimmung auch in der Industrie. Die Kapazitätsauslastung nahm erneut zu, und der Bestellungseingang aus dem In- und Ausland zog weiter an.

Der Rückgang der Beschäftigung schwächte sich im vierten Quartal ab. Während in der Bauwirtschaft und in der Industrie Stellen abgebaut wurden, stabilisierte sich die Zahl der Beschäftigten im Dienstleistungssektor. Die Zahl der Arbeitslosen nahm nochmals zu, doch stieg sie weniger stark als in den Vorquartalen. Die Arbeitslosenquote betrug im vierten Quartal durchschnittlich 5%.

Die Jahreststeuerung bildete sich von Oktober 1993 bis Januar 1994 von 3,4% auf 2,1% zurück. Im Februar sank sie weiter auf 1,8%. Zum Teuerungsabbau trugen alle Bedarfsgruppen – besonders aber die Wohnungsmieten – bei.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge wuchs im vierten Quartal wie schon in den Vorperioden. Sie lag mit 29,7 Mrd. Franken um 2,8% höher als vor Jahresfrist und entsprach damit der Prognose der Nationalbank. Sowohl der Notenumlauf als auch die Giroguthaben nahmen zu. Für das erste Quartal 1994 rechnet die Nationalbank mit einem Durchschnittswert der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 29,9 Mrd. Franken. Dies entspricht einer Zunahme von 0,6% gegenüber dem vierten Quartal 1993 bzw. einem Zuwachs von 2,1% gegenüber dem Vorjahresquartal.

Der Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt bildete sich von Oktober bis Januar nochmals um insgesamt einen halben Prozentpunkt auf knapp 4% zurück. Mitte Dezember senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen viertel Prozentpunkt auf 4% und trug damit der Zinsentwicklung am Geldmarkt Rechnung. Die Durchschnittsrendite langfristiger Obligationen stabilisierte sich bei gut 4%. Die langfristigen Sätze lagen damit leicht über den kurzfristigen.

Der Schweizer Franken gewann im vierten Quartal gegenüber den meisten europäischen Währungen – besonders gegenüber der D-Mark – an Wert. Der exportgewichtete reale Wechselkurs stieg weiter. Er lag damit rund 3% höher als vor Jahresfrist.

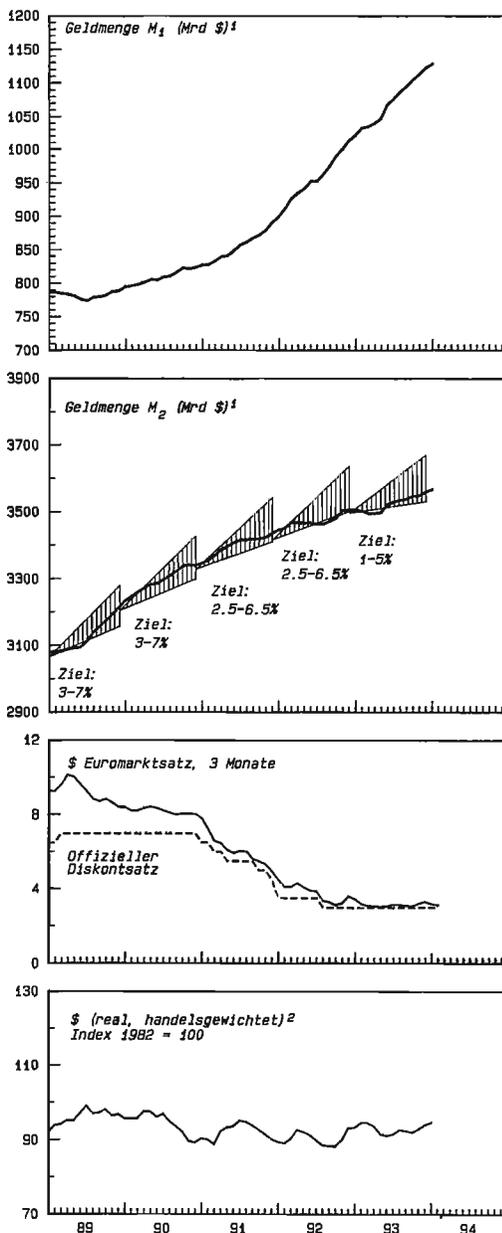
B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Das Wachstum der amerikanischen Wirtschaft beschleunigte sich im vierten Quartal 1993. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm auf Jahresbasis hochgerechnet gegenüber dem Vorquartal um 7,5% zu und übertraf damit den Vorjahresstand um 3,2%. Im Jahresdurchschnitt stieg es um 3,0%, gegenüber 2,6% im Vorjahr. Zum Wachstumsschub im vierten Quartal trugen alle Nachfragekomponenten bei. Besonders stark erhöhten sich die Exporte, der Wohnungsbau und die Unternehmensinvestitionen; die Zuwachsraten lagen zwischen 20 und 30%. Während auch der private Konsum kräftig wuchs, gingen die Staatsausgaben leicht zurück. Die Importe nahmen infolge der starken Binnennachfrage stark zu.

Die Industrieproduktion erhöhte sich im vierten Quartal kräftig und übertraf den Vorjahresstand um 4,5%. Deutliche Impulse gingen von der Automobilindustrie aus, die ihre Produktion infolge der lebhaften Nachfrage stark ausweitete. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie stieg von 81,7% im dritten Quartal auf 83% im vierten Quartal. Auch die Beschäftigung nahm mit durchschnittlich 182 000 Personen pro Monat stärker als im Vorquartal zu; sie übertraf damit den Vorjahres-

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

² Quelle: OECD

stand um 1,8%. Die Arbeitslosenquote sank auf 6,5%, gegenüber 6,7% im dritten Quartal.

Das im vierten Quartal erreichte hohe Wachstumstempo dürfte 1994 wieder nachlassen. Insbesondere dürfte sich die Dynamik des privaten Konsums, der von den niedrigen Zinssätzen profitierte und zu Lasten der Sparquote stieg, mässigen. Für 1994 wird jedoch mit einem Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts von deutlich mehr als 3% gerechnet.

Die Jahresteuern blieb im vierten Quartal – gemessen an den Konsumentenpreisen – unverändert bei 2,8%. Die Kernrate ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise sank geringfügig von 3,2% auf 3,1%. Die Teuerung erreichte damit den tiefsten Stand seit Jahrzehnten.

Das Defizit der amerikanischen Handelsbilanz ging im vierten Quartal dank tieferer Erdölpreise zurück. Es betrug saisonbereinigt 32 Mrd. Dollar, gegenüber 26 Mrd. ein Jahr zuvor. Der im Vorjahresvergleich hohe Fehlbetrag widerspiegelte hauptsächlich die konjunkturbedingt steigenden Importe, während die Exporte aufgrund der immer noch gedrückten Wirtschaftslage in Europa und Japan stagnierten.

Der Bundeshaushalt für das im September 1993 abgelaufene Fiskaljahr 1993 schloss überraschend günstig. Der Fehlbetrag, der noch zu Beginn des Jahres auf 300 Mrd. Dollar veranschlagt worden war, betrug 255 Mrd. Dollar bzw. 4,2% des Bruttoinlandprodukts. Die Ausgaben für das Gesundheitswesen waren geringer als vorhergesehen. Der Rückgang der Zinssätze erlaubte Einsparungen von 3 Mrd. Dollar, und die für die Sanierung von Banken budgetierten Ausgaben lagen um 15 Mrd. Dollar unter dem Voranschlag.

Die amerikanischen Währungsbehörden liessen den Satz für Federal Funds im vierten Quartal unverändert bei 3%. Der Dreimonatssatz am Eurodollarmarkt verharrte ebenfalls bei leicht über 3%. Die Sätze für zehnjährige Staatsobligationen zogen aufgrund der günstigen Konjunktorentwicklung im vierten Quartal leicht an. Im Januar lagen sie bei 5,7%, gegenüber 5,3% Anfang Oktober. Am 4. Februar erhöhte das Federal Reserve Board

den Satz für Federal Funds um einen viertel Prozentpunkt auf 3,25%.

Wie in den Vorquartalen nahm die Geldmenge M_1 im vierten Quartal stark zu; sie lag um 11% höher als im vierten Quartal 1992. Die Geldmengenaggregate M_2 und M_3 wuchsen mit 1,5% bzw. 0,7% etwas stärker als in den Vorquartalen; sie befanden sich aber weiterhin am unteren Rand der Zieltrichter von 1–5% für M_2 bzw. 0–4% für M_3 .

Japan

In Japan waren Ende 1993 noch keine Zeichen einer konjunkturellen Erholung sichtbar. Das reale Bruttosozialprodukt stieg zwar im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,4% und lag damit um 0,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Dieses Wachstum war aber hauptsächlich auf die aussergewöhnlich kräftige Zunahme des privaten Wohnungsbaus zurückzuführen. Die Wohnbauinvestitionen erhöhten sich gegenüber dem Vorquartal um 10,3%, und die damit verbundenen Käufe von Haushalteinrichtungen belebten auch die sonst schwachen privaten Konsum (+0,4%). Die Unternehmensinvestitionen sanken dagegen um 1,6%. Konjunkturstützend wirkten die Staatsausgaben und die Exporte, die leicht wuchsen.

Die Industrieproduktion bildete sich im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode um 3,7% zurück und lag damit um 4,8% unter dem Vorjahresstand. Die Kapazitätsauslastung sank von 72% auf 68,6%, und die Lagerbestände nahmen weiter zu. Sie erreichten im vierten Quartal den höchsten Stand im laufenden Konjunkturzyklus. Die Entwicklung der Bestellungseingänge zeigte keine Besserung. Der Auftragseingang für Investitionsgüter lag im vierten Quartal um 6% tiefer als vor Jahresfrist, und im Baugewerbe gingen rund 20% weniger Bestellungen ein als im Vorjahr. In der vierteljährlichen Umfrage der japanischen Zentralbank von November 1993 beurteilten sowohl die Industrie- als auch die Dienstleistungsunternehmen ihre Geschäftsaussichten pessimistisch. Die verarbeitende Industrie hatte sich zu ihrer Lage noch nie so negativ geäussert wie in der jüngsten Umfrage. Vor dem Hintergrund der hartnäckigen Rezession geriet der japanische Aktien-

markt gegen Ende 1993 und Anfang 1994 erneut unter Druck.

Die Spuren der Rezession zeigen sich auch auf dem Arbeitsmarkt. Das Verhältnis zwischen Stellenangeboten und Stellenbewerbern ging im vierten Quartal nochmals markant zurück, und die Arbeitslosenquote stieg deutlich auf 2,8% (3. Quartal: 2,5%). Aufgrund der anhaltenden Konjunkturschwäche und der Sparmassnahmen der Grossunternehmen ist 1994 mit einer starken Zunahme der Arbeitslosigkeit zu rechnen.

Die starke Aufwertung des Yens im ersten Halbjahr 1993 begann sich im vierten Quartal in den japanischen Aussenhandelszahlen niederzuschlagen. Die Exporte nahmen real ab, während die Importe leicht wuchsen. In Dollar ausgedrückt, erhöhte sich indessen der Exportwert als Folge der Yen-Aufwertung nochmals, und bei den Importen sorgten die tiefen Erdölpreise für eine nur geringe nominelle Erhöhung. Insgesamt verminderte sich der Überschuss der Handelsbilanz gegenüber dem Vorquartal. Der Aktivsaldo der Ertragsbilanz blieb unverändert bei 32 Mrd. Dollar.

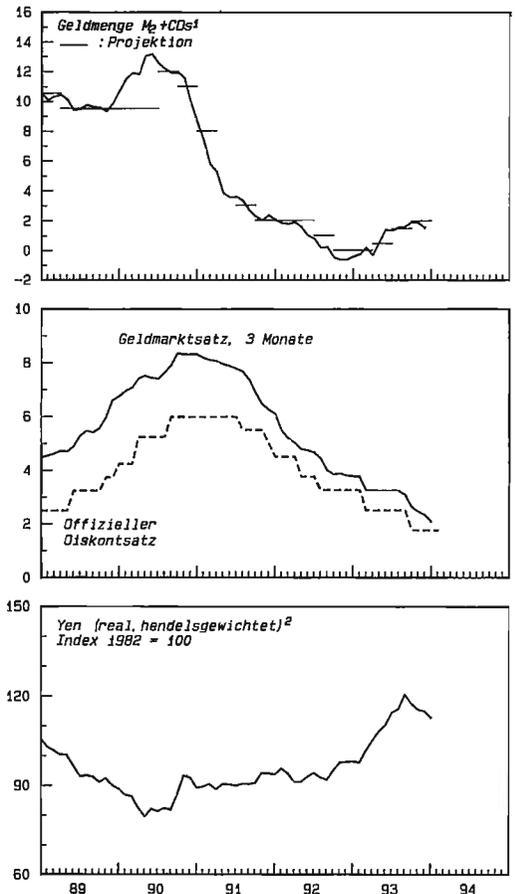
Die Jahresteuern bildete sich im vierten Quartal nach dem witterungsbedingten Anstieg im Sommer wieder zurück. Sie betrug noch 1,1%, gegenüber 1,8% im dritten Quartal.

Die japanische Regierung kündigte angesichts der schlechten Konjunkturaussichten Anfang Februar ein viertes Konjunkturprogramm an. Es sieht neben einer Aufstockung der Infrastrukturausgaben eine Kürzung der Einkommenssteuersätze vor. Ferner sollen Immobilientransaktionen steuerlich begünstigt und staatliche Käufe von Immobilien vorgezogen werden. Das Programm ist indessen mit zahlreichen politischen Unsicherheiten behaftet. Insbesondere wurde der Entscheid über die auf Anfang 1997 geplante Erhöhung der Mehrwertsteuer um 3%, die der Sanierung der Staatsfinanzen dienen sollte, vertagt.

Die japanische Geldpolitik blieb im vierten Quartal weitgehend unverändert, nachdem die Bank von Japan im September den Diskontsatz um drei Viertel Prozentpunkt auf 1,75% gesenkt hatte. Von September bis Dezember sank der Tagesgeldsatz nur noch leicht von 2,5% auf 2,4%. Die Geld-

marktsätze und die Obligationenrenditen gingen hingegen in Erwartung einer weiteren Lockerung der Geldpolitik nochmals erheblich zurück. Der Satz für dreimonatige Depositzertifikate sank von 2,5% am Ende des dritten Quartals auf 2,1% Anfang Januar 1994, und der Satz für zehnjährige Regierungsoobligationen bildete sich von 4% auf 3% zurück. Die Geldmenge M_2+CD lag im vierten Quartal um 1,6% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Für das erste Quartal 1994 wurde die Projektion auf 1–2% festgelegt.

Grafik 4: Japan



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

² Quelle: OECD

Deutschland

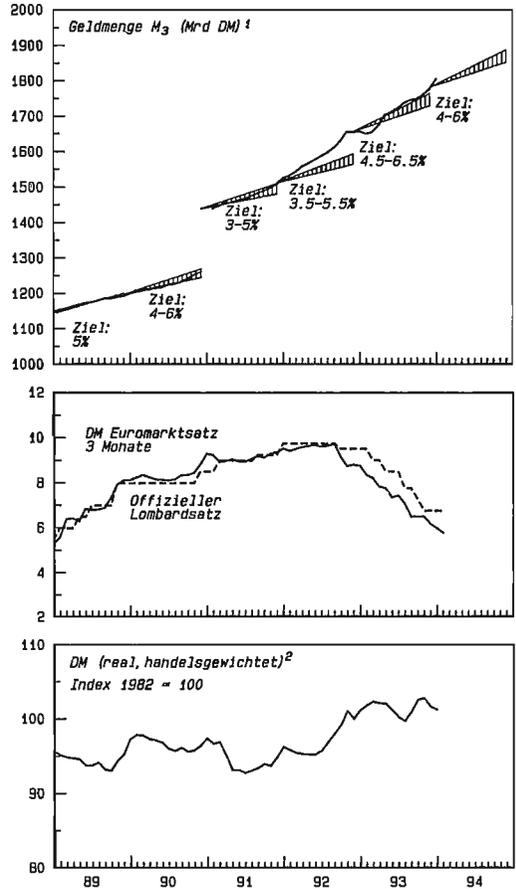
Die Rezession in den alten Bundesländern kam im zweiten Halbjahr 1993 zum Stillstand. Im dritten Quartal stieg das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber der Vorperiode erneut geringfügig (0,5%). Es lag allerdings noch immer unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Sowohl der private Konsum als auch die Investitionen erholten sich vom Einbruch im ersten Halbjahr und wuchsen gegenüber der Vorperiode. Die Exporte, die in den letzten drei Quartalen stark gesunken waren, nahmen ebenfalls zu. Die leichte Verbesserung der Binnennachfrage widerspiegelte sich auch in den Importen, die sich im dritten Quartal stabilisierten, nachdem sie im ersten Halbjahr deutlich abgenommen hatten.

Im vierten Quartal war das reale Bruttoinlandprodukt gemäss ersten Schätzungen leicht rückläufig. Die Produktion der verarbeitenden Industrie war tiefer als in der Vorperiode und lag deutlich unter dem Vorjahreswert. Die Konsumgüterindustrie meldete einen geringeren Auftragseingang. Die Bestellungen bei den Investitionsgütern stagnierten insgesamt trotz der höheren Nachfrage aus dem Ausland; die Aufträge aus dem Inland schrumpften indessen. Die Umsätze im Detailhandel stabilisierten sich auf tiefem Niveau; der Absatz von Fahrzeugen, der in der ersten Jahreshälfte stark gesunken war, begann sich im zweiten Halbjahr zu verbessern. Insgesamt sind erst vereinzelt Zeichen einer konjunkturellen Erholung auszumachen. Für 1994 rechnet der deutsche Sachverständigenrat mit einer Stagnation des realen Bruttoinlandprodukts in Westdeutschland.

In den alten Bundesländern verschlechterte sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt im vierten Quartal weiter. Die Arbeitslosenquote stieg gegenüber der Vorperiode um einen halben Prozentpunkt auf 9%. Die Zahl der Erwerbstätigen, die Anfang 1992 mit über 29,5 Mio. Personen ihren Höchststand erreicht hatte, sank bis Ende 1993 um fast eine Million Personen.

Die seit Mitte 1993 sinkende westdeutsche Inflationsrate bildete sich von Oktober bis Januar von 3,9% auf 3,5% zurück. Die Produzentenpreise nahmen erneut leicht ab.

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

In den neuen Bundesländern setzte sich die langsame wirtschaftliche Erholung im vierten Quartal fort. Die Produktion in der verarbeitenden Industrie nahm zu und lag über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Offenbar beginnen die Umstrukturierungen in der Industrie erste Erfolge zu zeigen. Die Inlandbestellungen expandierten, während die Aufträge aus dem Ausland weiterhin stark schwankten. Die Bautätigkeit wuchs erneut kräftig, besonders im Wohnungsbau.

Die Arbeitslosenquote in den neuen Bundesländern betrug wie schon in der Vorperiode rund 16%. Dazu kommen noch einmal so viele (rund 1,15 Mio.) Personen, die keine Arbeit haben, sich aber an Weiterbildungs- oder Arbeitsbeschaffungsprogrammen beteiligen oder frühpensioniert wurden. Die ostdeutsche Inflation lag weiterhin bei knapp 9%; der Hauptgrund für die im Vergleich zu Westdeutschland höhere Teuerung liegt bei den stärker steigenden Mieten.

Die gesamtdeutschen Ausfuhren stagnierten im dritten Quartal, während die Einfuhren gegenüber dem Vorquartal zunahmen. Der Handelsbilanzüberschuss sank um 2,3 Mrd. auf 12,6 Mrd. D-Mark. Da gleichzeitig die Kapitalerträge aus dem Ausland stark zurückgingen, vergrößerte sich das Defizit der Ertragsbilanz von 5,5 Mrd. auf 11,5 Mrd. D-Mark.

Die Deutsche Bundesbank lockerte – trotz einer erneut zu stark wachsenden Geldmenge – ihre Geldpolitik im vierten Quartal. Am 21. Oktober senkte sie die Leitzinsen um je einen halben Prozentpunkt auf 5,75% (Diskontsatz) bzw. 6,75% (Lombardsatz). Wertpapierpensionsgeschäfte, die Ende September noch 6,7% gekostet hatten, schloss die Bundesbank ab Anfang Dezember zu 6% ab. Das langfristige Zinsniveau, gemessen an der Rendite festverzinslicher Wertpapiere, ging von 6,1% im September auf 5,5% im Januar zurück. Am 17. Februar senkte die Deutsche Bundesbank den Diskontsatz um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 5,25%. Der Lombardsatz blieb unverändert.

Im Januar setzte die Deutsche Bundesbank die Mindestreservesätze für Sichteinlagen per 1. März 1994 auf einheitlich 5% herab. Bis zu diesem Zeitpunkt hatten die Sätze je nach Höhe der Einlagen 6,6% bis 12,1% betragen. Der Reservesatz für Termin- und Spareinlagen, der vor einem Jahr gesenkt worden war, beträgt weiterhin 2%. Die freiwerdende Liquidität wird von der Bundesbank abgeschöpft. Die Herabsetzung der Mindestreserven stärkt die internationale Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Banken.

Die Geldmenge M_3 nahm im vierten Quartal mit einer Jahresrate von 7,4% zu. Das Wachstum lag damit erneut über dem Zielkorridor von 4,5–6,5%.

Neben den Sichteinlagen erhöhten sich besonders die Spargelder stark, was teilweise auf die sinkenden Zinsen zurückzuführen ist. Für das Jahr 1994 senkte die Deutsche Bundesbank den Zielkorridor für M_3 auf 4–6%. Sie rechnet infolge der geringeren Zunahme der Löhne und Gehälter mit einer weiter rückläufigen Teuerung.

Im Dezember verabschiedete das deutsche Parlament das Bundesbudget für das Jahr 1994. Dieses sieht bei Ausgaben von 480 Mrd. D-Mark ein Defizit von 69 Mrd. D-Mark vor, das damit geringfügig tiefer ausfällt als im Vorjahr. Das Budget 1994 enthält ein Sparprogramm, das den Bund um 21 Mrd. D-Mark sowie die Länder und Gemeinden um knapp 5 Mrd. D-Mark entlastet; Abstriche wurden beim Arbeitslosengeld und bei anderen Sozialleistungen gemacht. Die Regierung erhöhte andererseits verschiedene Steuern und Abgaben, darunter die Mineralölsteuern sowie die Lohnabzüge für die Altersversicherung.

Das gesamte Staatsdefizit (Bund, Länder, Gemeinden, Nebenhaushalte, Sozialversicherungen, Treuhandanstalt, Bahnen, Post) stieg 1993 auf insgesamt 220 Mrd. D-Mark bzw. 7,1% des Bruttoinlandprodukts. Im Jahre 1992 hatte das gesamte Defizit noch 170 Mrd. D-Mark bzw. rund 6% des Bruttoinlandprodukts betragen.

Frankreich

Das französische Bruttoinlandprodukt nahm im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode erneut geringfügig zu. Es lag noch um 0,7% unter dem Vorjahresstand. Die leichte Erholung gegenüber dem zweiten Quartal stützte sich zur Hauptsache auf den privaten Konsum und die Exporte, die im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,7% bzw. 0,8% wuchsen. Die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen verminderten sich dagegen weiter, wenn auch langsamer als in den Vorperioden. Auch die Lager wurden weiter abgebaut.

Im vierten Quartal stagnierte die Wirtschaft. Die Produktion der verarbeitenden Industrie, die im Vorquartal unverändert geblieben war, lag leicht unter dem Niveau der Vorperiode und deutlich unter dem Vorjahresstand. Die Produktion stieg in den Bereichen Nahrungsmittel, Halbfabrikate und

Ausrüstungsgüter; die Produktion der Automobilindustrie sank dagegen erneut. Die Nachfrage nach Industrieprodukten, die um die Jahresmitte erheblich zugenommen hatte, war wieder rückläufig. Gemäss den Umfragen zur Konjunkturlage zog die Auslandsnachfrage etwas an, und die Produktionsaussichten verbesserten sich leicht. Die Lager wurden immer noch als zu hoch beurteilt.

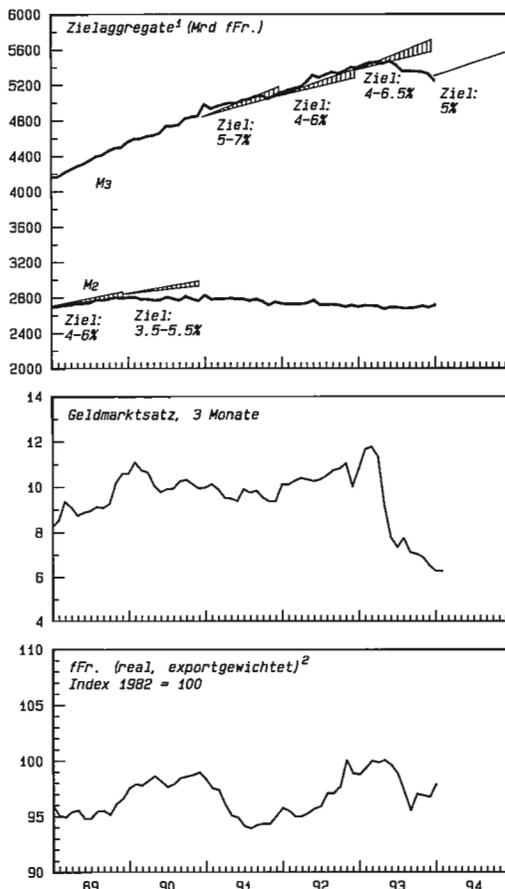
Auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich die Lage im vierten Quartal weiter; der Abbau von Arbeitsplätzen verlangsamte sich jedoch. Gegenüber dem Vorjahr sank die Beschäftigung um 1,5%. Besonders stark war der Rückgang in der Industrie und im Baugewerbe. Die Beschäftigung im Dienstleistungssektor nahm im Vorquartalsvergleich geringfügig zu und war gleich hoch wie vor Jahresfrist. Die Arbeitslosenquote stieg von 11,8% im September auf 12,2% im Dezember.

Die Jahresteuern sank von durchschnittlich 2,2% im dritten auf 2,1% im vierten Quartal. Im Jahresdurchschnitt betrug sie 2,1%. Trotz der beträchtlichen Erhöhung der Steuern für Treib- und Brennstoffe lag sie damit leicht tiefer als 1992. Während sich die Industrieprodukte erneut um 1,1% verteuerten, stiegen die Preise für private Dienstleistungen um 3,5% (1992: 4,7%).

Leicht höhere Ausfuhren sowie stagnierende Einfuhren führten im dritten Quartal wiederum zu einem höheren Handelsbilanzüberschuss. Er betrug 24,8 Mrd. Francs, gegenüber 21 Mrd. im Vorquartal. Im Vorjahresvergleich lagen die Ausfuhren um 3,2% und die Einfuhren um 9,5% tiefer. Der Überschuss der Ertragsbilanz belief sich auf 26,5 Mrd. Francs gegenüber 20,1 Mrd. im zweiten Quartal.

Die Banque de France lockerte ihre Geldpolitik vorsichtig, nachdem sich der Franc gegenüber der D-Mark gestärkt hatte. Am 22. Oktober und am 3. Dezember senkte sie die Leitzinsen. Sie nahm den Pensionssatz für fünf- bis zehntägige Schatzwechsel von 7,75% auf 7% und den Interventionssatz von 6,75% auf 6,2% zurück. Parallel dazu bildete sich der Satz für dreimonatige Interbankeinlagen von 7,2% Ende September auf 6,3% Ende Januar zurück, und die Rendite langfristiger Staatsanleihen sank von 6,3% auf 5,9%.

Grafik 6: Frankreich



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

2 Quelle: OECD

Das Wachstum der Geldmenge M₃ verlangsamte sich im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode erneut. Im Vorjahresvergleich sank das Aggregat um 1,6% und lag damit weit unter dem Zielbereich von 4–6,5%. Zu dieser Entwicklung trugen sowohl die Konjunkturflaute als auch verschiedene Sondereffekte bei. Gemäss der Banque de France stieg die um die Sondereffekte bereinigte Geldmenge um schätzungsweise 1,4%. Für 1994 verzichtete die Banque de France darauf, für M₃ einen Zielkorridor festzusetzen. Sie legte stattdessen für das Wachstum von M₃ ein mittelfristi-

ges Ziel von 5% fest. Besondere Aufmerksamkeit wird sie darüber hinaus der Entwicklung der inländischen Verschuldung schenken.

Anfang 1994 erlangte die Banque de France gegenüber der Regierung weitgehende Unabhängigkeit. Die Verantwortung für die Geldpolitik trägt der geldpolitische Rat. Er setzt sich aus neun Mitgliedern zusammen, und zwar aus dem Gouverneur der Banque de France, den beiden Vizegouverneuren sowie sechs Personen aus Wirtschaft und Wissenschaft. Die Regierung bleibt für die Festlegung der Parität des Franc zuständig.

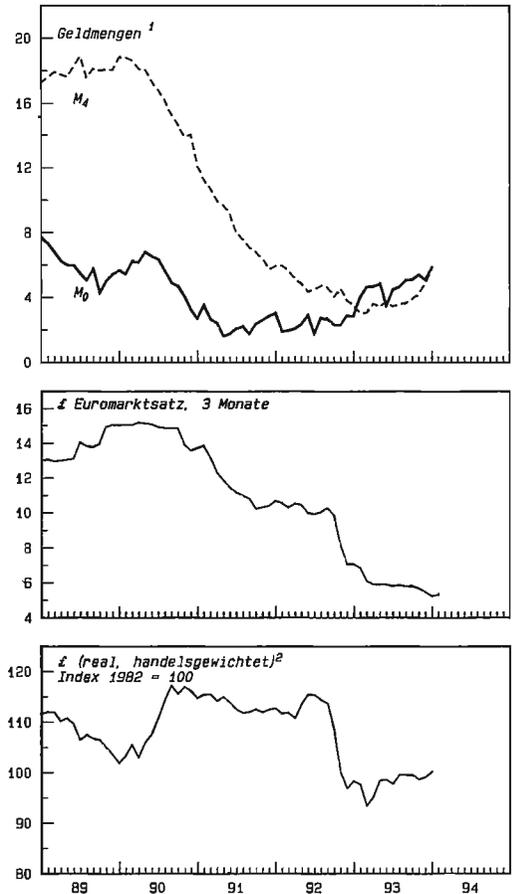
Grossbritannien

In Grossbritannien setzte sich die wirtschaftliche Erholung im dritten Quartal 1993 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber der Vorperiode wiederum um 0,7%; im Vorjahresvergleich nahm es um 2,2% zu. Die Erholung stützte sich erneut hauptsächlich auf den privaten Konsum, während der staatliche Konsum stagnierte. Die Bau- und die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen wieder; auch die Exporte, die im Vorquartal rückläufig gewesen waren, erhöhten sich.

Im vierten Quartal verlief die britische Konjunktur weiterhin günstig. Der private Konsum blieb die wichtigste Konjunkturstütze. Offensichtlich deckten die Konsumenten im Jahre 1993 einen gewissen Nachholbedarf: Sie kauften gegenüber dem Vorjahr um fast 12% mehr neue Personenwagen, nachdem der Absatz 1992 noch gesunken war. Auch die Industrieproduktion entwickelte sich gemäss den Umfragen des britischen Industrieverbandes zufriedenstellend. Im vierten Quartal war die Produktion der verarbeitenden Industrie um 0,8% höher als in der Vorperiode und lag um 2% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Auftragslage blieb hingegen ungenügend, da insbesondere die Bestellungen aus dem Ausland auf tiefem Niveau verharrten.

Die Arbeitslosigkeit, die Mitte 1993 ihren Höchststand erreicht hatte, begann sich im vierten Quartal zurückzubilden. Von Oktober bis Januar sank sie von 10,1% auf 9,9%. Gemäss dem Arbeitsministerium entstanden insbesondere im Dienstleistungssektor viele neue Arbeitsplätze, obwohl

Grafik 7: Grossbritannien



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

² Quelle: OECD

verschiedene grosse Dienstleistungsunternehmen weitere Entlassungen ankündigten.

Die Jahreststeuerung lag im vierten Quartal mit durchschnittlich 1,6% gleich hoch wie im dritten Quartal. Die Basisinflation, welche die Hypothekenzinsen nicht enthält, ging leicht auf 2,7% zurück.

Die Ausfuhren wuchsen im dritten Quartal stärker als die Einfuhren. Das Handelsbilanzdefizit sank von 3,1 Mrd. im zweiten Quartal auf 2,4 Mrd.

Pfund, und das Ertragsbilanzdefizit verminderte sich um 0,7 Mrd. auf 1,6 Mrd. Pfund.

Die britischen Währungsbehörden nahmen am 23. November 1993 die Leitzinsen, die im Januar 1993 letztmals herabgesetzt worden waren, um einen halben Prozentpunkt zurück. Der Basiszinsatz, den die Banken erstklassigen Schuldnern verrechnen, sank in der Folge auf 5,5%. Der Dreimonatssatz am Interbankenmarkt fiel von 5,9% im Oktober auf 5,4% im Januar, die Rendite langfristiger Staatsanleihen von 7,1% auf 6,4%. Am 8. Februar nahmen die britischen Währungsbehörden eine weitere Zinsreduktion von einem Viertel Prozentpunkt vor.

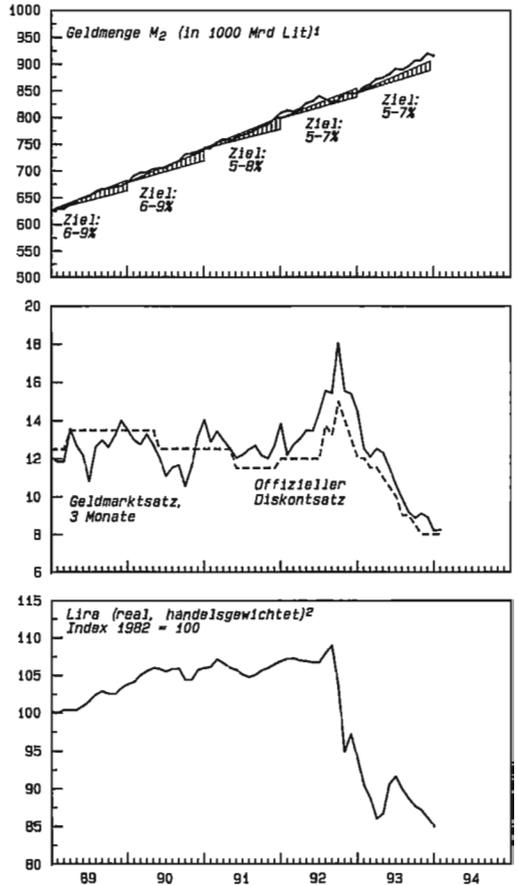
Die monetären Aggregate wuchsen im vierten Quartal stärker als in der Vorperiode. Die Geldmenge M_0 stieg gegenüber dem vierten Quartal 1992 um 5,4% und lag damit über dem angestrebten Bereich von 0–4%. Die Geldmenge M_4 bewegte sich mit einer Zunahme von 7,7% in der oberen Hälfte des Bandes von 4–8%.

Ende November legte der britische Schatzkanzler das Budget für das Haushaltsjahr 1994/95 vor, das im April 1994 beginnt. Das Budget enthält einen nur geringen realen Ausgabenzuwachs sowie die Erhöhung verschiedener Verbrauchssteuern. Ausserdem werden die Abzugsmöglichkeiten bei der direkten Besteuerung verringert und der Energieverbrauch der privaten Haushalte der Mehrwertsteuer unterstellt, wie dies vor einem Jahr angekündigt worden war. Das Budgetdefizit beträgt 38 Mrd. Pfund bzw. 5,7% des Bruttoinlandprodukts. Die Rechnung 1993/94 dürfte mit einem Fehlbetrag von 50 Mrd. Pfund bzw. rund 8% des Bruttoinlandprodukts abschliessen.

Italien

Im dritten Quartal 1993 nahm das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber dem zweiten Quartal um 0,5% ab, nachdem es im Vorquartal um 0,7% gestiegen war. Es lag damit um 0,5% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Alle Komponenten der Binnennachfrage schwächten sich ab. Während der private und öffentliche Konsum nur leicht sanken, bildeten sich die Investitionen um 1,8% zurück. Sie lagen damit um fast 10% tiefer als vor

Graphik 8: Italien



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

² Quelle: OECD

Jahresfrist. Die Exporte wuchsen dagegen weiter, während die Importe stagnierten.

Im vierten Quartal nahm die Industrieproduktion dank der Belebung in der Nahrungsmittellindustrie und im Energiesektor gegenüber der Vorperiode leicht zu. Die meisten übrigen Sektoren wiesen eine stagnierende bzw. sinkende Produktion auf. Insbesondere wurden erneut weniger Fahrzeuge hergestellt. Insgesamt lag die Industrieproduktion um 1,5% unter dem Vorjahreswert. Gemäss den Konjunkturumfragen wurden die Produktionsaus-

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1992		1993 ^{a)}			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	1,2	-0,7	2,6	3,0	2,6	3,9	3,2	2,9	2,8	3,2
Japan ^{b)}	5,6	4,1	1,4		0,8	0,3	0,4	-0,2	0,4	
Westdeutschland	5,7	4,4	1,2	-1,9	1,3	0,1	-3,0	-2,4	-1,4	
Frankreich	2,2	0,7	1,4		1,1	0,5	-1,0	-0,8	-0,7	
Grossbritannien	0,5	-2,2	-0,5		-0,2	-0,1	1,4	1,9	2,2	
Italien	2,2	1,3	0,9		0,7	-0,3	-0,9	-0,6	-0,5	
Schweiz	2,3	0,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,8	-1,0	-1,1	-0,4	0,3

a) provisorisch b) BSP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993	1993		1993			1994
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	5,4	4,2	3,0	3,0	2,8	2,8	2,8	2,7	2,8	2,5
Japan	3,1	3,3	1,7	1,3	1,8	1,1	1,3	1,0	1,0	1,2
Westdeutschland	2,7	3,5	4,0	4,1	4,2	3,7	3,9	3,6	3,7	3,5
Frankreich	3,4	3,1	2,4	2,1	2,2	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9
Grossbritannien	9,5	5,9	3,7	1,6	1,6	1,6	1,4	1,4	1,9	2,5
Italien	6,1	6,5	5,3	4,2	4,3	4,1	4,2	4,1	4,0	4,2
Schweiz	5,4	5,9	4,0	3,3	3,5	2,7	3,4	2,2	2,5	2,1

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1993 ^{a)}		1993 ^{a)}			1994 ^{a)}
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	5,5	6,8	7,4	6,8	6,7	6,5	6,7	6,5	6,4	6,7
Japan	2,1	2,1	2,2	2,5	2,5	2,8	2,7	2,8	2,9	
Westdeutschland ^{b)}	7,1	6,3	6,7	8,3	8,5	9,0	8,9	9,0	9,0	9,1
Frankreich	9,0	9,5	10,4	11,5	11,7	12,1	12,0	12,0	12,2	12,2
Grossbritannien ^{c)}	5,8	8,1	9,9	10,3	10,4	10,0	10,1	10,0	9,9	9,9
Italien ^{d)}	10,3	9,9	10,5	10,4	10,3	11,3	11,3	-	-	
Schweiz ^{e)}	0,5	1,1	2,6	4,5	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0

a) provisorisch b) In Prozent der abhängigen Erwerbspersonen c) ausgenommen Schulabgänger

d) ab 4. Quartal 1992: neue Erhebungsmethode; nicht saisonbereinigt

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

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

	1990	1991	1992 ^{a)}	1993 ^{a) d)}	1992 ^{a)}		1993 ^{a) d)}			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	-90,4	-3,7	-66,4		-17,8	-23,7	22,3	-26,9	-28,0	
Japan	35,8	72,3	117,8		28,8	33,0	36,1	31,6	32,4	
Westdeutschland ^{b)}	47,3	-19,9	-25,3		-5,3	-8,4	-6,7	-3,4	-6,9	
Frankreich	-9,4	-6,5	3,5		-0,5	2,8	1,8	3,7	4,6	
Grossbritannien ^{c)}	-32,4	-13,5	-15,0		-4,3	6,1	-4,0	-3,6	-2,4	
Italien ^{c)}	-14,7	-21,9	-26,8	6,2	-6,8	-4,8	-2,9	2,8	4,0	2,3
Schweiz ^{c)}	8,6	10,6	15,1	18,7	3,7	4,0	6,0	4,4	3,6	4,5

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

c) nicht saisonbereinigt

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

sichten in der Industrie dennoch etwas optimistischer eingeschätzt. Die Lager an Fertigprodukten befinden sich auf einem tiefen Niveau, während die Bestellungen aus dem Ausland wuchsen und auch der inländische Auftragseingang etwas anzog.

Die Beschäftigung nahm weiter ab. Im Oktober lag sie um 4,5% tiefer als vor Jahresfrist. Vom Stellenabbau waren sowohl die Industrie als auch der Dienstleistungssektor betroffen. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich von Juli bis Oktober um einen Prozentpunkt auf 11,3%; im Oktober 1992 hatte sie noch 9,4% betragen.

Die Jahresteuersatzrate sank im vierten Quartal leicht auf 4,1%. Im Jahre 1993 betrug sie durchschnittlich 4,2%. Sie lag damit deutlich tiefer als 1992 und fiel auch geringer aus, als die Regierung prognostiziert hatte. Teuerungsdämpfend wirkten neben der gedrückten Konjunkturlage insbesondere die seit geraumer Zeit nur noch schwach steigenden Nominallöhne; im vierten Quartal lagen diese lediglich um 3% höher als vor Jahresfrist. Auf der Produzenten- und Grosshandlungsstufe stabilisierte sich die Teuerung, die infolge der Abwertung der Lira gestiegen war.

Die Handelsbilanz wies von Januar bis November 1993 einen Überschuss von 28 500 Mrd. Lire auf, nachdem sie ein Jahr zuvor ein Defizit von 14 500 Mrd. Lire verzeichnet hatte. Während die nominellen Exporte um 20,5% zunahmen, blieben die Importe stabil. Darin widerspiegelten sich die schwache Binnenkonjunktur sowie die massive Tieferbewertung der Lira. Die Ertragsbilanz schloss 1993 mit einem Überschuss von schätzungsweise 9900 Mrd., gegenüber einem Fehlbetrag von 32 700 Mrd. im Jahre 1992.

Das italienische Staatsdefizit betrug 1993 153 000 Mrd. Lire bzw. 9,7% des Bruttoinlandprodukts. Es lag damit leicht über dem ursprünglich budgetierten Wert. Ohne Zinszahlungen hätte der Staatshaushalt einen Überschuss von 27 000 Mrd. Lire aufgewiesen. Die Staatsschuld nahm weiter auf 116% des Bruttoinlandprodukts zu. Ende Dezember verabschiedete das Parlament das Budget für 1994: Das Defizit soll auf 144 000 Mrd. Lire bzw. 8,7% des Bruttoinlandprodukts gesenkt werden. Auf Anfang 1994 trat eine Erhöhung der Mehrwert-

steuer in Kraft; die Mehreinnahmen dienen hauptsächlich zur Finanzierung der Sozialversicherung.

Die Banca d'Italia lockerte ihre Geldpolitik – im Gleichschritt mit Deutschland – im vierten Quartal nochmals. Am 21. Oktober senkte sie den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 8%. Der Dreimonatssatz am Interbankenmarkt bildete sich weiter zurück. Im Januar betrug er noch 8,4%, gegenüber 9,1% im September. Die Rendite der einjährigen Schatzwechsel sank von 8,3% auf 7,8%. Am 17. Februar nahm die Banca d'Italia den Diskontsatz erneut um einen halben Prozentpunkt zurück.

Die Geldmenge M_2 wuchs im vierten Quartal um 7,9% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode und lag damit über dem Zielkorridor von 5–7%.

C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

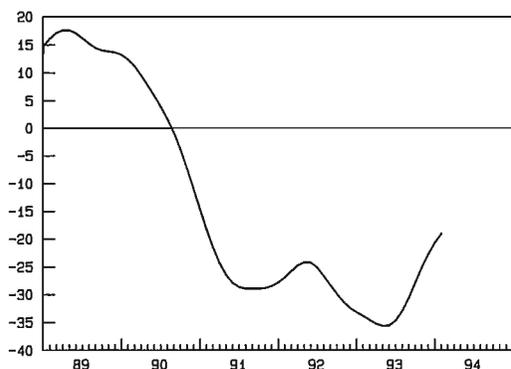
1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Die konjunkturelle Erholung in der Schweiz setzte sich im vierten Quartal fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode weiter zu und übertraf seinen Vorjahresstand um 0,3% (3. Quartal: -0,4%). Im Jahresvergleich trugen neben dem öffentlichen Konsum hauptsächlich die Exporte sowie die seit langem erstmals wieder zunehmenden Investitionen zu diesem Wachstum bei. Die Belebung der Binnen Nachfrage war von deutlich steigenden Importen begleitet. Da der Konjunkturaufschwung erst im Frühjahr einsetzte, lag das reale Bruttoinlandprodukt 1993 im Jahresdurchschnitt noch 0,6% unter dem Vorjahresniveau (1992: -0,1%).

Der von der KOF-ETH erhobene Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» verbesserte sich im vierten Quartal weiter, wozu alle Einzelkomponenten beitrugen. Die inlandsorientierten Industrieunternehmen meldeten gegenüber der Vorperiode steigende Bestellungseingänge und

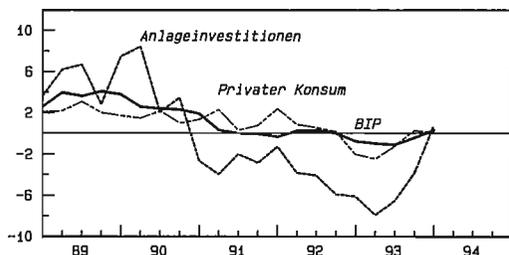
Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹



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

eine leicht höhere Produktion. Die Auftragsbestände nahmen nicht weiter ab; sie wurden aber nach wie vor von einer deutlichen Mehrzahl der Befragten als tief beurteilt. Der Lagerabbau wurde fortgesetzt. Auch die Exportindustrie meldete gegenüber der Vorperiode höhere Bestellungseingänge und einen stabilisierten Auftragsbestand. Die Produktion blieb unverändert, und die Lager wurden weiter als hoch eingeschätzt. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie nahm saisonbereinigt auf 81,1% zu. Der Anteil der Überstunden an der Normalarbeitszeit stieg parallel dazu auf 1,2%. Die personellen und technischen Kapazitäten wurden indessen immer noch als zu gross beurteilt. Für die kommenden Monate rechnet eine

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹



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

wachsende Mehrheit der Befragten mit steigenden Bestellungseingängen sowie einer zunehmenden Produktion.

Das KOF-Konjunkturbarometer der vorlaufenden Indikatoren nahm im vierten Quartal erneut zu. Die Aufwärtsbewegung war breit abgestützt; neben dem stark wachsenden Aktienindex trugen auch der Bauindikator und der Auftragsbestand in der Maschinenindustrie zum Anstieg bei. Zudem verschlechterten sich die Arbeitsmarktindikatoren – wie der Manpower-Stellenindex und die Beschäftigungsaussichten in der Industrie – nicht weiter.

Konsum

Der private Konsum entwickelte sich im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode rückläufig, nachdem er in den beiden Vorquartalen deutlich gestiegen war. Im Vorjahresvergleich stagnierte er (3. Quartal: 0,3%). Im Jahresdurchschnitt schrumpfte der private Konsum real um 0,8% (1992: -0,2%).

Die realen Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag verharrten im vierten Quartal auf dem Stand der Vorperiode. Gegenüber dem Vorjahr nahmen sie weiter ab. Die Konsumgütereinfuhren stiegen erneut. Bei den Importen von dauerhaften Konsumgütern trat eine schwache Erholung ein. Die Autoverkäufe gingen im vierten Quartal binnen Jahresfrist wiederum – wenn auch im Vergleich zu den Vorperioden verlangsamt – zurück (-8%). Beim Tourismus zeichnete sich noch keine Besserung ab. Die schwache Konjunkturlage, die schlechten Witterungsbedingungen sowie die Folgen der Unwetterschäden vom Frühherbst in den Kantonen Wallis und Tessin führten zu einem markanten Rückgang der Hotelübernachtungen inländischer Gäste (-4,2%).

Der Sammelindex der Konsumentenstimmung erhöhte sich im Januar 1994 gegenüber der Vorhebung weiter. Alle Teilindikatoren trugen zu dieser Stimmungsverbesserung bei. Insbesondere die gesamtwirtschaftliche Lage und die eigene finanzielle Situation wurden von den Befragten optimistischer beurteilt. Über die Sicherheit der Arbeitsplätze bestehen hingegen nach wie vor Zweifel.

Der staatliche Konsum sank 1993 erstmals seit 1960. Er bildete sich binnen Jahresfrist real um 0,4% zurück (1992: 0,5%). In diesem Rückgang spiegeln sich die Massnahmen zur Verminderung der Budgetdefizite.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen nahmen im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode deutlich zu. Im Vorjahresvergleich wuchsen sie erstmals seit dem dritten Quartal 1990 wieder. Sie erhöhten sich real um 0,8% (3. Quartal: -3,8%). Wie schon in den vorangegangenen beiden Jahren verminderten sich die Anlageinvestitionen im Durchschnitt des Jahres 1993. Der Rückgang fiel mit real 4,3% jedoch geringer aus als im Vorjahr (1992: -5%).

Die Bauinvestitionen nahmen gegenüber der Vorperiode wiederum zu. Binnen Jahresfrist gingen sie real um 1% zurück (3. Quartal: -3,8%). Wie die Umfrage des Baumeisterverbandes ergab, entwickelte sich die Bautätigkeit in den verschiedenen Sparten sehr unterschiedlich. Während der Wohnungsbau stark wuchs, litt der Wirtschaftsbau noch immer unter dem Überangebot an Geschäfts- und Lagerräumen. Der Auftragseingang im Bauhauptgewerbe verharrte auf dem Stand des Vorjahres (3. Quartal: 7,3%). Auch der Auftragsbestand nahm nicht weiter zu (3. Quartal: 0,4%). Die Zementlieferungen wuchsen im vierten Quartal erstmals seit Anfang 1990 gegenüber der Vorjahresperiode wieder. Die offenen Limiten der

privaten Baukredite stagnierten weiterhin auf tiefem Niveau. Im Durchschnitt des Jahres 1993 verminderten sich die Bauinvestitionen erneut und lagen real um 4,2% unter dem Vorjahresniveau (1992: -2,3%).

Wie bereits im Vorquartal nahmen die Ausrüstungsinvestitionen auch im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode deutlich zu. Gegenüber dem Vorjahr wuchsen sie real um 4,5% (3. Quartal: -3,9%). Bei den Investitionsgüterimporten setzte sich die Aufwärtsbewegung fort. Wie die Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller ergab, lagen die nominellen Auftragseingänge aus dem Inland im Schlussquartal leicht über dem Vorjahresniveau. Namentlich einige Grossbestellungen der öffentlichen Hand trugen zu diesem verbesserten Bild bei. Der Arbeitsvorrat nahm gegenüber der Vorerhebung ein weiteres Mal ab und lag Ende Dezember bei 4,5 Monaten (Ende September: 4,7 Monate). Im Jahresdurchschnitt bildeten sich die Ausrüstungsinvestitionen nochmals merklich zurück. Die Abnahme war mit 4,3% jedoch deutlich schwächer als im Vorjahr (1992: -9,6%).

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die Ausfuhren nahmen im vierten Quartal saisonbereinigt weiter zu und lagen real um 5,0% über dem Vorjahresniveau. Die Exporte von Investitionsgütern übertrafen erstmals seit dem dritten Quartal 1992 wieder den Vorjahresstand. Auch die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten la-

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993	1992		1993			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Import von Investitionsgütern, real	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-14,1	-12,6	-10,4	-11,2	-0,9	6,6
Baubewilligte Wohnungen ¹	-9,1	7,6	19,7	-4,1	11,1	7,8	12,6	-16,1	2,0	-12,0
Neuerstellte Wohnungen ¹	-3,1	1,3	-3,6	-4,1	13,6	2,4	3,9	11,6	-19,5	-8,1
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal										
Total	2,0	-4,0	-12,0	-4,0	-16,4	-10,0	-13,0	-5,0	4,0	-3,4
Privater Bau	-1,0	-10,0	-18,0	1,0	-23,3	-17,0	-12,0	-2,0	13,0	5,2
Öffentlicher Bau	7,0	4,0	-6,0	-9,0	-8,8	-3,0	-13,0	-8,0	-4,0	-11,2
Bauteuerung ²	5,8	6,7	4,9	3,8	4,9	4,9	4,7	3,3	3,6	3,5

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

² gewichteter Produktionskostenindex des SBV

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

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1992		1993 ^{a)}			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Reale Ausfuhr	4,5	-1,4	4,3	0,6	5,6	-0,2	-2,6	-1,3	0,2	5,0
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	1,9	-1,2	2,8	-1,7	3,9	-0,3	-4,4	-4,6	0,2	2,6
Investitionsgüter	5,1	-4,0	0,0	-2,2	2,2	-4,5	-9,2	-4,6	-1,7	4,5
Konsumgüter	6,3	1,4	10,6	5,6	11,1	6,1	6,2	5,0	2,1	7,0
Ausfuhrpreise	1,0	2,8	0,7	0,0	-0,6	0,3	-1,0	0,8	0,7	-0,3
Reale Einfuhr	2,7	-1,4	-4,3	-1,2	-4,6	-6,4	-7,5	-3,0	0,0	5,1
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	1,8	-5,2	-1,4	-1,3	1,6	-1,3	-5,6	-1,3	-1,3	2,9
Investitionsgüter	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-14,1	-12,6	-10,4	-11,1	-1,0	6,9
Konsumgüter	2,7	2,7	-2,9	1,5	-13,2	-5,2	-6,9	3,0	3,4	5,4
Einfuhrpreise	-0,7	0,1	2,2	-2,2	0,5	-0,8	-1,5	-2,5	-1,2	-2,2

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

^{a)} provisorische Werte

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

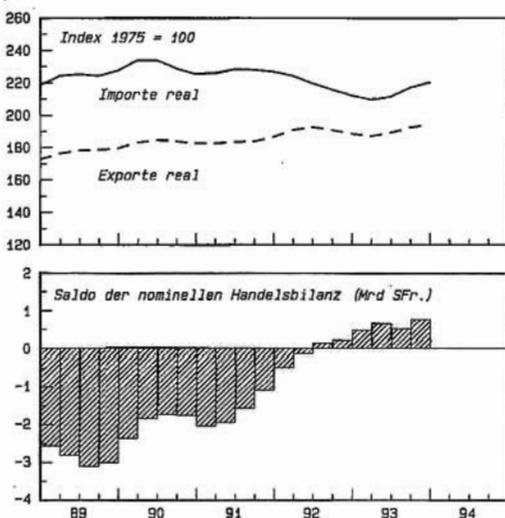
gen über dem Vorjahreswert. Gleichzeitig gewann der Export von Konsumgütern wieder deutlich an Schwung, nachdem ihr Wachstum im Vorquartal nachgelassen hatte.

Die Exporte der chemischen Industrie wuchsen stärker als im Vorquartal. Bei der Maschinen- und Elektroindustrie lagen die Ausfuhren immer noch unter dem Vorjahresniveau, aber der Rückgang schwächte sich gegenüber dem dritten Quartal deutlich ab. Anzeichen einer Erholung sind auch in der Bekleidungs- und der Textilindustrie zu beobachten, deren Exporte das Vorjahresniveau leicht übertrafen. Entgegen dem allgemeinen Trend schwächte sich das Wachstum der Uhrenexporte ab.

Nach Gebieten widerspiegelt die Entwicklung der Ausfuhren die unterschiedliche Konjunkturlage der verschiedenen Abnehmerstaaten: Während die Exporte in die Vereinigten Staaten und Grossbritannien sowie auch in die OPEC und die Entwicklungsländer zum Teil deutlich über dem Vorjahresniveau lagen, gingen sie nach Japan und in die EG erneut zurück. Die Ausfuhren nach Irland, Portugal, Spanien und Belgien waren vom Rückgang besonders deutlich betroffen, diejenigen nach Italien sanken hingegen nur noch wenig. Nach Deutschland wurde leicht mehr exportiert als im Vorjahr. Insgesamt sanken die Exporte in die EG etwas weniger stark als in den Vorperioden.

Die realen Importe nahmen im vierten Quartal saisonbereinigt kräftig zu und übertrafen das Vorjahresniveau um 5,1%. Am stärksten wuchsen die Einfuhren von Investitionsgütern, insbesondere von Maschinen, elektronischen Produkten und Lastwagen. Die Einfuhren von Konsumgütern übertrafen ihren Vorjahresstand ebenfalls. Ledig-

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, Bundesamt für Konjunkturfragen

lich die Importe von Personenwagen blieben weiterhin deutlich unter dem Vorjahresniveau.

Die Preise exportierter Güter lagen im vierten Quartal, gemessen am Mittelwertindex, leicht unter dem Niveau des Vorjahres (3. Quartal: 0,7%). Die Importe verbilligten sich gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 2,2% (3. Quartal: -1,2%).

Die Handelsbilanz schloss im vierten Quartal mit einem Überschuss von 1,2 Mrd. Franken (4. Quartal 1992: 0,9 Mrd.). Die Überschüsse aus dem Dienstleistungsverkehr sowie aus der Bilanz der Arbeits- und Kapitaleinkommen nahmen um 0,2 Mrd. bzw. 0,7 Mrd. Franken zu. Verglichen mit dem vierten Quartal des Vorjahres erhöhte sich der Aktivsaldo der Ertragsbilanz von 5,4 auf 6,7 Mrd. Franken.

Für das ganze Jahr 1993 stieg der Ertragsbilanzüberschuss vor allem infolge geringerer Güterimporte um 6,4 Mrd. auf 27,6 Mrd. Franken. Der

Saldo der Ertragsbilanz betrug 1993 8% des Bruttoinlandsproduktes (1992: 6%).

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Der Beschäftigungsrückgang verlangsamte sich im vierten Quartal und betrug gegenüber dem Vorjahr noch 2,2%. Während im Industriesektor die Beschäftigungsentwicklung der allgemeinen Tendenz entsprach, hielt der Stellenabbau im Baugewerbe unvermindert an. Die Zahl der Beschäftigten im Dienstleistungssektor blieb weiterhin ungefähr auf dem Stand, den sie im vierten Quartal 1992 erreicht hatte.

Der Manpower-Stellenindex verharrt seit dem Frühjahr 1993 auf tiefem Niveau. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen sank dagegen im vierten Quartal weiter auf saisonbereinigt 4500. Die leichte wirtschaftliche Erholung schlug sich noch nicht in einer erhöhten Nachfrage nach Arbeitskräften nieder. Die man-

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

	1991	1992 ^{a)}	1993 ^{b)}	1992 ^{a)}		1993 ^{b)}			
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Total Einnahmen	162,2	165,4	167,8	41,5	40,2	42,5	42,2	41,4	41,7
Warenexporte	90,9	95,3	96,7	22,6	24,3	24,0	24,7	22,5	25,5
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	87,9	92,1	93,3	21,8	23,5	23,1	23,8	21,7	24,6
<i>Übrige Warenexporte²</i>	2,9	3,2	3,4	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9
Dienstleistungsexporte	25,9	26,9	28,2	8,2	5,4	7,4	6,6	8,5	5,6
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	42,1	39,6	39,2	9,9	9,6	10,1	9,8	9,4	9,8
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,4	3,6	3,7	0,9	0,9	1,0	1,0	0,8	0,9
Total Ausgaben	147,0	144,2	140,2	36,6	34,6	33,4	35,7	36,0	35,1
Warenimporte	98,9	96,3	94,0	22,6	23,6	23,1	24,0	22,5	24,4
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	95,0	92,3	89,8	21,8	22,6	22,0	23,0	21,5	23,4
<i>Übrige Warenimporte²</i>	3,8	3,9	4,1	0,9	1,0	1,1	1,0	0,9	1,1
Dienstleistungsimporte	13,3	13,9	13,8	5,5	2,7	2,0	3,6	5,5	2,7
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	27,8	26,3	24,7	6,5	6,5	6,4	6,2	6,0	6,0
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	7,2	7,7	7,8	2,0	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9
Saldo der Ertragsbilanz	15,1	21,2	27,6	4,9	5,5	9,1	6,5	5,4	6,7

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

² inklusive elektrische Energie

a) provisorisch

b) vorläufige Schätzung

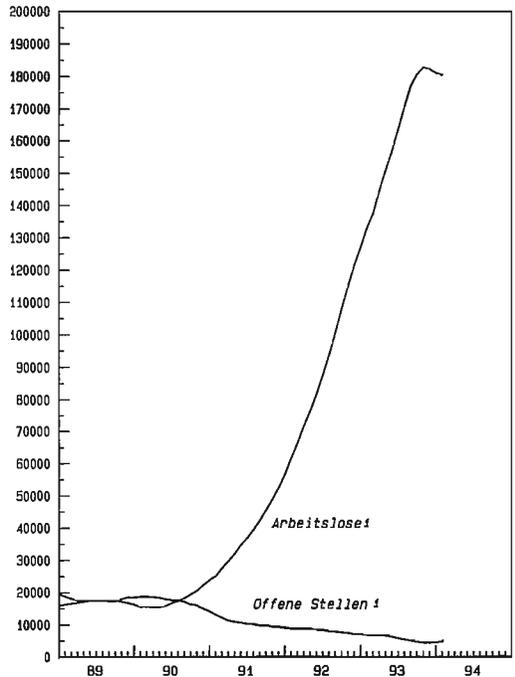
Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

gelnde Auslastung der technischen und personellen Kapazitäten führt dazu, dass die Beschäftigung verzögert auf das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts reagiert. In der Anfangsphase des Konjunkturaufschwungs kann daher die Produktion erhöht werden, ohne dass dafür zusätzliche Arbeitskräfte benötigt werden.

Die Zahl der Arbeitslosen stieg im vierten Quartal saisonbereinigt auf 182 100 (3. Quartal: 177 200); dies entspricht einer Arbeitslosenquote von 5%. Im Vorquartalsvergleich schwächte sich der Anstieg ab. Der geringfügige Rückgang der Arbeitslosigkeit im November und Dezember kann indes noch nicht als Trendwende interpretiert werden. Auch dürfte die effektive Arbeitslosigkeit – einschliesslich der ausgesteuerten Arbeitskräfte – durch die ausgewiesene Zahl unterschätzt werden. Im Dezember waren 41 516 Personen länger als ein Jahr ohne Arbeit (Dezember 1992: 28 004). Je länger eine Person ohne Arbeit ist, um so mehr nimmt die Wahrscheinlichkeit zu, dass sie ausgesteuert wird. Da im Laufe des Jahres 1994 nicht mit einer markanten Zunahme der Nachfrage nach Arbeitskräften zu rechnen ist, dürfte eine beträchtliche Zahl von Arbeitslosen ausgesteuert werden und damit nicht mehr in der Statistik erscheinen.

Im Januar betrug die Zahl der registrierten Arbeitslosen saisonbereinigt 180 600. Gemäss dem Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Grafik 12: Arbeitsmarkt



1 Saison- und extremwertbereinigt
Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

dürfte diese ihren Höhepunkt im Frühjahr erreichen.

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1991	1992	1993	1992		1993			1993			1994	
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	-0,3	-2,6	-2,9	-3,4	-3,3	-4,2	-3,0	-2,5	-1,7				
Index der Vollzeitbeschäftigten ¹			-3,4	-4,1	-4,1	-5,0	-3,7	-2,8	-2,2				
Arbeitslosenquote ^{2,3}	1,1	2,6	4,5	2,6	3,3	4,1	4,3	4,7	5,0	4,8	5,0	5,1	5,2
Arbeitslose ³	39 222	92 308	163 135	95 696	119 599	146 667	157 681	168 789	179 403	173 528	180 293	184 388	188 167
Kurzarbeiter ³	20 269	34 020	42 046	22 535	36 616	54 096	48 520	28 110	37 456	36 283	38 993	37 092	42 859
Gemeldete offene Stellen ³	10 549	8 166	5 743	8 124	6 978	6 544	6 912	5 268	4 248	4 583	4 274	3 888	4 456

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

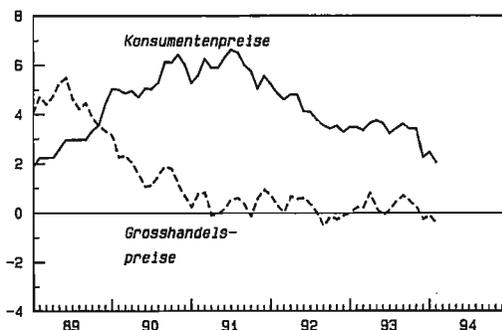
Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

Preise

Die Teuerung sank im vierten Quartal massiv. Der Landesindex der Konsumentenpreise lag noch um 2,7% über dem entsprechenden Vorjahresniveau (3. Quartal: 3,5%). Im Jahre 1993 betrug die durchschnittliche Teuerung 3,3%, verglichen mit 4% im Vorjahr. Die günstige Entwicklung der Wohnungsrenten und ein Basiseffekt bei den Treibstoffpreisen werden im Jahre 1994 voraussichtlich zu einem weiteren kräftigen Rückgang der Teuerung führen.

Der Preisaufrieb liess auf breiter Front nach. Sämtliche Bedarfsgruppen, mit Ausnahme der Gruppe Nahrungsmittel, Getränke und Tabak, wiesen im vierten Quartal eine geringere Jahres-teuerung aus als in der Vorperiode. Eine deutlich dämpfende Wirkung ging von den Wohnungsrenten aus. Nachdem diese bis zum Spätsommer noch gestiegen waren, gingen sie im November erstmals seit fünf Jahren zurück. Im vierten Quartal lagen die Mieten um 3,4% über dem Vorjahresstand, gegenüber 5,7% in der Vorperiode. Als

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

Folge der Treibstoffzollerhöhung vom Frühjahr 1993 blieb die Teuerung in der Bedarfsgruppe Verkehr und Kommunikation mit 5,8% – trotz einem leichten Rückgang – immer noch hoch.

Anfang 1994 setzte sich der Teuerungsabbau fort. Der Landesindex der Konsumentenpreise über-

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Noten- umlauf ¹	Verände- rung in % ²	Girogut- haben ¹	Verände- rung in % ²	NBGM ^{1,3}	Saison- faktoren	SBNBGM ^{1,4}	Verände- rung in % ²
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 ⁵
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,1	2 832	-11,3	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1993 1. Q.	26 969	1,3	2 593	2,2	29 563	1,009	29 300	0,7
2. Q.	26 696	1,1	2 618	1,8	29 314	0,995	29 452	0,9
3. Q.	26 514	1,5	2 668	7,3	29 182	0,989	29 517	1,7
4. Q.	27 306	2,3	2 735	4,6	30 041	1,011	29 724	2,8
1993 Juli	26 709	1,3	2 563	2,4	29 272	0,995	29 419	1,2
Aug.	26 401	1,5	2 709	15,1	29 110	0,984	29 583	2,3
Sept.	26 432	1,6	2 733	4,8	29 165	0,987	29 549	1,7
Okt.	26 566	2,4	2 667	8,1	29 233	0,986	29 648	2,8
Nov.	26 766	2,8	2 771	4,6	29 537	0,990	29 835	3,0
Dez.	28 587	1,7	2 766	1,4	31 353	1,056	29 690	2,4
1994 Jan.	27 731	1,1	2 663	7,0	30 394	1,018 ^P	29 857 ^P	2,3 ^P
Febr.	27 141	1,7	2 802	5,9	29 943	0,993 ^P	30 154 ^P	2,6 ^P

¹ Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

² Gegenüber Vorjahresperiode; Jahresveränderungen beziehen sich auf das vierte Quartal

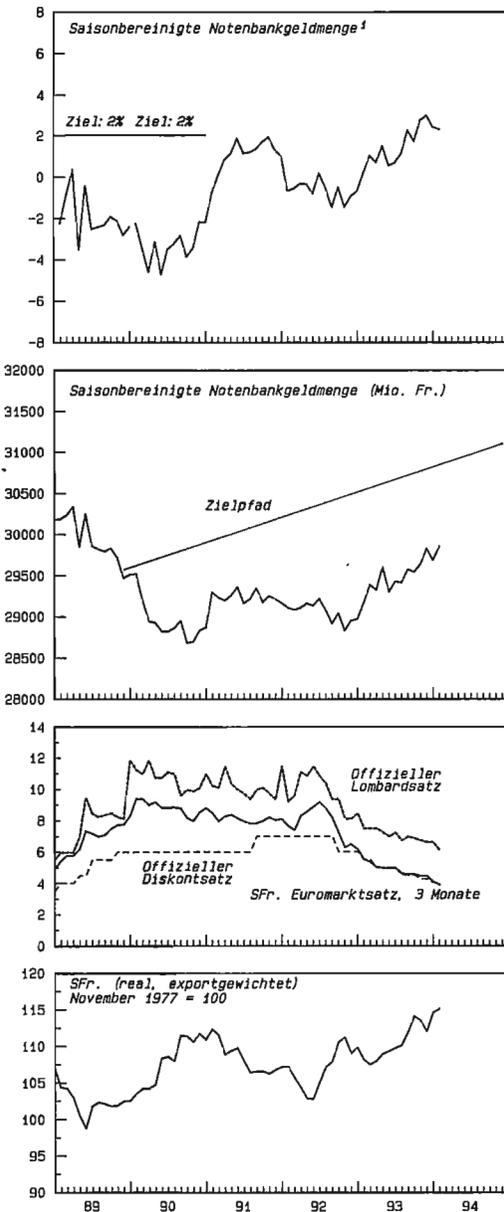
³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

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

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

^P provisorisch

Grafik 14: Schweiz



¹ 1989: Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der auf Jahresbasis hochgerechneten Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand des 4. Quartals des Vorjahres, zentriert auf November.
Ab 1990: Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der Veränderung in % gegenüber

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1989	-5,5	20,1	6,2
1990	-4,2	13,0	2,4
1991	1,2	3,2	3,2
1992	0,1	0,6	2,8
1993	11,5	-6,9	5,4
1993 1. Q. ²	8,2	-3,1	4,6
2. Q. ²	12,2	-7,9	4,5
3. Q. ²	14,4	-9,0	5,6
4. Q. ²	11,4	-7,4	6,7
1993 Juli ²	15,0	-9,0	5,4
Aug. ²	16,0	-8,9	5,7
Sept. ²	12,2	-9,2	5,8
Okt. ²	15,2	-7,1	7,3
Nov. ²	13,4	-7,1	6,8
Dez. ²	5,8	-8,1	6,1
1994 Jan. ²	9,3	-5,9	7,0

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

traf im Februar seinen Vorjahresstand um 1,8%. Dank der tieferen Lohnabschlüsse mässigte sich der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen. Auch die Wohnungsmieten sanken wiederum leicht.

Die Grosshandelspreise lagen im vierten Quartal mit 0,1% geringfügig unter dem Vorjahresstand (3. Quartal: +0,5%). Sie veränderten sich seit dem vierten Quartal 1990 kaum mehr.

2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im vierten Quartal 1993 29,724 Mrd. Franken und übertraf damit den Vorjahresstand um 2,8%.

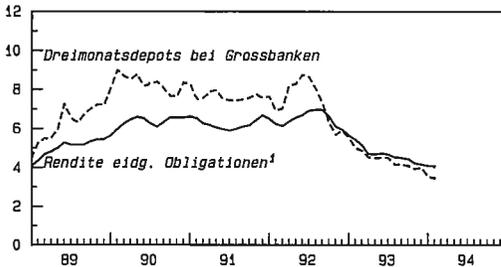
der entsprechenden Vorjahresperiode.

Ziele: 1989: siehe Fussnote 5, Tabelle 6

1990: Wachstumsrate des 4. Quartals gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Zielpfad: Mittelfristiger Zielpfad von durchschnittlich 1% pro Jahr.

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

Sie entsprach damit der Prognose von 29,7 Mrd. Franken, welche die Nationalbank für das vierte Quartal aufgestellt hatte.

Die beiden Komponenten der Notenbankgeldmenge, der Notenumlauf und die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank, lagen wie bereits in den drei Vorquartalen über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Während die Giro Guthaben um 4,6% zunahm, stieg der Notenumlauf – begünstigt durch den seit Februar 1993 anhaltenden Rückgang der Sparzinsen – um 2,3%.

Bei den weit definierten Geldaggregaten verlangsamten sich die Umschichtungen zwischen Sicht-, Termin- und Spareinlagen im vierten Quartal 1993 deutlich. Die Geldmenge M_1 , die den Bargeldumlauf und die inländischen Sichteinlagen umfasst, lag damit noch um 11,5% über dem Vorjahresstand (3. Quartal: 14,4%). Gleichzeitig sank die Geldmenge M_2 , die auch die Termineinlagen umfasst, gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 7,4% (3. Quartal: -9,0%), während die Geldmenge M_3 , aufgrund eines massiven Anstiegs der Spareinlagen, um 6,7% zunahm (3. Quartal 5,6%).

Geldmarkt

Am Geldmarkt gingen die Zinssätze im Laufe des vierten Quartals und zu Beginn des Jahres 1994 weiter zurück. Der Tagesgeldsatz, der im September noch rund 4,8% betragen hatte, lag im Januar 1994 bei durchschnittlich 4,1%. Im gleichen

Zeitraum bildeten sich die Sätze für dreimonatige Einlagen ebenfalls um mehr als einen halben Prozentpunkt zurück – für Eurofranken von 4,6% auf 3,9% und für Kundenfestgelder bei den Grossbanken von 4,1% auf 3,4%. Die Emissionsrendite der eidgenössischen Geldmarktbuchforderungen mit dreimonatiger Laufzeit erreichte im Januar noch 3,8%, gegenüber 4,5% im September.

Die Geldmarktsätze für Schweizer Franken verharren weiterhin deutlich unter denjenigen für D-Mark. Im vierten Quartal betrug die durchschnittliche Differenz bei dreimonatigen Euromarkteinlagen 1,9 Prozentpunkte, im Vergleich zu 2,1 Punkten in der Vorperiode. Dagegen überstiegen die Frankensätze die entsprechenden Vergütungen auf Dollaranlagen. Der Unterschied belief sich auf 1,1 Prozentpunkte gegenüber 1,5 Punkten in der Vorperiode.

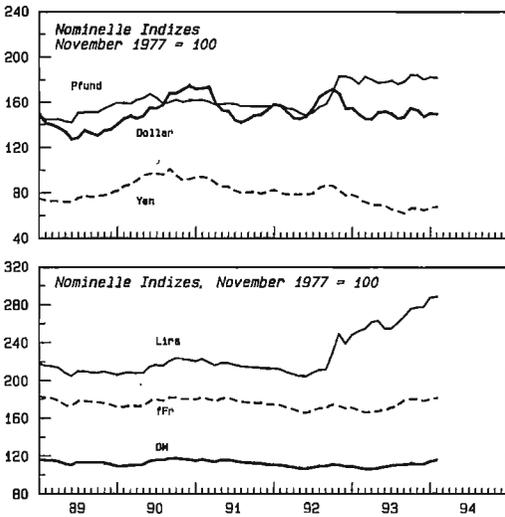
Devisenmarkt

Der Schweizer Franken legte nach einer anfänglichen Schwäche zu Beginn des vierten Quartals gegenüber den meisten europäischen Währungen bis zum Jahresende deutlich an Wert zu. Gegenüber dem amerikanischen Dollar notierte der Franken dagegen schwächer.

Sinkende inländische Zinssätze sowie der positive Entscheid des Deutschen Verfassungsgerichtes zum Unionsvertrag von Maastricht führten im Oktober zunächst zu einem Kursverlust des Schweizer Frankens. Im November festigte er sich jedoch gegenüber den meisten Währungen wieder. Der Rückgang der Jahresteuern sowie bessere Konjunkturaussichten führten im Dezember zu einer deutlichen Höherbewertung des Frankens; die zunehmend unter Druck geratende D-Mark verstärkte diese Bewegung noch. Der Franken erreichte zur Jahreswende sowohl gegenüber den EWS-Währungen als auch gegenüber den meisten anderen europäischen Währungen Jahreshöchstwerte. Einzig im Verhältnis zum britischen Pfund wurde der Franken tiefer bewertet als drei Monate zuvor.

Besonders ausgeprägt war die Aufwertung des Frankens gegenüber der D-Mark. Diese wurde in der letzten Dezemberwoche zu 84,5 Rappen ge-

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



handelt, d.h. um 6,5% weniger als vor Jahresfrist. Im Januar fiel die D-Mark auf ein neues Tief von 83,5 Rappen und erholte sich danach wieder leicht.

Gegenüber dem amerikanischen Dollar büsste der Franken im Oktober rund 4% an Wert ein und stabilisierte sich im November auf diesem tieferen Niveau. Nach einer vorübergehenden Erholung im Dezember pendelte er sich im Januar auf einem rund 3% schwächeren Niveau als zu Beginn des vierten Quartals ein. Gegenüber dem japanischen Yen notierte er im Januar um durchschnittlich 2% stärker als Anfang Oktober 1993.

Der Aufwertungsstrend des exportgewichteten, realen Wechselkurses des Schweizer Frankens hielt auch im vierten Quartal an; der Index lag um 4% höher als im entsprechenden Vorjahresquartal. Der reale Aussenwert des Frankens festigte sich im Vorjahresvergleich sowohl gegenüber den am EWS-Wechselkursmechanismus beteiligten Währungen (zwischen 2% und 6%) als auch gegenüber der Lira (+15%). Im Verhältnis zum britischen Pfund blieb der reale Franken praktisch stabil (+1%), während er im Verhältnis zum japanischen Yen (-13%) und zum amerikanischen Dollar (-6%) schwächer notierte.

Kapitalmarkt

Die Zinsentwicklung am Kapitalmarkt blieb auch im vierten Quartal 1993 und zu Beginn des ersten Quartals 1994 tendenziell rückläufig. Nachdem die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen im dritten Quartal noch 4,4% erreicht hatte, schwankte sie zwischen Oktober und Mitte Februar um ein Niveau von 4,1%. Mit dem stärkeren Rückgang der Geldmarktsätze ergab sich ab Januar nach langer Zeit wieder eine normale Zinsstruktur, indem die Renditen der dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft unter die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen sank.

Die Zinssätze auf den neuen Kassenobligationen der Kantonalbanken lagen Anfang Februar bei rund 4%, gegenüber 4,4% vier Monate zuvor. Im gleichen Zeitraum reduzierten die Kantonalbanken ihre Passivsätze auf den gewöhnlichen Spareinlagen um 0,5 Prozentpunkt auf 3,5%, während sie ihre Aktivsätze für erstrangige Neuhypotheken ebenfalls um rund 0,5 Prozentpunkt herabsetzten. Anfang Februar betrug der Satz für Neuhypotheken noch durchschnittlich 5,5% und derjenige für Althypotheken 5,9%.

Am Aktienmarkt stieg der Swiss-Performance-Gesamtindex im Laufe des vierten Quartals um 20% und anschliessend bis Ende Januar um weitere 7%.

Die Emission von Aktien und Obligationen am schweizerischen Kapitalmarkt erreichte im vierten Quartal 22,5 Mrd. Franken. Damit wurde das Ergebnis des entsprechenden Vorjahresquartals um insgesamt 23% übertroffen. Die Neubeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten stieg um rund 30% auf 9,3 Mrd. Franken. Nach Abzug der Rückzahlungen von 4,2 Mrd. Franken ergab sich eine Nettoanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten von 5,1 Mrd. Franken, gegenüber 3,9 Mrd. Franken vor Jahresfrist.

Kapitalexport

Der bewilligungspflichtige Kapitalexport betrug im vierten Quartal 1993 15,2 Mrd. Franken, d.h. 18% mehr als im entsprechenden Vorjahresquar-

tal. Während die Kredite um 39% zurückgingen, wuchsen die Anleihen um 30%. Dieser Anstieg ist auf das starke Wachstum der eigenkapitalbezogenen Anleihen zurückzuführen, die sich binnen Jahresfrist auf 6,8 Mrd. Franken verdreifachten und den höchsten Wert seit dem zweiten Quartal 1989 erreichten. Demgegenüber verzeichneten die gewöhnlichen Anleihen einen Rückgang von 17% auf 6,9 Mrd. Franken.

Der bewilligungspflichtige Kapitalexport erreichte 1993 insgesamt 54,3 Mrd. Franken. Er übertraf das Vorjahresniveau um 45%. Die Kredite sanken als Folge der schwachen europäischen Konjunktur um 15%. Dieser Rückgang wurde durch das starke Wachstum der Anleihen (+66%) mehr als kompensiert. Die rückläufigen Inlandzinsen und der stärkere Franken liessen die Anleihen auf ein neues Rekordniveau von 46,0 Mrd. Franken steigen, nachdem sie in den vier vorangegangenen Jahren jeweils rund 30 Mrd. Franken betragen hatten. Der Anteil der Anleihen am Total des Kapitalexports erhöhte sich von 74% im Jahre 1992 auf 85% im Jahre 1993. Die steigenden Börsenkurse begünstigten insbesondere die eigenkapitalbezogenen Anleihen, deren Anteil von 31% auf 39% zunahm. Das Volumen der Wandel- und Optionsanleihen verdoppelte sich gegenüber dem Vorjahr auf 4,3 Mrd. bzw. 13,6 Mrd. Franken. Davon entfielen zwei Drittel auf japanische Schuldner (1992: 81%).

Die Industriestaaten absorbierten auch 1993 neun Zehntel des Kapitalexports. Die geographische Verteilung der Schuldnerländer veränderte sich gegenüber 1992 nicht wesentlich: Der Anteil Ja-

pans stieg von 22% auf 27%, während jener Westeuropas und der Vereinigten Staaten von 54% auf 52% bzw. von 13% auf 8% zurückging. Der Anteil der übrigen Regionen nahm von 10% auf 13% zu. Auf die internationalen Entwicklungsorganisationen entfielen 5% der Kapitalexporte (1992: 7%).

Bankbilanzen und Kredite

Die Entwicklung der Bankbilanzen im Jahre 1993 war von der schwachen Konjunktur und Umschichtungen innerhalb der Kundengelder geprägt. Die Bilanzsumme der monatlich meldenden Banken stieg von Ende Dezember 1992 bis Ende Dezember 1993 um knapp 6%.

Da der Zufluss an Kundengeldern im Jahre 1993 die Netto-Kreditvergabe übertraf, stiegen die Netto-Finanzanlagen (liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) um 13%. Am stärksten erhöhten sich mit 43% die Wertschriften. Die Banken steigerten ihre Netto-Verbindlichkeiten gegenüber anderen Banken von 8 Mrd. Franken auf 26,8 Mrd. Franken. Die liquiden Mittel blieben praktisch unverändert (+0,5%). Die auf Franken lautenden und im Inland angelegten liquiden Mittel stiegen um 0,7%. Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen greifbaren Mittel) lag während der Unterlegungsperiode vom 20. November bis zum 19. Dezember 1993 mit 130% deutlich über dem Vorjahreswert (125%). Die Ausweitung der Liquiditätshaltung dürfte zumindest teilweise auf die tieferen Zinssätze zurückzuführen sein.

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1992	27 697,0	8 820,7	975,3	37 493,0
1993	45 962,6	7 488,8	826,7	54 258,5
1992 3. Q.	7 518,0	1 450,3	279,8	9 248,1
4. Q.	10 533,3	2 235,0	105,7	12 874,0
1993 1. Q.	7 614,8	1 360,6	175,0	9 150,4
2. Q.	11 828,0	3 158,9	470,9	15 457,8
3. Q.	12 790,5	1 645,8	79,3	14 515,6
4. Q.	13 729,3	1 323,5	101,5	15 134,7

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes

Die Kredite erhöhten sich 1993 um 1,4%. Die Inlandkredite nahmen im Jahresvergleich unterdurchschnittlich zu (+0,9%), wobei die Hypothekendarlehen um 1,3% stiegen und die Debitoren um 2,9% sanken. Die Auslandkredite wuchsen mit 4% überdurchschnittlich. Die schwache Baukonjunktur widerspiegelt sich in einer Verringerung der beanspruchten Baukredite um 14% bei einem Rückgang der eingeräumten Kreditlimiten um 12%.

Die Kundengelder lagen mit 748 Mrd. Franken Ende 1993 um 3% höher als vor Jahresfrist. Die aus dem Inland stammenden Kundengelder stiegen um 2,5%. Im Bereich der auf Franken lautenden

und aus dem Inland stammenden Kundengeldern kam es zu markanten Umschichtungen von Kreditoren auf Zeit zu Sicht- und Spareinlagen. Im Vorjahresvergleich sank der Bestand der Kreditoren auf Zeit um 21 Mrd. Franken oder 17%. Demgegenüber nahmen die Spar- und Depositeneinlagen um 37 Mrd. Franken bzw. 21% und die Sicht-einlagen um 5 Mrd. Franken bzw. 13% zu. Von Ende Dezember 1992 bis Ende Dezember 1993 sank der Bestand an Kassenobligationen um 14 Mrd. Franken oder 13%.

Geldmarktanlagen verloren durch den Zinsrückgang an Attraktivität; die ausstehenden Treuhandanlagen verringerten sich um 11%.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 4 mars 1994*

A. Aperçu

1. Etranger

Evolution de la conjoncture

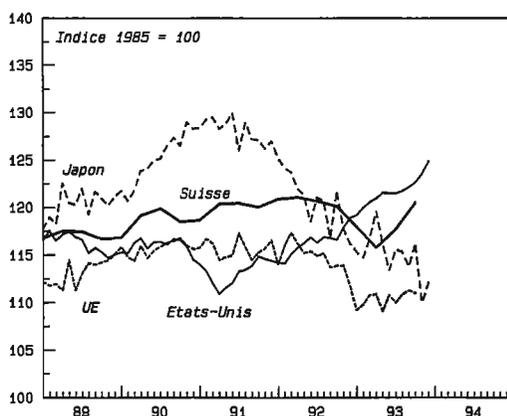
La reprise économique, apparue au milieu de 1993 dans la zone de l'OCDE, a continué au quatrième trimestre. De fortes impulsions sont venues de l'économie américaine, dont la croissance a été vigoureuse en fin d'année. Au Royaume-Uni également, la reprise s'est affermie. Seuls quelques signes de redémarrage économique ont été observés en Allemagne. En France, le produit intérieur brut réel a probablement augmenté quelque peu, comme au troisième trimestre, grâce à la consommation privée. Quant à l'économie italienne, elle n'est pas encore parvenue à sortir de la récession; la demande intérieure notamment est restée faible. De même, aucune amélioration de la situation économique ne s'est dessinée au Japon. Néanmoins, les indicateurs avancés que l'OCDE établit pour les grands pays industrialisés étaient tous orientés à la hausse, au quatrième trimestre.

Au cours des trois derniers mois de 1993, le taux de chômage a continué son mouvement de repli, tant aux Etats-Unis qu'au Royaume-Uni. Il a toutefois augmenté encore dans la plupart des autres pays industrialisés. En moyenne, le taux de chômage des pays de l'Union européenne (UE) atteignait 10,9% en décembre. Il dépassait ainsi d'un point environ le niveau observé un an auparavant. Au Japon également, le nombre des chômeurs s'est fortement accru au dernier trimestre de 1993.

* Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de novembre 1993 et de janvier 1994. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières. Les données sur le commerce extérieur de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni et de l'Italie sont disponibles avec retard du fait d'adaptations statistiques.

La hausse des prix s'est stabilisée dans la zone de l'OCDE. Le taux annuel moyen de renchérissement des Etats membres (sans la Turquie) était de 2,7% en décembre, soit à son niveau de septembre.

Graphique 1: Production industrielle



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

Politique économique

Après avoir maintenu les taux d'intérêt inchangés au quatrième trimestre, les autorités monétaires américaines ont relevé le taux des fonds fédéraux d'un quart de point au début de février. La Banque du Japon n'a plus guère assoupli sa politique, mais les banques centrales européennes ont continué à réduire les taux d'intérêt par petites étapes. Le 21 octobre, la Banque fédérale d'Allemagne a abaissé ses taux directeurs. La plupart des banques centrales de l'UE lui ont emboîté le pas. Plusieurs pays participant au mécanisme de change du Système monétaire européen (SME) ont profité de la faiblesse qui a caractérisé le mark allemand à partir de novembre pour procéder à de nouvelles baisses de taux. Sur presque tous les

marchés monétaires, les rémunérations se sont repliées jusqu'à la fin de l'année. Les autorités monétaires italiennes et britanniques – ces deux pays ne participent plus au mécanisme de change européen – ont elles aussi réduit leurs taux d'intérêt. Le 17 février, la Banque fédérale d'Allemagne a abaissé encore d'un demi-point son taux de l'escompte. Plusieurs autres banques centrales, notamment la Banque d'Italie, ont alors elles aussi diminué leur taux de l'escompte.

Aux Etats-Unis, l'excédent de dépenses de l'Etat fédéral pour l'exercice 1993 est resté en deçà de ce que prévoyait le budget. Il s'est inscrit à 4,2% du produit intérieur brut, soit à un taux plus élevé que celui du Japon, mais inférieur à ceux de la plupart des pays européens. On parvient à la même conclusion si l'on compare les déficits de l'ensemble des administrations publiques des pays.

Pour l'exercice qui prendra fin en 1995, le gouvernement britannique prévoit une faible croissance des dépenses et plusieurs hausses d'impôts; le budget de l'Etat devrait retrouver l'équilibre vers la fin de la décennie. En Allemagne, le déficit de l'Etat fédéral pour 1994 devrait être un peu inférieur à celui de 1993. Un plan d'assainissement, qui englobe des relèvements d'impôts, a été décidé.

L'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) est entré en vigueur le 1^{er} janvier 1994, après sa ratification par les Etats-Unis, le Canada et le Mexique. Une zone de libre-échange, groupant quelque 360 millions de consommateurs, a été ainsi créée.

Marchés des changes

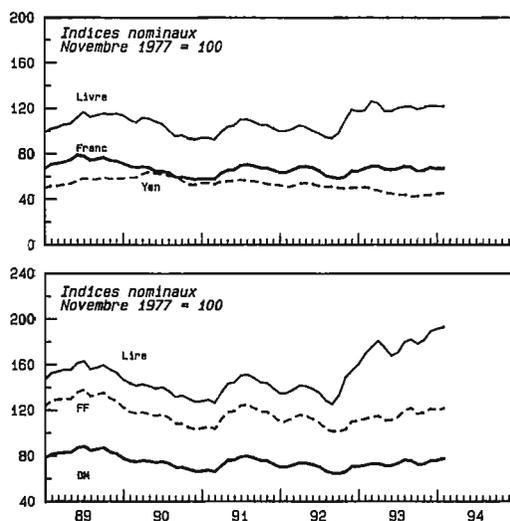
Au sein du mécanisme de change européen, la situation a continué à s'apaiser au quatrième trimestre. Le dollar des Etats-Unis a une fois encore fluctué fortement, mais marqué une légère tendance au raffermissement face à la plupart des monnaies. Le yen japonais s'est stabilisé à un niveau élevé.

L'ampleur des fluctuations des monnaies participant au mécanisme de change du SME a diminué

au quatrième trimestre; l'écart entre la plus forte et la plus faible des monnaies s'est réduit, passant de plus de 6% à moins de 4%. Le mark allemand, en particulier, a faibli à cause de la morosité persistante de la conjoncture et de l'attente de nouvelles réductions des taux directeurs. De ce fait, les francs français et belge ainsi que la livre irlandaise ont retrouvé, en décembre, leur ancienne marge de fluctuation vis-à-vis du mark. Pendant le quatrième trimestre, le franc français a regagné environ 2,5% face à la monnaie allemande; à fin décembre, le mark valait 3,42 francs français. La couronne danoise a elle aussi rejoint, à la fin de l'année, son ancienne marge de fluctuation par rapport au mark. La livre irlandaise s'est sensiblement revalorisée en janvier. La peseta espagnole, la plus faible des monnaies du mécanisme de change, a subi les répercussions des difficultés auxquelles une grande banque a été confrontée. Après un bref redressement au tournant de l'année, le mark a repris sa tendance à l'effrètement.

Parmi les monnaies qui ne participent pas au mécanisme de change européen, la lire italienne n'a pas varié par rapport à la monnaie allemande; en revanche, la livre sterling s'est revalorisée de plus de 6% entre octobre et fin janvier; soutenue

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



par les perspectives favorables de l'économie britannique, la livre a ainsi retrouvé, face au mark allemand, le cours qu'elle avait avant sa sortie du mécanisme de change, en septembre 1992.

Après avoir fléchi au début du quatrième trimestre, le dollar des Etats-Unis a regagné du terrain vis-à-vis des monnaies européennes. Seule la livre sterling a bien résisté face à la monnaie américaine. A fin janvier, celle-ci valait 1,74 mark, un niveau record.

La stagnation de l'excédent courant japonais et la tendance une nouvelle fois à la baisse du marché des actions ont pesé sur la valeur extérieure du yen au quatrième trimestre. Entre octobre et la fin de l'année, le yen a faibli par rapport à la plupart des monnaies; il a perdu environ 5% face au dollar.

Intégration européenne

L'Institut monétaire européen (IME) est entré en fonction le 1^{er} janvier, au début de la deuxième étape de l'union économique et monétaire. Ses tâches principales consistent à mettre sur pied les fondements de la politique monétaire commune, à renforcer la coopération entre les banques centrales nationales, à contrôler le fonctionnement du Système monétaire européen et à rendre les systèmes de paiements transfrontaliers plus performants. En outre, l'IME a repris les fonctions dévolues jusque-là au Comité des gouverneurs des banques centrales de la CE et au Fonds européen de coopération monétaire.

Le début de la deuxième phase de l'union économique et monétaire a coïncidé également avec l'entrée en vigueur de nouvelles dispositions légales. La principale d'entre elles est l'interdiction, pour les banques centrales des Etats membres et pour la future Banque centrale européenne, de se prêter à un financement monétaire des dépenses publiques.

Lors du Conseil européen qu'ils ont tenu au début de décembre, à Bruxelles, les chefs d'Etat et de gouvernement des pays membres de l'UE ont adopté un Livre blanc sur la croissance, la compétitivité et l'emploi. Préparé par la Commission

européenne, ce Livre blanc contient une série de propositions pour lutter contre le chômage et améliorer la compétitivité de l'Europe sur les marchés internationaux. A la même date, les ministres des finances de l'UE ont approuvé les grandes orientations de la politique économique. Contraignantes pour les Etats membres, ces orientations reposent sur le traité de Maastricht, lequel engage les signataires à considérer leur politique économique comme une question d'intérêt commun. Elles visent à réduire les déficits budgétaires, à mener une politique monétaire stable, avec des taux d'inflation de 2 à 3%, à abaisser les taux d'intérêt et à modérer la hausse des salaires réels.

Le 1^{er} janvier a été également la date d'entrée en vigueur de l'accord sur l'Espace économique européen (EEE). L'EEE groupe les douze membres de l'Union européenne ainsi que cinq pays de l'AELE, à savoir l'Autriche, la Finlande, l'Islande, la Norvège et la Suède. La participation du Liechtenstein, dont le peuple a approuvé l'accord sur l'EEE à la fin de 1992, dépend à la fois du remaniement de l'accord douanier qui le lie à la Suisse et de l'issue d'un second référendum sur l'EEE. Celui-ci aura probablement lieu au cours de l'été 1994.

Coopération monétaire internationale

Selon des estimations du Fonds monétaire international (FMI), la dette extérieure des pays en développement s'est accrue de 6%, en 1993, pour atteindre 1476 milliards de dollars. En revanche, le rapport entre la dette et les exportations a diminué de 116,3% à 115,6%, et le rapport entre le service de la dette et les exportations, de 14,2% à 13,7%. Cette évolution a été favorisée par la réduction généralisée des taux d'intérêt, mais aussi par des facteurs variant d'une région à l'autre. L'Asie est la région la moins endettée, grâce à son taux d'épargne élevé et aux investissements directs étrangers; la libéralisation des échanges commerciaux et la forte expansion économique ont attiré un volume considérable d'investissements directs étrangers vers les pays de cette région. Dans de nombreux pays latino-américains, le redressement économique et les privatisations ont incité à rapatrier des capitaux, ce qui a en-

gendré une vigoureuse croissance des investissements de portefeuille et des investissements directs et, partant, contribué à réduire le rapport entre la dette et les exportations pour cette région. Par contre, l'endettement élevé de l'Afrique reste préoccupant. Il représente, pour les pays les plus pauvres qui sont situés au sud du Sahara, un fardeau particulièrement lourd. La dette de ces pays est constituée en majeure partie d'engagements envers des créanciers publics.

La dette extérieure de l'Europe centrale et orientale a augmenté de 11%, en 1993, pour s'établir à 209 milliards de dollars environ, selon des estimations du FMI. Cet accroissement est dû principalement aux pays de l'ex-Union soviétique et du sud-est de l'Europe. Les autres Etats ont pu stabiliser pour l'essentiel leurs engagements. Pour l'ensemble de cette région, le rapport entre la dette et les exportations a augmenté de 132,4% en 1992 à 148,5% l'année suivante, à cause de l'accroissement de la dette et du fléchissement des exportations. En revanche, le rapport entre le service de la dette et les exportations a fléchi, passant de 12,1% à 11,4%, grâce à la baisse des taux d'intérêt sur le plan international.

Les négociations entre le Brésil et ses banques créancières ont abouti au quatrième trimestre; elles ont porté sur le rééchelonnement de 52 milliards de dollars de dettes. Ce rééchelonnement entrera en vigueur dès que le Brésil et le FMI auront conclu un accord de confirmation. A fin 1993, la dette extérieure du Brésil s'élevait à 132 milliards de dollars. La Bulgarie et ses banques créancières sont parvenues à un arrangement de principe sur la restructuration de la dette bulgare. L'importance de la remise de dette dépendra de la suite concrète qui sera donnée à cet accord. Les engagements et les arriérés de la Bulgarie à l'égard de ses banques créancières se montaient à 9,3 milliards de dollars, à la fin de 1992; depuis 1990, la Bulgarie n'a presque plus assuré le service de sa dette. Le FMI a signé un accord de confirmation de 22,9 millions de DTS avec la Lettonie et un autre, de 51,8 millions de DTS, avec la Moldavie. La Lettonie a également obtenu la première tranche d'un crédit accordé au titre de la facilité pour la transformation systémique (FTS), et la Moldavie, la deuxième tranche d'un prêt de même nature.

Au début de 1994, soit deux ans après la dislocation de l'Union soviétique, la Russie, le Bélarus, le Tadjikistan étaient les seules des quinze nouvelles républiques à utiliser encore le rouble comme unique moyen de paiement officiel. L'effondrement de la zone rouble s'est accéléré à partir de juillet 1993, après l'interdiction, décrétée soudainement par la banque centrale de Russie, d'utiliser les billets de banque, en roubles, émis avant 1993. Elle n'a fourni les nouvelles coupures qu'aux Etats qui se sont déclarés prêts à suivre la même politique économique que la Russie. A ce moment-là, seuls les Etats baltes et le Kirghizistan avaient déjà introduit leur propre monnaie; la plupart des autres républiques ont alors connu une pénurie de billets en roubles et ont été contraintes d'introduire hâtivement leur propre monnaie ou de faire circuler des monnaies parallèles pendant une période transitoire.

2. Suisse

En Suisse, la situation économique a continué sur la voie de l'amélioration, au quatrième trimestre. Le produit intérieur brut réel a légèrement augmenté par rapport aux trois mois précédents. En outre, pour la première fois depuis le deuxième trimestre de 1992, il dépassait son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Une reprise a été enregistrée en particulier dans la construction de logements et les investissements en biens d'équipement. Les exportations ont elles aussi contribué à la progression observée d'un trimestre à l'autre, alors que la consommation privée a encore fléchi. La dernière enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montre que le climat est devenu meilleur au sein de l'industrie également. Le taux d'utilisation des capacités de production a de nouveau progressé, et les entrées de commandes, suisse et étrangère, se sont encore accélérées.

Le recul de l'emploi a marqué un ralentissement au quatrième trimestre. L'emploi a encore diminué dans la construction et l'industrie, mais une stabilisation a été observée dans les services. Le nombre des chômeurs a continué à s'accroître, à un rythme toutefois moins élevé que les trimestres précédents. Au quatrième trimestre, le taux de chômage s'inscrivait à 5% en moyenne.

Le renchérissement a faibli, son taux annuel passant de 3,4% en octobre à 2,1% en janvier. L'indice des prix à la consommation dépassait, en février, de 1,8% son niveau du même mois de 1993. Tous les groupes de biens et de services, en particulier les loyers, ont contribué à cette décade.

Comme les trimestres précédents, la monnaie centrale désaisonnalisée a augmenté au cours des trois derniers mois de 1993. Elle atteignait 29,7 milliards de francs, soit un niveau supérieur de 2,8% à celui de la période correspondante de 1992. Son évolution a correspondu à ce qu'attendait la Banque nationale. Les billets en circulation et les avoirs en comptes de virements ont tous deux progressé. Pour le premier trimestre de 1994, l'institut d'émission a prévu une augmentation à 29,9 milliards de francs du volume moyen de la monnaie centrale désaisonnalisée. L'agrégat s'accroîtrait ainsi de 0,6% par rapport au quatrième trimestre de 1993 et de 2,1% par rapport aux trois premiers mois de 1993.

Sur le marché des euro-francs, la rémunération des dépôts à trois mois a encore diminué d'un demi-point, entre octobre et janvier, pour s'établir légèrement au-dessous de 4%. Tenant compte de l'évolution des rémunérations servies sur le marché monétaire, la Banque nationale a réduit son taux de l'escompte de 4,25% à 4% à la mi-décembre. Le rendement moyen des obligations à long terme s'est stabilisé un peu au-dessus de 4%. Ainsi, les taux à long terme étaient légèrement supérieurs aux rémunérations à court terme.

Au quatrième trimestre, le franc suisse s'est revalorisé par rapport à la plupart des monnaies européennes, en particulier face au mark allemand. Son cours réel, pondéré par les exportations, a encore augmenté. Il dépassait de 3% le niveau observé un an auparavant.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

La croissance de l'économie américaine s'est accélérée au quatrième trimestre de 1993. Par rap-

port au trimestre précédent, le produit intérieur brut réel a augmenté de 7,5% en taux annualisé. Il dépassait ainsi de 3,2% le niveau observé un an auparavant. En moyenne annuelle, il s'est accru de 3%, contre 2,6% en 1992. Toutes les composantes de la demande ont contribué à cette expansion plus rapide au quatrième trimestre. Les exportations, la construction de logements et les investissements des entreprises ont enregistré des taux de croissance de 20 à 30%. La consommation privée a marqué elle aussi une hausse sensible, mais les dépenses publiques ont diminué légèrement. Quant aux importations, elles ont vigoureusement progressé du fait de la forte demande intérieure.

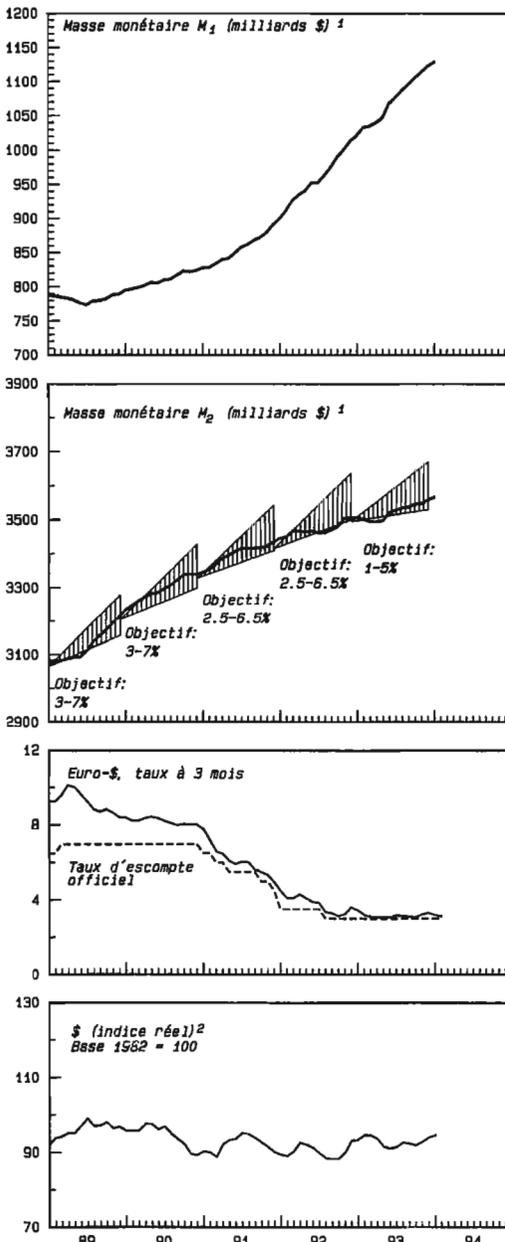
Au quatrième trimestre, la production industrielle a fait un bond. Elle était supérieure de 4,5% à son niveau des trois derniers mois de 1992. De nettes impulsions sont venues de l'industrie automobile, qui a fortement accru sa production pour répondre à la demande très soutenue. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté de 81,7% au troisième trimestre à 83% au quatrième. Le nombre des personnes occupées a progressé de 182 000 par mois, en moyenne, soit plus fortement que le trimestre précédent. Il était supérieur de 1,8% à son niveau du dernier trimestre de 1992. Du troisième au quatrième trimestre, le taux de chômage a diminué, passant de 6,7% à 6,5%.

Le rythme rapide de la croissance économique faiblira vraisemblablement en 1994. La consommation privée en particulier, qui a profité des taux d'intérêt bas et s'est accrue au détriment de l'épargne, devrait perdre de sa vigueur. Toutefois, l'expansion du produit intérieur brut réel devrait s'établir nettement au-dessus de 3% en 1994.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement est resté inchangé, à 2,8%, au quatrième trimestre. Abstraction faite des produits alimentaires et de l'énergie, le rythme de la hausse des prix a fléchi de 3,2% à 3,1%. Jamais, depuis des décennies, le renchérissement n'avait été aussi modéré.

Grâce à la baisse des prix pétroliers, le solde passif de la balance commerciale américaine a reculé du troisième au quatrième trimestre. En

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)

données corrigées des variations saisonnières, il s'élevait encore à 32 milliards de dollars, contre

26 milliards un an auparavant. Cet accroissement est dû principalement aux importations qui ont augmenté sous l'effet de la bonne conjoncture, alors que les exportations ont stagné du fait de la situation économique toujours morose en Europe et au Japon.

Pour l'exercice qui a pris fin en septembre 1993, les comptes de l'Etat fédéral se sont soldés par un déficit de 255 milliards de dollars, soit 4,2% du produit intérieur brut. Au début de 1993, le déficit était estimé encore à 300 milliards de dollars. Les dépenses consacrées au système de santé ont été moins élevées que prévu. En outre, le recul des taux d'intérêt a permis d'économiser 3 milliards de dollars et le coût de l'assainissement des banques a été inférieur de 15 milliards de dollars au montant budgétisé.

Au quatrième trimestre, les autorités monétaires américaines ont maintenu à 3% le taux des fonds fédéraux. Sur l'euro-marché, la rémunération des dépôts à trois mois en dollars est restée légèrement supérieure à 3%. Le rendement des obligations émises à dix ans par l'Etat a toutefois augmenté du fait de la conjoncture favorable; il s'établissait à 5,7% en janvier, contre 5,3% au début d'octobre. Le 4 février, la Réserve Fédérale a porté de 3% à 3,25% le taux des fonds fédéraux.

La masse monétaire M_1 a continué à croître fortement au quatrième trimestre. Elle dépassait de 11% son niveau des trois derniers mois de 1992. La progression des autres agrégats s'est accélérée légèrement: M_2 a augmenté de 1,5%, et M_3 , de 0,7%. Ainsi, ces agrégats étaient toujours à la limite inférieure de leur corridor de croissance (entre 1 et 5% pour M_2 et entre 0 et 4% pour M_3).

Japon

Aucun signe de reprise économique n'était perceptible, au Japon, à la fin de 1993. Au troisième trimestre, le produit national brut réel dépassait de 0,4% son niveau des trois mois précédents et de 0,4% celui de la période correspondante de 1992. Mais cette augmentation est due principalement à une croissance exceptionnellement forte de la construction de logements du secteur privé. Dans ce domaine, les investissements se

sont accrus de 10,3% par rapport au deuxième trimestre. Les achats d'équipements ménagers qui en ont découlé ont stimulé la consommation privée (+0,4%), toujours faible par ailleurs. Les investissements des entreprises ont par contre fléchi de 1,6%. La conjoncture a été soutenue par les dépenses publiques et les exportations qui ont enregistré une légère hausse.

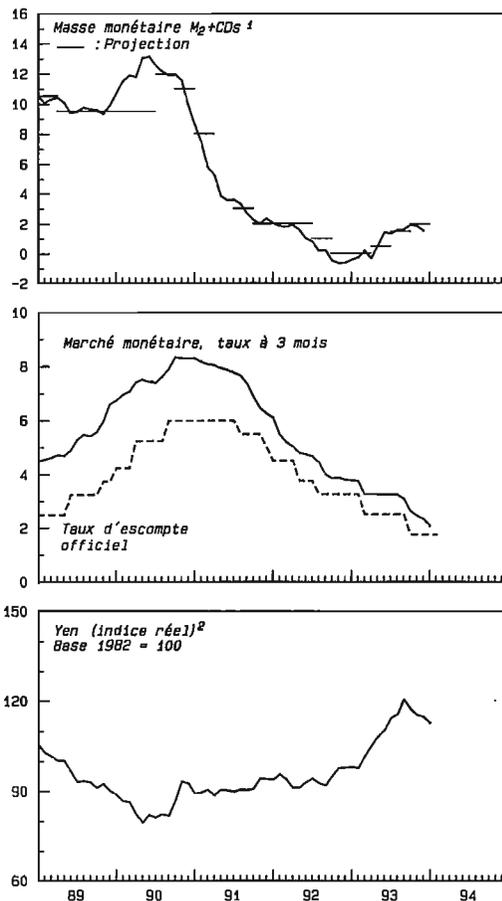
Au quatrième trimestre, la production industrielle était inférieure de 4,8% à son niveau de la période correspondante de 1992. D'un trimestre à l'autre, elle a reculé de 3,7%. Le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 72% à 68,6%, et les stocks ont continué à croître pour atteindre leur niveau le plus élevé du cycle conjoncturel actuel. Aucune amélioration n'a été observée du côté des entrées de commandes. Par rapport au dernier trimestre de 1992, elles ont chuté de 6% dans les biens d'équipement et de près de 20% dans la construction. Selon l'enquête trimestrielle que la Banque du Japon a effectuée en novembre 1993, les entreprises portaient un jugement pessimiste sur leurs perspectives commerciales, tant dans l'industrie que dans les services. Jamais l'industrie manufacturière ne s'était exprimée de manière aussi négative que lors de cette enquête. Dans ce contexte de récession tenace, le marché japonais des actions a subi de nouvelles pressions à la baisse, vers la fin de 1993 et au début de 1994.

La récession a fait sentir ses effets sur le marché du travail également. Le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi a encore sensiblement diminué, du troisième au quatrième trimestre, et le taux de chômage a augmenté, passant de 2,5% à 2,8%. Etant donné la faiblesse persistante de la conjoncture et les mesures d'économies adoptées par les grandes entreprises, il faut s'attendre à un fort accroissement du chômage en 1994.

La vive revalorisation du yen pendant la première moitié de 1993 a eu des répercussions sur les chiffres du commerce extérieur japonais au quatrième trimestre. En volume, les exportations ont diminué, alors que les importations se sont légèrement accrues. Mais, exprimés en dollars, les ventes à l'étranger ont une nouvelle fois progressé du fait de la hausse du yen, et les achats à

l'étranger n'ont augmenté que modestement grâce à la baisse des prix pétroliers. Dans l'ensemble, l'excédent de la balance commerciale a fléchi par rapport au trimestre précédent. Quant au solde actif de la balance courante, il est resté inchangé à 32 milliards de dollars.

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)

Après une hausse due à l'été froid, le taux annuel de renchérissement a fléchi. Il s'inscrivait à 1,1% au quatrième trimestre, contre 1,8% au troisième.

Etant donné les perspectives économiques sombres, le gouvernement japonais a annoncé un quatrième plan de relance, au début de février. Le plan porte sur une nouvelle augmentation des dépenses d'infrastructure et une diminution des taux de l'impôt sur le revenu. En outre, les transactions immobilières bénéficieront d'allègements fiscaux et les acquisitions de biens immobiliers par l'Etat seront accélérées. De nombreuses incertitudes politiques pèsent toutefois sur ce programme de relance. En particulier, la décision qui devait être prise sur l'entrée en vigueur du relèvement de 3% de la taxe sur la valeur ajoutée a été ajournée. Ce relèvement, prévu à partir du début de 1997, devrait servir à assainir les finances publiques.

Après avoir ramené le taux de l'escompte de 2,5% à 1,75% en septembre, la Banque du Japon a maintenu sa politique monétaire à peu près inchangée. Entre septembre et décembre, le taux de l'argent au jour le jour n'a fléchi que de 0,1 point pour s'inscrire à 2,4%. Les rémunérations servies sur le marché monétaire et les rendements obligataires ont en revanche diminué sensiblement, un nouvel assouplissement de la politique monétaire étant attendu. La rémunération des certificats de dépôts à trois mois a reculé de 2,5% à la fin du troisième trimestre à 2,1% au début de janvier, et le rendement des obligations émises à dix ans par l'Etat, de 4% à 3%. Au quatrième trimestre, la masse monétaire $M_2 + CD$ dépassait de 1,6% le niveau enregistré un an auparavant. La Banque du Japon a fixé entre 1 et 2% sa projection pour la croissance de cet agrégat au premier trimestre de 1994.

Allemagne

Au second semestre de 1993, la récession a pris fin dans les anciens Länder. Du deuxième au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,5%. Il était cependant encore inférieur à son niveau de la période correspondante de 1992. Tant la consommation privée que les investissements ont enregistré une reprise, après leur net repli du premier semestre, et progressé d'un trimestre à l'autre. Les exportations, qui avaient fortement reculé au cours des trois trimestres précédents, se sont elles aussi accrues.

La légère amélioration de la demande intérieure a influé également sur les importations qui se sont stabilisées au troisième trimestre, après avoir sensiblement diminué au premier semestre.

Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a fléchi légèrement au quatrième trimestre. La production de l'industrie manufacturière a été moins élevée qu'au trimestre précédent et nettement inférieure au niveau observé un an auparavant. L'industrie des biens de consommation a annoncé une baisse des entrées de commandes. Dans l'ensemble, les commandes de biens d'équipement ont stagné grâce à la demande étrangère plus forte; celles de la clientèle allemande ont en effet diminué. Les chiffres d'affaires du commerce de détail se sont stabilisés à un bas niveau; les ventes de véhicules, qui avaient fortement reculé au premier semestre, ont amorcé un revirement de tendance dans la seconde moitié de l'année. Dans l'ensemble, seuls quelques signes d'une reprise économique étaient perceptibles. Pour 1994, les spécialistes du «Sachverständigenrat» tablent sur une stagnation du produit intérieur brut réel en Allemagne occidentale.

Dans les anciens Länder, la situation s'est encore détériorée sur le marché du travail. Du troisième au quatrième trimestre, le taux de chômage a augmenté d'un demi-point pour s'établir à 9%. Après avoir atteint le chiffre record de 29,5 millions au début de 1992, le nombre des personnes ayant un emploi a diminué de près d'un million jusqu'à la fin de 1993.

Le taux d'inflation ouest-allemand, en repli depuis le milieu de 1993, a fléchi de 3,9% en octobre à 3,5% en janvier. Les prix à la production ont de nouveau baissé faiblement.

Dans les nouveaux Länder, le lent redressement économique s'est poursuivi au quatrième trimestre. La production de l'industrie manufacturière a enregistré une hausse par rapport à la période précédente; elle dépassait également le niveau observé un an auparavant. L'industrie recueille manifestement les premiers fruits de ses restructurations. Les commandes des résidents ont augmenté, alors que celles des non-résidents ont continué à fluctuer fortement. L'activité a de nou-

veau progressé vigoureusement dans la construction, notamment dans le secteur des logements.

Le taux de chômage est-allemand est resté inchangé, à 16% environ, du troisième au quatrième trimestre. Il faut toutefois tenir compte également des personnes (environ 1,15 million) qui n'ont pas de travail, mais sont au bénéfice des mesures prises par l'Etat pour promouvoir la formation ou l'emploi ou ont été mises à la retraite anticipée. L'inflation atteignait toujours près de 9%; ce taux, plus élevé que celui de la partie occidentale, est dû à l'augmentation plus forte des loyers.

Au troisième trimestre, les exportations de l'ensemble de l'Allemagne ont stagné à leur niveau de la période précédente, alors que les importations se sont accrues. L'excédent de la balance commerciale a fléchi de 2,3 milliards pour s'établir à 12,6 milliards de marks. Les revenus des capitaux placés à l'étranger ayant fortement diminué, le déficit de la balance courante s'est creusé, passant de 5,5 milliards à 11,5 milliards de marks.

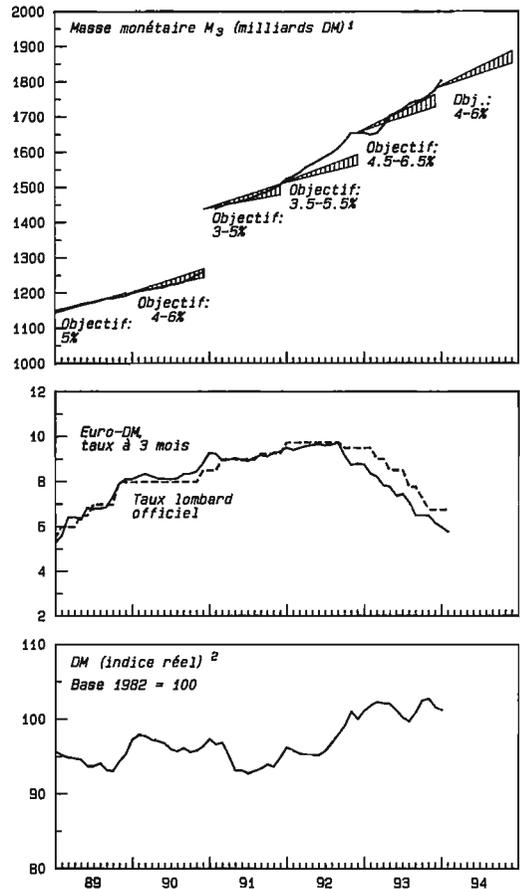
En dépit de l'expansion toujours trop forte de la masse monétaire, la Banque fédérale d'Allemagne a assoupli sa politique au quatrième trimestre. Le 21 octobre, elle a réduit de 6,25% à 5,75% le taux de l'escompte et de 7,25% à 6,75% le taux lombard. Le taux appliqué aux prises en pension de titres a été ramené de 6,7% à fin septembre à 6% au début de décembre. Mesuré au rendement des titres à revenu fixe, le niveau des taux à long terme s'établissait à 5,5% en janvier, contre 6,1% en septembre. Le 17 février, l'institut d'émission allemand a encore abaissé d'un demi-point son taux de l'escompte, qui a ainsi passé à 5,25%, mais maintenu inchangé son taux lombard.

En janvier, la Banque fédérale d'Allemagne a annoncé sa décision de réduire et d'unifier à 5%, à compter du 1^{er} mars, les taux des réserves obligatoires sur les dépôts à vue. Auparavant, des taux allant de 6,6 à 12,1% étaient appliqués en fonction du volume des dépôts. Les autorités monétaires ont maintenu à 2% le taux des réserves obligatoires sur les dépôts à terme et sur les dépôts d'épargne, taux qui avait été abaissé il y a un an. Les liquidités ainsi libérées ont été résorbées par l'institut d'émission. La diminution des

réserves obligatoires renforce la compétitivité des banques allemandes.

La masse monétaire M_3 s'est accrue à un rythme annuel de 7,4% au quatrième trimestre. Son expansion était une fois encore supérieure à la fourchette de 4,5 à 6,5%, choisie comme objectif. Les dépôts à vue et, surtout, les fonds d'épargne ont augmenté fortement du fait en partie de la baisse des taux d'intérêt. Pour 1994, la Banque fédérale d'Allemagne a fixé entre 4 et 6% le corridor de croissance de M_3 . Ce corridor est inférieur à celui

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)

de 1993. Les autorités monétaires escomptent un nouveau repli du renchérissement, étant donné la hausse plus modérée des salaires.

Le parlement allemand a voté, en décembre, le budget fédéral pour 1994. Pour des dépenses atteignant 480 milliards de marks, le déficit devrait être de 69 milliards, soit un montant légèrement inférieur à celui de 1993. Les mesures d'économies qui ont été adoptées portent sur 21 milliards de marks au niveau fédéral et près de 5 milliards au niveau des Länder et des communes; les dépenses ont été réduites dans l'assurance-chômage et dans d'autres prestations sociales. En outre, le gouvernement a majoré plusieurs impôts et taxes, notamment la taxe sur les carburants et les retenues sur les salaires, qui servent à financer l'assurance vieillesse.

En 1993, le déficit total du secteur public (Etat fédéral, Länder, communes, comptes spéciaux, sécurité sociale, «Treuhandaanstalt», chemins de fer et poste) a atteint 220 milliards de marks, soit 7,1% du produit intérieur brut. L'année précédente, l'excédent de dépenses avait été de 170 milliards de marks ou de 6% du produit intérieur brut.

France

Au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel français était inférieur de 0,7% à son niveau de la période correspondante de 1992. Toutefois, il a de nouveau progressé légèrement d'un trimestre à l'autre, grâce surtout à la consommation privée, qui a augmenté de 0,7%, et aux exportations, lesquelles se sont accrues de 0,8%. Par contre, les investissements – biens d'équipement et constructions – ont continué à fléchir, mais à un rythme plus lent qu'aux périodes précédentes. En outre, une nouvelle diminution des stocks a été observée.

L'économie a stagné au quatrième trimestre. Après être restée inchangée du deuxième au troisième trimestre, la production de l'industrie manufacturière a diminué légèrement par rapport au troisième trimestre, mais nettement par rapport aux trois derniers mois de 1992. Si la production a augmenté dans les branches des produits

alimentaires, des produits semi-finis et des biens d'équipement, elle a accusé un nouveau recul dans l'automobile. La demande de produits industriels, qui s'était fortement raffermie au milieu de l'année, a recommencé à faiblir. Selon les enquêtes conjoncturelles, la demande étrangère a pris un peu de vigueur et les perspectives de production se sont améliorées. Mais les stocks sont toujours jugés trop élevés.

Sur le marché du travail, la situation s'est encore aggravée au quatrième trimestre; néanmoins, l'emploi a diminué à un rythme plus lent qu'auparavant. Son recul a été de 1,5% entre le quatrième trimestre de 1992 et la période correspondante de 1993. Il a été particulièrement prononcé dans l'industrie et dans la construction. Dans les services, l'emploi a légèrement augmenté d'un trimestre à l'autre, mais est resté stable en comparaison annuelle. Le taux de chômage atteignait 12,2% en décembre, contre 11,8% en septembre.

Le taux annuel de renchérissement a fléchi, passant en moyenne de 2,2% au troisième trimestre à 2,1% le trimestre suivant. En moyenne annuelle, il s'inscrivait à 2,1%, soit à un niveau un peu inférieur à celui de 1992. Ce repli est d'autant plus remarquable que les taxes sur les carburants ont été substantiellement relevées en 1993. Les prix des produits industriels ont augmenté de 1,1%, comme l'année précédente. Ceux des services fournis par le secteur privé se sont accrues de 3,5%, contre 4,7% en 1992.

Les exportations ont légèrement progressé, et les importations ont stagné. Ainsi, l'excédent de la balance commerciale a de nouveau enregistré une hausse. Il s'établissait à 24,8 milliards de francs français au troisième trimestre, contre 21 milliards la période précédente. Par rapport au troisième trimestre de 1992, les exportations ont reculé de 3,2%, et les importations, de 9,5%. Le solde actif de la balance courante s'est lui aussi accru, passant de 20,1 milliards au deuxième trimestre à 26,5 milliards de francs français le trimestre suivant.

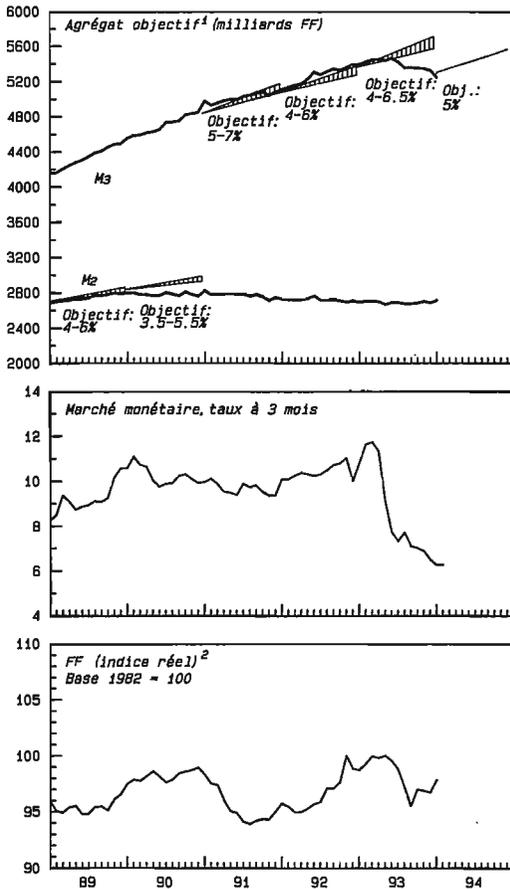
Après le raffermissement du franc français face au mark allemand, la Banque de France a prudemment assoupli sa politique. Elle a abaissé ses taux directeurs les 22 octobre et 3 décembre. Elle

a ainsi ramené de 7,75% à 7% le taux de ses prises en pension de cinq à dix jours et de 6,75% à 6,2% le taux de ses appels d'offres. Le taux interbancaire à trois mois a suivi une évolution semblable puisqu'il a fléchi de 7,2% à fin septembre à 6,3% à fin janvier. Quant au rendement des emprunts émis à long terme par l'Etat, il a diminué de 6,3% à 5,9%.

La croissance de la masse monétaire M_3 a continué à faiblir. Au quatrième trimestre, cet agrégat était inférieur de 1,6% au niveau observé un an

auparavant. Il évoluait donc très en deçà de la fourchette de 4 à 6,5%, choisie comme objectif. L'écart est dû à la conjoncture morose et à plusieurs facteurs exceptionnels. Abstraction faite de ces facteurs exceptionnels, l'agrégat s'est accru d'environ 1,4%, selon des estimations de la Banque de France. Celle-ci a renoncé à fixer un corridor pour la progression de l'agrégat M_3 en 1994. Elle a en effet adopté, pour le même agrégat, un objectif de croissance à moyen terme de 5%. Elle accordera en outre une attention particulière à l'évolution de l'endettement intérieur.

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)

Au début de 1994, la Banque de France est devenue largement indépendante du gouvernement. Le Conseil de la politique monétaire est chargé de définir la politique monétaire. Il se compose de neuf membres, soit du gouverneur de la Banque de France, des deux sous-gouverneurs et de six représentants du monde économique et scientifique. La fixation de la parité du franc français reste du ressort du gouvernement.

Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, la reprise économique s'est poursuivie au troisième trimestre de 1993. Le produit intérieur brut réel a enregistré une croissance de 0,7% d'un trimestre à l'autre – le même taux avait déjà été observé le trimestre précédent – et de 2,2% en comparaison annuelle. La consommation publique a stagné, mais la consommation privée a été le principal élément moteur de la conjoncture. Les investissements – biens d'équipement et constructions – se sont de nouveau accrus. En outre, les exportations ont elles aussi augmenté, après avoir reculé le trimestre précédent.

La conjoncture britannique, toujours soutenue par la consommation privée en particulier, est restée vigoureuse au quatrième trimestre. Les consommateurs ont manifestement satisfait, en 1993, un certain besoin de rattrapage: les ventes de voitures neuves ont progressé de près de 12% par rapport à 1992, année où elles avaient encore fléchi. Selon les enquêtes de la «Confederation of British Industries», l'évolution de la production industrielle a été satisfaisante. Au quatrième trimestre, la production de l'industrie manufactu-

rière dépassait de 0,8% son niveau du trimestre précédent et de 2% celui de la période correspondante de 1992. Les commandes étaient par contre jugées insuffisantes, du fait notamment de la stagnation, à un niveau bas, des ordres provenant de l'étranger.

Après avoir atteint son niveau le plus élevé au milieu de 1993, le chômage a diminué au quatrième trimestre. Le taux de chômage s'inscrivait à 9,9% en janvier, contre 10,1% en octobre. Selon le ministère du travail, de nombreux emplois ont été créés, dans les services en particulier, même si plusieurs grandes entreprises de ce secteur ont annoncé de nouveaux licenciements.

Du troisième au quatrième trimestre, le taux annuel de renchérissement est resté inchangé à 1,6% en moyenne. Abstraction faite des taux hypothécaires, il a fléchi légèrement à 2,7%.

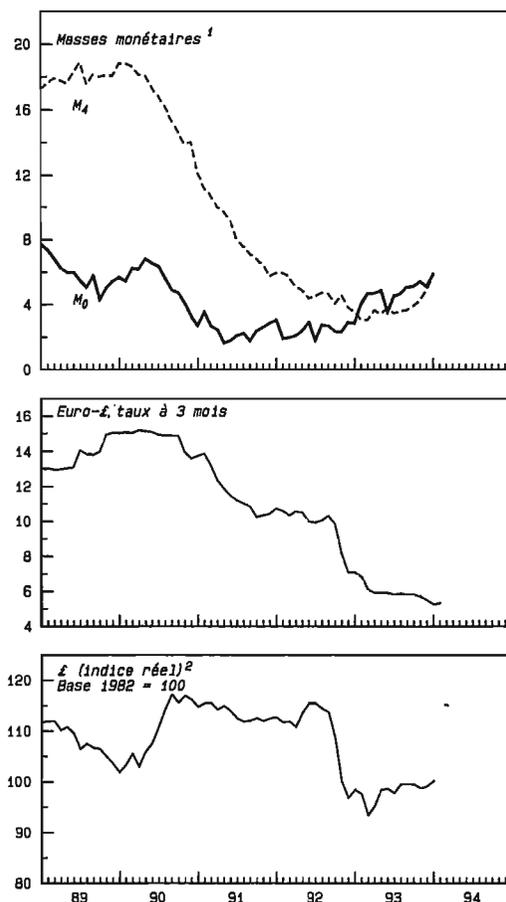
Au troisième trimestre, les exportations ont progressé plus rapidement que les importations. Le déficit de la balance commerciale a reculé, passant de 3,1 milliards de livres au deuxième trimestre à 2,4 milliards au troisième. Quant au solde passif de la balance courante, il a diminué de 0,7 milliard pour s'établir à 1,6 milliard de livres.

Le 23 novembre, les autorités monétaires britanniques ont réduit d'un demi-point leur taux minimum de prêt. La dernière baisse de ce taux remontait au mois de janvier 1993. Le taux de base – taux que les banques appliquent à leurs débiteurs de premier ordre – a été ramené peu après à 5,5%. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois s'inscrivait à 5,4% en janvier, contre 5,9% en octobre. En outre, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a fléchi de 7,1% à 6,4%. Le 8 février, la Banque d'Angleterre a encore abaissé son taux directeur d'un quart de point.

La progression des agrégats monétaires s'est accélérée au quatrième trimestre. Par rapport au trois derniers mois de 1992, la masse monétaire M_0 a augmenté de 5,4%. Son expansion était ainsi supérieure à la fourchette de 0 à 4%, fixée comme objectif. L'agrégat M_4 s'est accru de 7,7%, soit à un rythme proche de la limite supérieure de son corridor de 4 à 8%.

A fin novembre, le Chancelier de l'Echiquier a présenté le budget de l'exercice 1995 qui commencera en avril 1994. Ce budget prévoit une progression modeste des dépenses, en termes réels, ainsi que le relèvement de plusieurs impôts à la consommation. En outre, les possibilités de déductions seront restreintes pour l'impôt direct et la consommation d'énergie des ménages sera soumise à la TVA, comme cela avait été annoncé en 1992. Le déficit budgétaire s'inscrit à 38 milliards de livres, soit à 5,7% du produit intérieur brut. Le déficit de l'exercice 1993/94 devrait être

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)

de 50 milliards de livres, ce qui correspond à environ 8% du produit intérieur brut.

Italie

En Italie, le produit intérieur brut réel a diminué de 0,5% du deuxième au troisième trimestre, après avoir augmenté de 0,7% au cours de la période précédente. Il était inférieur de 0,5% au niveau observé un an auparavant. Toutes les composantes de la demande intérieure ont faibli. Alors que la consommation – privée et publique – n'enregistrait qu'un léger repli, les investissements ont fléchi de 1,8%. En comparaison annuelle, ils ont reculé de près de 10%. Les exportations ont en revanche continué à progresser, et les importations ont stagné.

Au quatrième trimestre, la production industrielle s'est accrue par rapport au trimestre précédent, grâce à l'industrie alimentaire et au secteur énergétique. Dans la plupart des autres secteurs, la production a baissé ou stagné. L'industrie automobile notamment a fabriqué moins de véhicules. La production industrielle a diminué au total de 1,5% par rapport aux trois derniers mois de 1992. Selon les enquêtes conjoncturelles, l'industrie se montre toutefois un peu plus optimiste dans l'estimation des perspectives de production. En effet, les stocks de produits finis sont à un bas niveau, et les commandes ont progressé. Même les commandes passées par la clientèle italienne ont été un peu plus nombreuses.

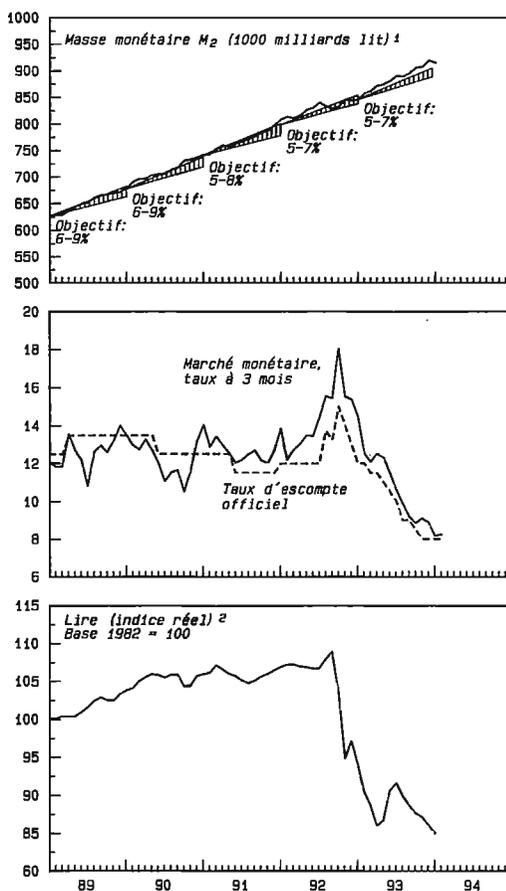
L'emploi a continué à reculer. En octobre, il était inférieur de 4,5% au niveau observé un an auparavant. Tant l'industrie que les services ont été touchés par les suppressions d'emplois. Entre juillet et octobre, le taux de chômage a augmenté d'un point pour s'inscrire à 11,3%. Il s'établissait à 9,4% en octobre 1992.

Le taux annuel de renchérissement s'est replié à 4,1% au quatrième trimestre. En moyenne, le niveau des prix à la consommation a enregistré une hausse de 4,2% en 1993, soit un taux nettement inférieur à celui de 1992, mais aussi un peu moins élevé que les prévisions du gouvernement. La conjoncture morose et, surtout, l'évolution des salaires nominaux expliquent ce ralentissement;

au quatrième trimestre, les salaires ne dépassaient que de 3%, en termes nominaux, leur niveau de la période correspondante de 1992. Mesuré aux prix à la production et aux prix du commerce de gros, le renchérissement s'est stabilisé; auparavant, il avait marqué une accélération à cause de la dévalorisation de la lire.

Pour les mois de janvier à novembre 1993, la balance commerciale a dégagé un excédent de 28 500 milliards de liras, alors qu'elle avait accusé un déficit de 14 500 milliards un an auparavant.

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)

Les exportations ont augmenté de 20,5% en valeur, mais les importations sont restées stables. Ces chiffres reflètent la faible demande intérieure ainsi que la forte baisse de la lire sur les marchés des changes. La balance des transactions courantes a enregistré un solde actif d'environ 9900 milliards de liras, contre un déficit de 32 700 milliards en 1992.

En 1993, le déficit public italien a atteint 153 000 milliards de liras, soit 9,7% du produit

intérieur brut. Il a légèrement dépassé le montant budgétisé. Sans les intérêts servis sur la dette, l'Etat aurait enregistré un excédent de recettes de 27 000 milliards de liras. L'endettement public a encore augmenté pour s'établir à 116% du produit intérieur brut. Adopté par le parlement à fin décembre, le budget pour 1994 prévoit de ramener le déficit à 144 000 milliards de liras, soit à 8,7% du produit intérieur brut. La TVA a été relevée au début de 1994; le supplément de recettes servira principalement à financer la sécurité sociale.

Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1992		1993 ^{a)}			
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Etats-Unis	1,2	-0,7	2,6	3,0	2,6	3,9	3,2	2,9	2,8	3,2
Japon ^{b)}	5,6	4,1	1,4		0,8	0,3	0,4	-0,2	0,4	
Allemagne occidentale	5,7	4,4	1,2	-1,9	1,3	0,1	-3,0	-2,4	-1,4	
France	2,2	0,7	1,4		1,1	0,5	-1,0	-0,8	-0,7	
Royaume-Uni	0,5	-2,2	-0,5		-0,2	-0,1	1,4	1,9	2,2	
Italie	2,2	1,3	0,9		0,7	-0,3	-0,9	-0,6	-0,5	
Suisse	2,3	0,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,8	-1,0	-1,1	-0,4	0,3

a) Chiffres provisoires b) PNB

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

	1990	1991	1992	1993	1993		1993			1994
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	oct.	nov.	déc.	janv.
Etats-Unis	5,4	4,2	3,0	3,0	2,8	2,8	2,8	2,7	2,8	2,5
Japon	3,1	3,3	1,7	1,3	1,8	1,1	1,3	1,0	1,0	1,2
Allemagne occidentale	2,7	3,5	4,0	4,1	4,2	3,7	3,9	3,6	3,7	3,5
France	3,4	3,1	2,4	2,1	2,2	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9
Royaume-Uni	9,5	5,9	3,7	1,6	1,6	1,6	1,4	1,4	1,9	2,5
Italie	6,1	6,5	5,3	4,2	4,3	4,1	4,2	4,1	4,0	4,2
Suisse	5,4	5,9	4,0	3,3	3,5	2,7	3,4	2,2	2,5	2,1

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

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1993 ^{a)}		1993 ^{a)}			1994 ^{a)}
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	oct.	nov.	déc.	janv.
Etats-Unis	5,5	6,8	7,4	6,8	6,7	6,5	6,7	6,5	6,4	6,7
Japon	2,1	2,1	2,2	2,5	2,5	2,8	2,7	2,8	2,9	
Allemagne occidentale ^{b)}	7,1	6,3	6,7	8,3	8,5	9,0	8,9	9,0	9,0	9,1
France	9,0	9,5	10,4	11,5	11,7	12,1	12,0	12,0	12,2	12,2
Royaume-Uni ^{c)}	5,8	8,1	9,9	10,3	10,4	10,0	10,1	10,0	9,9	9,9
Italie ^{d)}	10,3	9,9	10,5	10,4	10,3	11,3	11,3	-	-	
Suisse ^{e)}	0,5	1,1	2,6	4,5	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0

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

d) Depuis le 4^e trim. de 1992, nouvelle méthode d'enquête; variations saisonnières non déduites

e) Chômeurs enregistrés, en pour-cent de la population active selon le recensement de 1990; les chiffres officiels, non corrigés des variations saisonnières, figurent au tableau 5

1.4 Balance des transactions courantes

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

	1990	1991	1992 a)	1993 a) d)					
				3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
États-Unis	-90,4	-3,7	-66,4	-17,8	-23,7	22,3	-26,9	-28,0	
Japon	35,8	72,3	117,8	28,8	33,0	36,1	31,6	32,4	
Allemagne occidentale ^{b)}	47,3	-19,9	-25,3	-5,3	-8,4	-6,7	-3,4	-6,9	
France	-9,4	-6,5	3,5	-0,5	2,8	1,8	3,7	4,6	
Royaume-Uni ^{c)}	-32,4	-13,5	-15,0	-4,3	-6,1	-4,0	-3,6	-2,4	
Italie ^{c)}	-14,7	-21,9	-26,8	6,2	-6,8	-4,8	-2,9	2,8	2,3
Suisse ^{c)}	8,6	10,6	15,1	18,7	3,7	4,0	6,0	4,4	4,5

a) Chiffres provisoires

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

c) Variations saisonnières non déduites

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

Comme les autorités monétaires allemandes, la Banque d'Italie a encore relâché un peu les rênes monétaires au quatrième trimestre. Le 21 octobre, elle a réduit son taux de l'escompte de 8,5% à 8%. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a continué son mouvement de baisse. Il s'inscrivait à 8,4% en janvier, contre 9,1% en septembre. Le rendement des bons du Trésor à un an a diminué de 8,3% à 7,8%. En outre, le 17 février, l'institut d'émission italien a ramené de 8% à 7,5% son taux de l'escompte.

La masse monétaire M_2 a augmenté de 7,9% entre le quatrième trimestre et la période correspondante de 1992. Elle évoluait ainsi au-dessus de son corridor de croissance de 5 à 7%.

C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

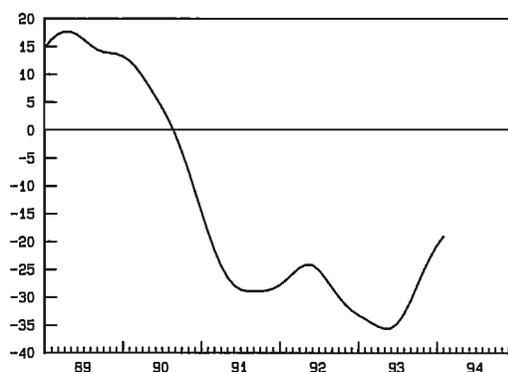
Produit intérieur brut et production industrielle

En Suisse, la reprise s'est maintenue au quatrième trimestre de 1993. Le produit intérieur brut réel a continué de progresser du troisième au quatrième trimestre. Il a augmenté de 0,3% en comparaison annuelle; un recul de 0,4% avait été enregistré au troisième trimestre. Outre la consommation publique, les exportations et les investissements – ces derniers ne s'étaient plus accrus depuis longtemps – ont surtout contribué à cette croissance. Le raffermissement de la de-

mande intérieure a été accompagné d'une forte expansion des importations. Comme la reprise ne s'était amorcée qu'au printemps, le produit intérieur brut réel s'est inscrit, en moyenne de 1993, 0,6% au-dessous du niveau de l'année précédente (1992: -0,1%).

Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'indice composite de la marche des affaires dans l'industrie s'est encore amélioré au quatrième trimestre. Toutes les composantes de cet indice ont contribué à cette évolution. Les entreprises industrielles axées sur le

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹



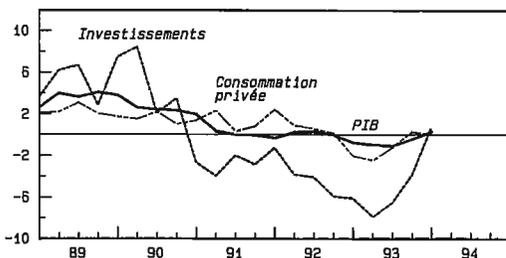
¹ Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis)

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

marché intérieur ont annoncé des entrées de commandes en hausse et une légère croissance de la production par rapport à la période précédente. Les carnets de commandes ont cessé de reculer, mais ils sont estimés à un bas niveau par une forte majorité de participants à l'enquête. Les stocks ont en outre continué à régresser. L'industrie d'exportation également a fait part d'un accroissement des entrées de commandes et d'une stabilisation des carnets de commandes. La production n'a pas varié, et les stocks sont encore appréciés à un niveau élevé. En données corrigées des variations saisonnières, le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté à 81,1% dans l'industrie. Parallèlement, la part des heures supplémentaires à l'ensemble des heures de travail a marqué une hausse à 1,2%. Toutefois, les capacités sur les plans technique et du personnel sont toujours jugées trop élevées. Pour les mois à venir, une majorité croissante de participants à l'enquête table sur des entrées de commandes et une production en hausse.

Le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture – il est aussi établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – a de nouveau enregistré une amélioration au quatrième trimestre. Ce mouvement de hausse a reposé sur une large assise, puisque l'indice des actions en forte progression, mais aussi celui de la construction et les carnets de commandes dans l'industrie des machines y ont contribué. En outre, les indicateurs de l'emploi – comme l'indice Manpower et les perspectives d'emploi dans l'industrie – ne se sont pas dégradés davantage.

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



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

Consommation

La consommation privée s'est repliée du troisième au quatrième trimestre, après avoir nettement progressé aux deux trimestres précédents. Elle a stagné en comparaison annuelle (troisième trimestre: 0,3%). En 1993, la consommation privée a fléchi de 0,8% en moyenne et en termes réels (1992: -0,2%).

Le chiffre d'affaires du commerce de détail n'a pas varié du troisième au quatrième trimestre en données corrigées des jours ouvrables et en termes réels. Il a continué de diminuer par rapport à la période correspondante de 1992. De leur côté, les importations de biens de consommation sont restées orientées à la hausse. Celles de biens de consommation durables ont enregistré une faible reprise. En l'espace d'une année, les ventes de voitures ont encore reculé (-8%). Le recul avait toutefois été plus prononcé aux trimestres précédents. Aucune amélioration n'a été observée dans le domaine du tourisme. La faiblesse de la conjoncture, le mauvais temps et les séquelles des intempéries du début de l'automne en Valais et au Tessin ont entraîné un net fléchissement du nombre des nuitées de la clientèle suisse (-4,2%).

En janvier 1994, l'indice du climat de consommation a progressé par rapport à l'enquête précédente. Toutes ses composantes ont contribué à cette amélioration. L'économie en général et la situation financière des participants à l'enquête ont été appréciées avec optimisme. Des doutes subsistent toutefois au sujet de la sécurité de l'emploi.

La consommation publique a reculé en 1993 et ce pour la première fois depuis 1960. La baisse s'est inscrite à 0,4% en termes réels (1992: 0,5%). Elle reflète les mesures visant à réduire les déficits budgétaires.

Investissements

Les dépenses d'investissements ont augmenté nettement du troisième au quatrième trimestre. En comparaison annuelle, elles se sont accrues de 0,8% en termes réels (troisième trimestre: -3,8%), progressant ainsi pour la première fois

depuis le troisième trimestre de 1990. Comme en 1991 et en 1992, les dépenses d'investissements ont diminué en moyenne de 1993. Leur repli s'est toutefois inscrit à 4,3% en termes réels, contre 5% en 1992.

Les investissements sous forme de constructions ont encore marqué une hausse d'un trimestre à l'autre. En termes réels, ils ont diminué de 1% par rapport à la période correspondante de 1992 (troisième trimestre: -3,8%). Comme il ressort de l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, les différents domaines de la construction ont évolué de manière divergente. Si la construction de logements a augmenté fortement, celle de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services a continué de ressentir les effets de l'offre excédentaire de bureaux, de locaux et d'entrepôts. Dans le secteur principal de la construction, les entrées de commandes se sont maintenues au niveau du dernier trimestre de 1992 (troisième trimestre: 7,3%). De même, les carnets de commandes n'ont pas continué de croître (troisième trimestre: 0,4%). Par rapport au quatrième trimestre de 1992, les livraisons de ciments ont enregistré leur premier accroissement depuis le début de 1990. Les limites ouvertes dans le secteur privé de la construction se sont maintenues à leur bas niveau. Les investissements en constructions se sont encore repliés en moyenne de 1993, s'établissant, en termes

réels, 4,2% au-dessous du chiffre de 1992; cette année-là, ils avaient fléchi de 2,3%.

Comme au trimestre précédent, les investissements en biens d'équipement ont nettement progressé du troisième au quatrième trimestre. Par rapport au dernier trimestre de 1992, ils ont augmenté de 4,5% en termes réels (troisième trimestre: -3,9%). Le mouvement de hausse s'est poursuivi dans les importations de biens d'équipement. Selon l'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines, les entrées de commandes provenant de la clientèle suisse se sont accrues un peu en valeur par rapport au quatrième trimestre de 1992. Des commandes importantes de la part des pouvoirs publics ont notamment contribué à cette évolution. La réserve de travail a encore diminué par rapport à l'enquête précédente et s'inscrivait à 4,5 mois à fin décembre (fin septembre: 4,7 mois). En moyenne annuelle, les investissements en biens d'équipement se sont repliés notablement. Leur recul a toutefois nettement ralenti, puisqu'il s'est inscrit à 4,3%, contre 9,6% en 1992.

Commerce extérieur et balance courante

Les exportations ont augmenté de 5%, en volume, par rapport au dernier trimestre de 1992. Elles ont donc continué à progresser au quatrième

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

	1990	1991	1992	1993	1992		1993			
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-14,1	-12,6	-10,4	-11,2	-0,9	6,6
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes ¹	-9,1	7,6	19,7	-4,1	11,1	7,8	12,6	-16,1	2,0	-12,0
Logements construits dans 96 villes ¹	-3,1	1,3	-3,6	-4,1	13,6	2,4	3,9	11,6	-19,5	-8,1
Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux										
Total	2,0	-4,0	-12,0	-4,0	-16,4	-10,0	-13,0	-5,0	4,0	-3,4
Secteur privé	-1,0	-10,0	-18,0	1,0	-23,3	-17,0	-12,0	-2,0	13,0	5,2
Secteur public	7,0	4,0	-6,0	-9,0	-8,8	-3,0	-13,0	-8,0	-4,0	-11,2
Renchérisssement dans la construction ²	5,8	6,7	4,9	3,8	4,9	4,9	4,7	3,3	3,6	3,5

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

² Indice pondéré des coûts de production de la SSE

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

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

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1992		1993 ^{a)}			
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Exportations, volume	4,5	-1,4	4,3	0,6	5,6	-0,2	-2,6	-1,3	0,2	5,0
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	1,9	-1,2	2,8	-1,7	3,9	-0,3	-4,4	-4,6	0,2	2,6
biens d'équipement	5,1	-4,0	0,0	-2,2	2,2	-4,5	-9,2	-4,6	-1,7	4,5
biens de consommation	6,3	1,4	10,6	5,6	11,1	6,1	6,2	5,0	2,1	7,0
Valeurs moyennes à l'exportation	1,0	2,8	0,7	0,0	-0,6	0,3	-1,0	0,8	0,7	-0,3
Importations, volume	2,7	-1,4	-4,3	-1,2	-4,6	-6,4	-7,5	-3,0	0,0	5,1
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	1,8	-5,2	-1,4	-1,3	1,6	-1,3	-5,6	-1,3	-1,3	2,9
biens d'équipement	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-14,1	-12,6	-10,4	-11,1	-1,0	6,9
biens de consommation	2,7	2,7	-2,9	1,5	-13,2	-5,2	-6,9	3,0	3,4	5,4
Valeurs moyennes à l'importation	-0,7	0,1	2,2	-2,2	0,5	-0,8	-1,5	-2,5	-1,2	-2,2

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

^{a)} Chiffres provisoires

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

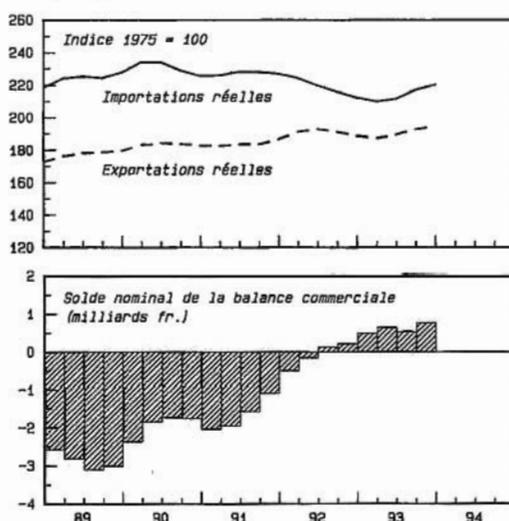
trimestre en données corrigées des variations saisonnières. Les fournitures à l'étranger de biens d'équipement n'avaient plus enregistré un tel mouvement depuis le troisième trimestre de 1992. Les exportations de matières premières et de produits semi-finis se sont également inscrites au-dessus de leur niveau observé un an auparavant. Simultanément, les exportations de biens de consommation ont gagné nettement en dynamisme, après un ralentissement de leur expansion au troisième trimestre.

Le rythme de croissance des exportations de l'industrie chimique s'est accéléré par rapport au troisième trimestre. Dans l'industrie des machines et celle de la construction électrique, les livraisons à l'étranger sont restées inférieures au niveau du quatrième trimestre de 1992; le repli a toutefois été nettement moins prononcé qu'au troisième trimestre. Des signes de reprise sont également apparus dans l'industrie textile et de l'habillement, où les exportations ont augmenté légèrement par rapport au quatrième trimestre de 1992. Contrairement à la tendance générale, la croissance des fournitures à l'étranger a faibli dans l'horlogerie.

L'évolution des exportations reflète les diverses situations conjoncturelles dans lesquelles se trouvent les pays de destination. Si les livraisons

aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ainsi qu'aux pays de l'OPEP et aux pays en développement ont augmenté parfois sensiblement par rapport au quatrième trimestre de 1992, celles au Japon et aux pays de la CE se sont encore repliées. Les

Graphique 11: Commerce extérieur¹



¹ Données cvs et lissées

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

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

	1991	1992 a)	1993 b)	1992 a)		1993 b)			
				3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Recettes, total	162,2	165,4	167,8	41,5	40,2	42,5	42,2	41,4	41,7
Exportations de marchandises	90,9	95,3	96,7	22,6	24,3	24,0	24,7	22,5	25,5
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	87,9	92,1	93,3	21,8	23,5	23,1	23,8	21,7	24,6
<i>Autres exportations de marchandises²</i>	2,9	3,2	3,4	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9
Exportations de services	25,9	26,9	28,2	8,2	5,4	7,4	6,6	8,5	5,6
Revenus du travail et des capitaux	42,1	39,6	39,2	9,9	9,6	10,1	9,8	9,4	9,8
Transferts sans contrepartie	3,4	3,6	3,7	0,9	0,9	1,0	1,0	0,8	0,9
Dépenses, total	147,0	144,2	140,2	36,6	34,6	33,4	35,7	36,0	35,1
Importations de marchandises	98,9	96,3	94,0	22,6	23,6	23,1	24,0	22,5	24,4
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	95,0	92,3	89,8	21,8	22,6	22,0	23,0	21,5	23,4
<i>Autres importations de marchandises²</i>	3,8	3,9	4,1	0,9	1,0	1,1	1,0	0,9	1,1
Importations de services	13,3	13,9	13,8	5,5	2,7	2,0	3,6	5,5	2,7
Revenus du travail et des capitaux	27,8	26,3	24,7	6,5	6,5	6,4	6,2	6,0	6,0
Transferts sans contrepartie	7,2	7,7	7,8	2,0	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9
Soie de la balance des transactions courantes	15,1	21,2	27,6	4,9	5,5	9,1	6,5	5,4	6,7

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

² Y compris l'énergie électrique

a) Chiffres provisoires

b) Selon de premières estimations

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

fournitures vers l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et la Belgique ont enregistré un recul particulièrement marqué, celles vers l'Italie ne diminuant en revanche que faiblement. Les ventes à l'Allemagne ont quant à elles progressé légèrement. Au total, la baisse des exportations vers la CE a été moins forte qu'aux trimestres précédents.

Par rapport au quatrième trimestre de 1992, les importations ont augmenté de 5,1% en volume et en données corrigées des variations saisonnières. La plus forte hausse a été observée dans les achats à l'étranger de biens d'équipement en particulier de machines, de produits électroniques et de camions. Les importations de biens de consommation se sont également accrues dans le même temps. Seules celles de voitures sont restées nettement inférieures au niveau du dernier trimestre de 1992.

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix des biens exportés se sont inscrits, au quatrième trimestre, légèrement au-dessous de leur niveau de la période correspondante de 1992 (troisième trimestre: 0,7%). Quant aux prix des biens impor-

tés, ils ont baissé de 2,2% en l'espace d'une année (-1,2%).

La balance commerciale a dégagé un excédent de 1,2 milliard de francs au quatrième trimestre de 1993, contre 0,9 milliard un an auparavant. En outre, les soldes actifs de la balance des services et de celle des revenus de facteurs ont progressé de 0,2 milliard et de 0,7 milliard de francs. L'excédent de la balance des transactions courantes a passé de 5,4 milliards, au quatrième trimestre de 1992, à 6,7 milliards de francs, un an plus tard.

Pour l'ensemble de 1993, il a atteint 27,6 milliards du fait surtout du recul de 6,4 milliards de francs des importations de marchandises. Ainsi, il s'est élevé à 8% du produit national brut (1992: 6%).

Emploi et marché du travail

L'emploi a diminué à un rythme qui a faibli au quatrième trimestre. Son recul a été de 2,2% par rapport à la période correspondante de 1992. Si l'évolution de l'emploi dans l'industrie a corres-

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

	1991	1992	1993	1992				1993				1994			
				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	-0,3	-2,6	-2,9	-3,4	-3,3	-4,2	-3,0	-2,5	-1,7						
Indice des personnes occupées à plein temps ¹			-3,4	-4,1	-4,1	-5,0	-3,7	-2,8	-2,2						
Taux de chômage ^{2,3}	1,1	2,6	4,5	2,6	3,3	4,1	4,3	4,7	5,0	4,8	5,0	5,1	5,2		
Chômeurs ³	39 222	92 308	163 135	95 696	119 599	146 667	157 681	168 789	179 403	173 528	180 293	184 388	188 167		
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	20 269	34 020	42 046	22 535	36 616	54 096	48 520	28 110	37 456	36 283	38 993	37 092	42 859		
Places vacantes annoncées ³	10 549	8 166	5 743	8 124	6 978	6 544	6 912	5 268	4 248	4 583	4 274	3 888	4 456		

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

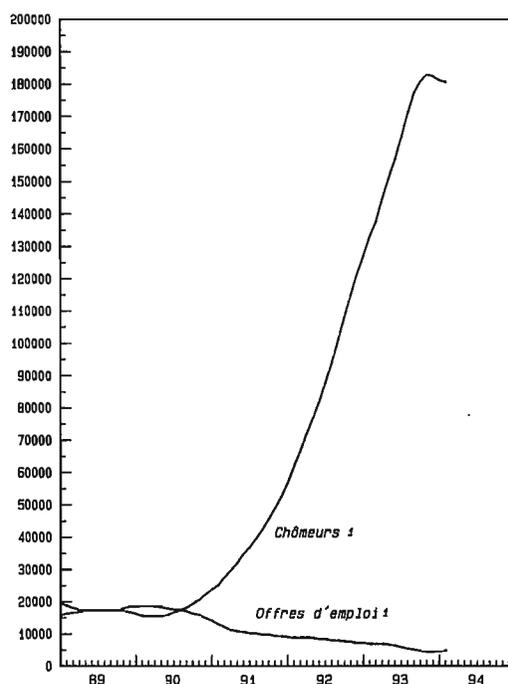
Source: La Vie économique, OFIAMT

pondu à la tendance générale, la diminution des emplois dans la construction a continué sans interruption. Dans les services, le nombre des personnes occupées est resté à peu près au niveau du quatrième trimestre de 1992.

Depuis le printemps de 1993, l'indice Manpower de l'emploi s'est maintenu à un bas niveau. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a encore fléchi au quatrième trimestre pour s'inscrire à 4500 en données corrigées des variations saisonnières. La faible reprise n'a pas encore entraîné de hausse de la demande de main-d'œuvre. Le retard avec lequel l'emploi réagit à la croissance du produit intérieur brut s'explique par le bas niveau des capacités sur les plans technique et du personnel. C'est pourquoi, au début d'une phase d'essor de la conjoncture, la production peut être relevée sans recours à une main-d'œuvre supplémentaire.

Le nombre des chômeurs a passé de 177 200 au troisième trimestre à 182 100 au quatrième, ce qui correspond à un taux de chômage de 5%. La hausse s'est ralentie par rapport au troisième trimestre. Le très faible recul du chômage, enregistré en novembre et en décembre, ne peut toutefois pas encore être considéré comme un revirement de tendance. Le nombre de chômeurs ne traduit vraisemblablement pas le chômage effectif, y compris les personnes sans emploi n'ayant

Graphique 12: Marché du travail



¹ Corrigé cvs et sans les valeurs extrêmes

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

pas droit aux indemnités. En décembre, 41516 personnes étaient sans travail depuis plus d'un an (décembre 1992: 28 004). Plus longue est la durée durant laquelle une personne est sans emploi, plus grande est la probabilité qu'elle n'aura un jour plus droit aux indemnités. Comme il ne faut pas s'attendre à un net raffermissement de la demande de main-d'œuvre en 1994, un nombre substantiel de chômeurs devraient arriver en fin de droits et, partant, ne plus figurer dans la statistique.

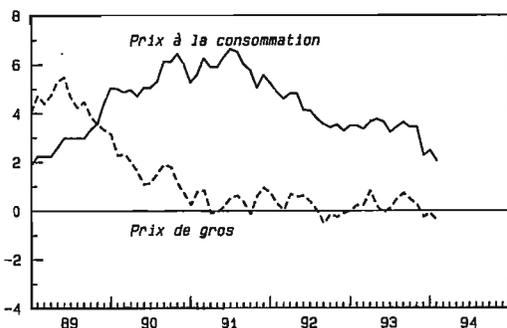
En janvier, 180 600 chômeurs étaient recensés en données corrigées des variations saisonnières. Selon l'Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail, le nombre des chômeurs devrait atteindre son apogée au printemps.

Prix

Le renchérissement a fléchi très nettement au quatrième trimestre de 1993. L'indice des prix à la consommation dépassait de 2,7% son niveau enregistré un an auparavant, contre 3,5% au troisième trimestre. En moyenne annuelle, il s'inscrivait 3,3% au-dessus du chiffre de l'année précédente (1992: 4%). L'évolution favorable des loyers et un effet de base en matière de prix des carburants entraîneront vraisemblablement un nouveau repli vigoureux du renchérissement en 1994.

Les poussées de prix se sont atténuées sur un large front. Tous les groupes de marchandises et

Graphique 13: Evolution des prix¹



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

de services, à l'exception de l'alimentation, des boissons et des produits du tabac, ont enregistré au quatrième trimestre un renchérissement annuel inférieur à celui du troisième. L'évolution des loyers a eu un net effet modérateur. Après avoir augmenté jusqu'à la fin de l'été, ils ont reculé en novembre et ce pour la première fois depuis cinq ans. Les loyers étaient, au quatrième trimestre, de 3,4% supérieurs à leur niveau observé un an auparavant, contre 5,7% au troisième trimestre. A la suite du relèvement des droits de douane sur les carburants au printemps de 1993, le renchérissement s'est inscrit encore à 5,8%, malgré un léger recul, dans la catégorie des transports et des communications.

Le repli du renchérissement a continué au début de 1994. En février, l'indice des prix à la consommation dépassait de 1,8% son niveau du même mois de 1992. Des hausses de salaires peu élevées ayant été adoptées dans les services, le renchérissement s'est modéré dans ce secteur. De même, les loyers ont encore diminué légèrement.

Au quatrième trimestre, les prix de gros étaient de 0,1% inférieurs au niveau de la période correspondante de 1992 (troisième trimestre: 0,5%). Ils n'ont presque plus varié depuis le quatrième trimestre de 1990.

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

La monnaie centrale désaisonnalisée s'est inscrite à 29,724 milliards de francs au quatrième trimestre de 1993, dépassant de 2,8% son niveau des trois derniers mois de 1992. Elle a ainsi correspondu à la prévision de 29,7 milliards de francs que la Banque nationale avait faite pour le quatrième trimestre.

Comme aux trois trimestres précédents, les deux composantes de la monnaie centrale, les billets en circulation et les avoirs en comptes de virements à la Banque nationale, ont été supérieurs à leur niveau de la période correspondante de 1992. Les avoirs en comptes de virements ont augmenté de 4,6%, et les billets en circulation, dont

l'évolution a été favorisée par le recul, depuis février 1993, des taux servis sur les fonds d'épargne, de 2,3%.

Parmi les agrégats monétaires au sens plus large, le rythme des transformations entre les dépôts à vue et à terme ainsi que les fonds d'épargne s'est ralenti nettement au quatrième trimestre de 1993. La masse monétaire M₁, formée du numéraire et des dépôts à vue détenus par des résidents, dépassait encore de 11,5% son niveau du quatrième trimestre de 1993 (troisième trimestre: 14,4%). En outre, la masse monétaire M₂, qui comprend aussi les dépôts à terme, a diminué de 7,4% (-9%), alors que M₃ a marqué une hausse de 6,7% (5,6%), du fait d'une augmentation massive des fonds d'épargne.

Marché monétaire

Les rémunérations servies sur les placements à court terme ont continué à se replier pendant le quatrième trimestre et au début de 1994. Le taux de l'argent au jour le jour, qui atteignait encore 4,8% en septembre, s'est établi à 4,1% en moyenne de janvier. Dans le même temps, les taux des dépôts à trois mois ont également fléchi de plus d'un demi-point, passant de 4,6% à 3,9% sur le marché des euro-francs et de 4,1% à 3,4% dans les grandes banques. Quant au rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération, il s'est inscrit à 3,8% en janvier, contre 4,5% en septembre.

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
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 ⁵
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,1	2 832	-11,3	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1993 1 ^{er} trim.	26 969	1,3	2 593	2,2	29 563	1,009	29 300	0,7
2 ^e trim.	26 696	1,1	2 618	1,8	29 314	0,995	29 452	0,9
3 ^e trim.	26 514	1,5	2 668	7,3	29 182	0,989	29 517	1,7
4 ^e trim.	27 306	2,3	2 735	4,6	30 041	1,011	29 724	2,8
1993 juillet	26 709	1,3	2 563	2,4	29 272	0,995	29 419	1,2
août	26 401	1,5	2 709	15,1	29 110	0,984	29 583	2,3
sept.	26 432	1,6	2 733	4,8	29 165	0,987	29 549	1,7
oct.	26 566	2,4	2 667	8,1	29 233	0,986	29 648	2,8
nov.	26 766	2,8	2 771	4,6	29 537	0,990	29 835	3,0
déc.	28 587	1,7	2 766	1,4	31 353	1,056	29 690	2,4
1994 janv.	27 731	1,1	2 663	7,0	30 394	1,018 P	29 857 P	2,3 P
févr.	27 141	1,7	2 802	5,9	29 943	0,993 P	30 154 P	2,6 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

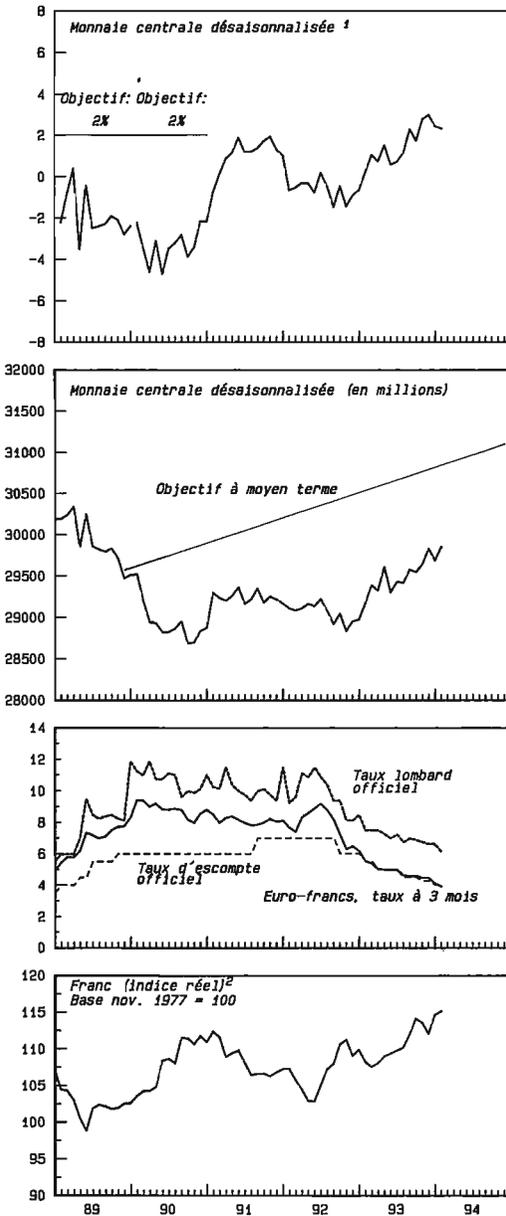
³ Monnaie centrale = billets en circulation + avoires en comptes de virements

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

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

P Chiffres provisoires

Graphique 14: Suisse



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

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1989	-5,5	20,1	6,2
1990	-4,2	13,0	2,4
1991	1,2	3,2	3,2
1992	0,1	0,6	2,8
1993	11,5	-6,9	5,4
1993 1 ^{er} trim. ²	8,2	-3,1	4,6
2 ^e trim. ²	12,2	-7,9	4,5
3 ^e trim. ²	14,4	-9,0	5,6
4 ^e trim. ²	11,4	-7,4	6,7
1993 juillet ²	15,0	-9,0	5,4
août ²	16,0	-8,9	5,7
sept. ²	12,2	-9,2	5,8
oct. ²	15,2	-7,1	7,3
nov. ²	13,4	-7,1	6,8
déc. ²	5,8	-8,1	6,1
1994 janv. ²	9,3	-5,9	7,0

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

² Chiffres provisoires

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

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

M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

Les taux suisses à court terme sont restés nettement inférieurs aux taux allemands. Pour les dépôts à trois mois sur l'euro-marché, les taux allemands dépassaient, au quatrième trimestre, de 1,9 point en moyenne les taux suisses, contre 2,1 points au troisième trimestre. Par contre, les rémunérations des placements à court terme en francs suisses ont été encore supérieures aux taux américains correspondants; l'écart était de 1,1 point, contre 1,5 point au troisième trimestre.

Marché des changes

Après une phase de faiblesse au début du quatrième trimestre, le franc suisse a gagné nettement du terrain, jusqu'à la fin de l'année, face à la

Objectifs:

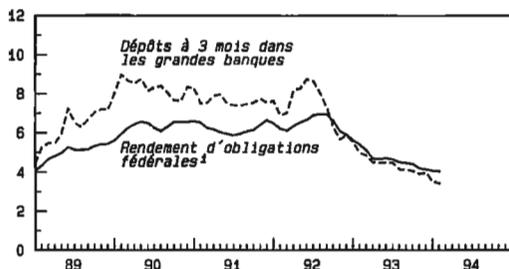
Pour 1989: voir remarque 5 du tableau 6

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

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

² Cours pondéré par les exportations

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.

plupart des monnaies européennes. Il a toutefois diminué un peu vis-à-vis du dollar.

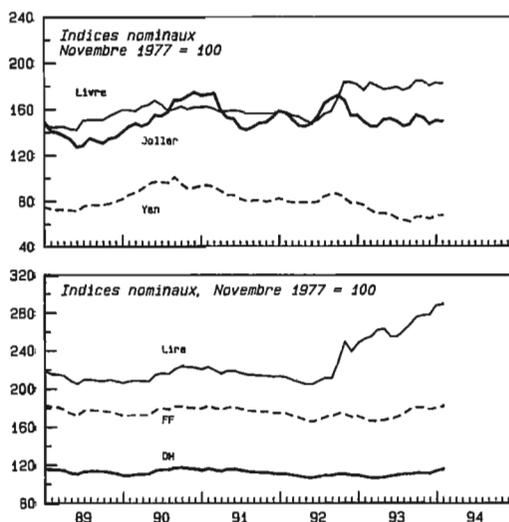
Des taux d'intérêt suisses à la baisse et le jugement positif de la Cour constitutionnelle fédérale de Karlsruhe sur le traité de Maastricht ont entraîné, en octobre, un recul du franc suisse. Ce dernier s'est cependant revalorisé en novembre par rapport à la plupart des monnaies. En décembre, un vigoureux raffermissement du franc a découlé du repli de l'inflation et de l'amélioration des perspectives conjoncturelles. Les pressions croissantes à la baisse du mark ont encore renforcé cette évolution. Vers la fin de 1993, le franc a atteint ses niveaux les plus élevés de l'année vis-à-vis des monnaies du SME, mais aussi face à la plupart des autres monnaies européennes. De fin septembre à fin décembre, il ne s'est déprécié que face à la livre sterling.

Par rapport au mark, la revalorisation du franc a été particulièrement prononcée. Le cours du mark a passé à fr. 84,5 au cours de la dernière semaine de décembre, diminuant ainsi de 6,5% en l'espace d'une année. En janvier, il est tombé à son niveau le plus bas, soit fr. 83,5. Par la suite, il s'est redressé légèrement.

Vis-à-vis du dollar, le franc a fléchi de 4% en octobre, puis s'est stabilisé en novembre. Après s'être repris temporairement en décembre, il a fluctué en janvier à un niveau de 3% inférieur à celui du début du quatrième trimestre. Par rapport au yen japonais, il s'est raffermi de 2%, en moyenne, de début octobre à janvier.

Le mouvement de hausse du cours réel du franc, pondéré par les exportations, a continué au quatrième trimestre. L'indice de ce cours dépassait de 4% le niveau de la période correspondante de 1992. En comparaison annuelle, le franc s'est revalorisé de 2% à 6% vis-à-vis des monnaies des pays participant au mécanisme de change du SME et de 15% face à la lire italienne. Il est resté quasiment stable (1%) par rapport à la livre sterling, alors qu'il a fléchi de 13% vis-à-vis du yen japonais et de 6% face au dollar.

Graphique 16: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Marché des capitaux

Les rémunérations sont restées orientées à la baisse au quatrième trimestre et au début de 1994 sur le marché des capitaux. Après avoir atteint 4,4% au quatrième trimestre, le rendement moyen des emprunts fédéraux a fluctué à un niveau de 4,1% d'octobre à mi-février. Du fait du net recul des rémunérations à court terme, la structure des rémunérations est redevenue normale à partir de janvier; elle avait longtemps été inverse précédemment. Les rendements des créances comptables à trois mois sur la Confédération ont reculé pour s'établir en effet au-dessous du rendement moyen des emprunts fédéraux.

Les rémunérations que les banques cantonales servent sur leurs nouvelles obligations de caisse s'inscrivaient à 4% début février, contre 4,4% quatre mois auparavant. Dans le même temps, ces banques ont réduit de 4% à 3,5% les rémunérations des dépôts d'épargne et de 0,5 point les taux d'intérêt des hypothèques en premier rang. Début février, le taux des nouvelles hypothèques était encore de 5,5% en moyenne, et celui des anciennes, de 5,9%.

Sur le marché des actions, les cours ont progressé de 20% pendant le quatrième trimestre de 1993 et de 7% supplémentaires jusqu'à fin janvier, selon le «Swiss Performance Index».

Les émissions d'obligations et d'actions sur le marché suisse des capitaux ont atteint 22,5 milliards de francs au quatrième trimestre, soit un montant dépassant de 23% le chiffre de la période correspondante de 1992. Le prélèvement d'argent frais par des débiteurs suisses a augmenté de 30% pour s'élever à 9,3 milliards de francs. Après déduction des remboursements, à savoir 4,2 milliards, il s'est inscrit à 5,1 milliards de francs, contre 3,9 milliards au quatrième trimestre de 1992.

Exportations de capitaux

Les autorisations délivrées en vue d'exporter des capitaux ont porté sur 15,2 milliards de francs au quatrième trimestre de 1993, dépassant ainsi de 18% le niveau de la période correspondante de 1992. Les crédits ont diminué de 39%, alors que

les emprunts ont augmenté de 30%. La hausse s'explique par la forte croissance des emprunts assortis de droits d'option ou de conversion. Ces emprunts ont triplé de volume en s'élevant à 6,8 milliards de francs; ils n'avaient en outre plus enregistré un tel niveau depuis le deuxième trimestre de 1989. Par contre, les emprunts ordinaires ont reculé de 17% pour s'établir à 6,9 milliards de francs.

Les exportations de capitaux soumises à autorisation se sont accrues de 45% en 1993 pour atteindre 54,3 milliards de francs. Les crédits ont diminué de 15% du fait de la faiblesse de la conjoncture européenne. Ce recul a été plus que compensé par la croissance de 66% des emprunts. Ces derniers ont enregistré un montant record de 46 milliards de francs grâce à la baisse des taux d'intérêt en Suisse et au raffermissement du franc; de 1989 à 1992, les emprunts s'étaient élevés chaque année à 30 milliards de francs, en chiffre rond. La part des emprunts au total des exportations de capitaux a donc passé de 74% en 1992 à 85% en 1993. Celle des emprunts liés à des actions a augmenté de 31% à 39% d'une année à l'autre, une hausse qui a été notamment favorisée par la croissance des cours en bourse. Les volumes des emprunts convertibles et à option ont doublé en 1993, puisqu'ils se sont inscrits à 4,3 milliards et 13,6 milliards de francs. Deux tiers de ces montants revenaient à des débiteurs japonais (1992: 81%).

En 1993 également, les pays industrialisés ont absorbé les neuf dixièmes des exportations de capitaux. La répartition géographique de ces der-

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1992	27 697,0	8 820,7	975,3	37 493,0
1993	45 962,6	7 488,8	826,7	54 258,5
1992 3 ^e trim.	7 518,0	1 450,3	279,8	9 248,1
4 ^e trim.	10 533,3	2 235,0	105,7	12 874,0
1993 1 ^{er} trim.	7 614,8	1 360,6	175,0	9 150,4
2 ^e trim.	11 828,0	3 158,9	470,9	15 457,8
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	15 134,7

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

nières ne s'est pas modifiée sensiblement d'une année à l'autre. La part des débiteurs japonais a augmenté de 22% à 27%, alors que celle des pays d'Europe occidentale a diminué de 54% à 52% et celle des Etats-Unis de 13% à 8%. En outre, la part des autres régions s'est accrue de 10% à 13%. Quant aux organisations internationales de développement, elles ont recueilli 5% du total, contre 7% en 1992.

Bilans bancaires et crédits

L'évolution des bilans bancaires a été caractérisée en 1993 par la faiblesse de la conjoncture et les transformations opérées au sein des fonds de la clientèle. La somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données a progressé de près de 6% de fin décembre 1992 à fin décembre 1993.

Comme l'afflux de fonds de la clientèle a dépassé l'octroi net de crédits, les placements financiers nets (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) ont augmenté de 13%. La plus forte progression, soit 43%, a été enregistrée par les titres. Les engagements nets envers d'autres banques ont été relevés de 8 milliards pour atteindre 26,8 milliards de francs. En outre, les disponibilités sont restées quasiment inchangées (0,5%). Les liquidités en francs placées en Suisse se sont élevées de 0,7%. Le degré de liquidité (disponibilités en pour-cent des fonds exigés) a atteint 130% pour la période d'application

allant du 20 novembre au 19 décembre 1993, contre 125% un an auparavant. Cette évolution s'explique probablement en partie par le repli des taux d'intérêt.

Les crédits ont augmenté de 1,4% en 1993. Les prêts à des résidents se sont accrus dans une mesure inférieure à la moyenne (0,9%). Les placements hypothécaires ont marqué une hausse de 1,3%, alors que le poste groupant les comptes courants débiteurs ainsi que les avances et prêts à terme fixe a diminué de 2,9%. Les crédits à la clientèle étrangère ont progressé de 4%. La faiblesse de la conjoncture s'est reflétée dans le recul de 14% des crédits effectivement utilisés et dans celui de 12% des limites ouvertes.

Les fonds du public ont totalisé 748 milliards de francs à fin 1993, augmentant de 3% en l'espace d'une année. Les dépôts de la clientèle suisse se sont accrus de 2,5%. Dans le domaine des fonds en francs détenus par des résidents, des transformations importantes ont été enregistrées du poste créancier à terme vers les dépôts à vue et les fonds d'épargne. Ce poste a accusé une baisse de 21 milliards de francs, ou de 17%, en 1993. Par contre, les fonds d'épargne et les dépôts à vue ont progressé respectivement de 37 milliards et de 5 milliards de francs, ou de 21% et de 13%. Le montant des obligations de caisse a fléchi de 14 milliards de francs, ou de 13%.

Les placements sur le marché monétaire ayant perdu de leur attrait du fait du repli des rémunérations, les affaires fiduciaires ont diminué de 11%.

Ein schweizerisches Börsengesetz – Selbstregulierung versus staatliche Regulierung

Kurzreferat von Dr. Peter Klauser, Direktor der Schweizerischen Nationalbank*

1. Einleitung

Der Titel setzt zwei Regelungssysteme als Gegenpole in den Raum. Es ist aber nicht ohne weiteres klar, ob sie Alternativen darstellen. Ebenso sehr wäre denkbar, dass sie sich zueinander komplementär verhalten können.

Bevor wir uns der Frage nähern, ob wir hier zwei widerstreitende Gesellen oder aber ein wohlklingendes Duett vor uns haben, eine begriffliche Klärung vorweg: Unter «staatlicher Regulierung» sei im folgenden ein Gesetz oder eine Verordnung, also eine in einem rechtsstaatlichen Verfahren ergangene, generell-abstrakte Normierung eines Sachverhalts, verstanden. Die «Selbstregulierung» ist als Begriff dagegen nur schwer einzufangen. Peter Nobel hat folgende Arbeitsdefinition geprägt: Mit Selbst-Regulierung «will eine Situation gekennzeichnet werden, wo die von der Ordnung Betroffenen selbst an deren Erstellung und/oder Verwaltung teilhaben.»¹

Die Schweiz blickt auf eine reichhaltige Erfahrung mit der Selbstregulierung, besonders im Wirtschaftsbereich, zurück. Wirtschaftliche «Gruppenvereinbarungen» finden sich bei uns zuhauf. Stichwortartig und ohne Anspruch auf Vollständigkeit seien allein aus dem Finanzbereich genannt:

- Konventionen, Vereinbarungen und Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung, die ein einheitliches Branchenverhalten bei bestimmten Geschäftsvorfällen anvisieren;
- die Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB), einschliesslich der institutsübergreifenden «Mustertexte», die im externen Verkehr zu einer gleichförmigen Rechtspraxis führen;
- die korporativen Elemente im kantonalen Börsenwesen, verbunden etwa mit Vereinbarungen zur gesamtschweizerischen Harmonisierung der Börsenzulassung oder zur Erfassung der öffentlichen Übernahmeangebote.

Die historische Erfahrung lehrt, dass der Selbstregulierung Chancen wie auch Gefahren innewohnen. Ich lasse zunächst beide kurz Revue passieren; dann prüfe ich skizzenhaft, wie der Börsengesetzentwurf diese Chancen und Gefahren meistert.

2. Chancen und Gefahren der Selbstregulierung

Als Notenbankvertreter, der noch die Zeit der Gentlemen's Agreements als Mittel monetärer Steuerung miterlebt hat, beginne ich mit den Gefahren der Selbstregulierung.

Eine besondere Problematik weisen die sog. gesetzesvertretenden Gruppenvereinbarungen auf. Gemeint sind private Regelwerke, die massgebliche öffentliche Interessen berühren. Sie sind geeignet, den Grundsatz der Gewaltenteilung und – damit zusammenhängend – das Legalitätsprinzip zu verletzen. Denn sie werden ausserhalb der gesetzgebenden und der rechtsprechenden Staatsorgane gebildet und durchgesetzt.² Gesetzesvertretende Selbstregulierung scheint am ehesten als Vorstufe zur Gesetzgebung akzeptabel.

Nicht zu übersehen ist, dass auch Selbstregulierung in die freien Marktkräfte eingreift. Selbstregulierung bedeutet häufig nicht nur Marktorganisation, sondern auch Regelung des Marktzutritts. Eine weitere, sehr reale Gefahr der Selbstregulierung erblicke ich darin, dass Ordnungsstrukturen – die durchaus gemeinwohlbezogen sein können – mit kartellistischen Praktiken verknüpft werden. Darunter leidet der freie Wettbewerb.

¹ P. Nobel, Gesetz oder private Selbstregulierung? in: Colloque «Le droit du marché financier suisse», Genève 1987, p. 443.

² Vgl. zu dieser Problematik: 75 Jahre Schweizerische Nationalbank – Die Zeit von 1957–1982 (Jubiläumsschrift SNB), Zürich 1981, S. 127 ff.

* Gehalten am Europainstitut Basel am 21. Januar 1994

Gefahren orte ich ferner in der Tatsache, dass Selbstregulierungsordnungen einer Branche nicht selten Wirkungen auf Dritte entfalten – Wirkungen, die bis zur Beeinträchtigung der Wirtschaftsfreiheit gehen können. Diese Dritten vermögen, weil an der Ausarbeitung des Regelwerks nicht beteiligt, ihre Interessen kaum einzubringen, und es fehlt ihnen der Rechtsschutz.³

Gefahren lauern schliesslich im Vollzug von Selbstregulierungsordnungen. Die Durchsetzung der Regulierungen stösst oft auf Schwierigkeiten. Zwangsmittel, über die eine staatliche Behörde verfügt, fehlen. Die Selbstregulierung ist, will sie sich nicht mit «moral suasion» begnügen, zumeist auf kartellistische Sanktionen – Verbandsabschluss oder Konventionalstrafen – angewiesen. Dabei kann der Grundsatz der Verhältnismässigkeit auf der Strecke bleiben.

Worin liegen nun jedoch die *Chancen* der Selbstregulierung?

Zuvorderst ist hier auf die Marktnähe der Selbstregulierungsorgane hinzuweisen. Eine Regulierung und Überwachung durch Personen, die unmittelbaren Zugang zum Markt haben, wird tendenziell effizienter sein. Es kann Fachwissen in die Regelung und Kontrolle einfließen, das in keiner staatlichen Behörde vorhanden ist oder mit vernünftigen Aufwand aufgebaut werden könnte. Dies trifft besonders dort zu, wo es um die Erfassung technisch-komplexer Sachverhalte geht.

Eine weitere Chance der Selbstregulierung liegt in ihrer Fähigkeit, auf neue Phänomene rascher zu reagieren als der staatliche Normsetzungsprozess. Es ist eine Erfahrungstatsache, dass staatliche Regulierer der aktuellen Entwicklung häufig hinterher hinken. Insbesondere der Dynamik und dem Innovationsstreben der Finanzmärkte vermag die Selbstregulierung flexibler zu folgen.

Spezifische Chancen eröffnen sich der Selbstregulierung schliesslich überall dort, wo Märkte territorial nicht mehr abgrenzbar sind. Im Zuge der wachsenden Globalisierung der Finanzmärkte können grenzüberschreitend anwendbare Verhaltensrichtlinien von grossem Nutzen sein. Ein anschauliches Beispiel dafür sind etwa die Empfehlungen des «International Auditing Practices

Committee» für die Zusammenarbeit zwischen Bankenaufscheidern und Revisionsstellen in der Überwachung internationaler Banken.⁴

Ich halte dafür, dass die Selbstregulierung beeindruckende Chancen – hinsichtlich Professionalität, Flexibilität, internationaler Ausrichtung – bietet. Sie erweist sich mithin als chancen- und gefahrenreiche Ordnungsform. Der schweizerische Börsengesetzgeber wird danach trachten müssen, die richtige Balance zwischen staatlicher und privatautonomer Regelung zu finden. Wie ist der Börsengesetzentwurf des Bundesrates (vom 24. Februar 1993), wie die Ständeratsvariante (vom 13. Dezember 1993) diesbezüglich zu beurteilen?

3. Das schweizerische Börsengesetz als Rahmenerlass mit Selbstregulierung

Der Entwurf eines BG über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG)⁵ kombiniert Elemente der staatlichen und der Selbstregulierung vorab in zwei Bereichen: der Aufsicht über die Börsen (Art. 3–10) und – so die Ständeratsvariante – der Regelung der öffentlichen Kaufangebote (Art. 22–31).

a) Bei der *Aufsicht über die Börsen* hält der Gesetzesentwurf die eingangs geschilderten Gefahren fest im Griff: Die Tätigkeit der Selbstregulierungsorgane stützt sich auf eine klare öffentlich-rechtliche Grundlage, Beschränkungen der Wirtschaftsfreiheit sind im Gesetz selber vorgezeichnet, der Rechtsschutz ist grundsätzlich gewährleistet, ebenso die Rechenschaftspflicht der Börsen gegenüber der Öffentlichkeit. Es findet also keine Freistellung vom Staate statt. Auch das Recht auf Marktzugang wird im Auge behalten, wovon etwa Art. 7 BEHG (Gleichbehandlung bei der Börsenmitgliedschaft) und Art. 8 BEHG (Kotierung von Effekten nach international anerkannten Normen) beredtes Zeugnis ablegen.

³ Anschaulich hiezu der sog. «Treunänder-Fall»: BGE 109 Ib 146 ff.

⁴ International Statement on Auditing, New York, July 1989.

⁵ Dazu: Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I 1369 ff.

Sind indessen die Chancen der Selbstregulierung ebenfalls genügend gewahrt? In der Bundesratsvariante sollen die Börsen ihre Reglemente – etwa über die Zulassung der Mitglieder und die Kotierung der Effekten – der staatlichen Aufsichtsbehörde zur Genehmigung vorlegen müssen. Gleichzeitig soll der Bundesrat die Kompetenz erhalten, Mindestanforderungen an die Mitgliederzulassung und an die Kotierung von Effekten mittels Verordnung festzulegen. Damit müsste der Bundesrat Normsetzung auf einem Gebiet betreiben, dessen Grundzüge im delegierenden Bundesgesetz umschrieben sind und in dem seine Sachkenntnis hinter jener der Marktteilnehmer zurückstünde. Selbstregulierung würde so zur blossen Selbstkontrolle. Der Ständerat hat sich – m. E. zu Recht – mit der Inhaltsprüfung der Börsenreglemente durch die Aufsichtsbehörde begnügt und die Verordnungskompetenz des Bundesrates gestrichen.

Andere Akzente als der Bundesrat hat der Ständerat auch beim Rechtsschutz gesetzt. Entscheide der Börsen, mit denen die Aufnahme eines Mitgliedes oder die Zulassung von Effekten zum Handel verweigert wird, sollen nicht bei der staatlichen Aufsichtsbehörde und anschliessend beim Bundesgericht, sondern bei einer von der Börse selber bestellten, «unabhängigen Beschwerdeinstanz» angefochten werden können. Die Aufsichtsbehörde hat immerhin Organisation, Verfahrensvorschriften und die Ernennung der Mitglieder dieser Instanz zu genehmigen. Gegen Entscheide der Beschwerdeinstanz scheint kein Rechtsmittel an ein staatliches Gericht mehr offenzustehen. Damit wäre die Rechtskontrolle deutlich von den staatlichen zu korporativ bestellten Organen hin verschoben und zudem noch verkürzt worden. Das ist aus rechtsstaatlicher Sicht zu bedauern; die Garantie des verfassungsmässigen Richters (Art. 58 Abs. 1 BV) dürfte empfindlich beeinträchtigt sein.

b) Im Bereich der *öffentlichen Kaufangebote* sieht der Gesetzesentwurf des Bundesrates keine Selbstregulierung vor. Er überträgt es der staatlichen Aufsichtsbehörde einzuschreiten, wenn ein öffentliches Kaufangebot mit dem Gesetz und den Ausführungsbestimmungen nicht übereinstimmt (Art. 24 BEHG-BR). In der Ständeratsvariante kommt diese Aufgabe einer Übernahmekommis-

sion zu, die von der Aufsichtsbehörde auf Antrag der Schweizer Börsen bestellt wird und sich aus sachverständigen Vertretern der Effekthändler, der kotierten Gesellschaften und der Anleger zusammensetzen soll (Art. 22bis BEHG-SR). Organisation und Verfahren der Übernahmekommission müssen von der Aufsichtsbehörde genehmigt werden, ebenso die von ihr auf privatrechtlicher Basis festzulegenden Ausführungsbestimmungen.

Der Ständerat möchte der Selbstregulierung also auch im Bereich der öffentlichen Kaufangebote Raum geben. Er schafft damit wesentliche Voraussetzungen für eine marktnähere, flexiblere Konkretisierung der gesetzlichen Rahmenordnung und für eine professionelle Handhabung der Take-over-Bestimmungen in der Schweiz. Wie kommt die Ständeratsvariante mit den Gefahren der Selbstregulierung zu Rande?

Indem ein staatliches Organ die Mitglieder der Übernahmekommission ernennt (und damit auch abberufen kann), dürfte Gewähr dafür bestehen, dass die interessierten Kreise in ausgewogener Weise an der Selbstregulierung beteiligt werden. Richtig scheint mir, dass die Übernahmekommission von der Aufsichtsbehörde – nicht vom Bundesrat – bestellt wird. Fachliche dürften gegenüber politischen Selektionskriterien so ein stärkeres Gewicht erhalten. Auch die Ausführungsbestimmungen zur Übernahmeordnung, die das brisante Spannungsfeld zwischen Zielgesellschaft, Anbieter und Inhabern von Beteiligungspapieren näher abstecken, sind ein Thema von solchem öffentlichen Interesse, dass sie nicht zu privater Verwaltung freigegeben werden können. Mit der Genehmigung durch die Aufsichtsbehörde dürfte sichergestellt sein, dass die Ausführungsbestimmungen der Übernahmekommission sich im gesetzlichen Rahmen halten, zielkonform und verhältnismässig sind. Die Entscheide der Aufsichtsbehörde im Bereich der öffentlichen Kaufangebote sollen, was in diesem Zusammenhang erwähnenswert ist, einer Rechtskontrolle durch eine eidg. Rekurskommission unterliegen (Art. 37 BEHG).

In die Rechtskontrolle eingeschlossen sind die Verfügungen der Aufsichtsbehörde, mit welchen den Empfehlungen der Übernahmekommission

gegenüber den Beteiligten Nachachtung verschafft werden soll (Art. 22bis Abs. 4 BEHG). In den Fällen, da die Empfehlungen der Übernahmekommission noch zu Verfügungen gemäss Verwaltungsverfahrensgesetz⁶ umgestaltet werden müssen, dürfte die Durchsetzung der Übernahmeregeln freilich recht schwerfällig werden. Die Schaffung einer Übernahmekommission vermag deshalb weit mehr durch Normsetzungseffizienz als durch Vollzugseffizienz zu überzeugen.

Aus dem Gesetzestext geht leider nicht hervor, wie die Öffentlichkeit Einblick in die Tätigkeit der Übernahmekommission erhalten soll. Insgesamt scheint mir die ständerätliche Version der Übernahmeregelung indes die relevanten Verfahrens- und Rechtsschutzaspekte zu berücksichtigen.

4. Fazit

Kehren wir zur eingangs gestellten Frage zurück: Können sich staatliche Regulierung und Selbstregulierung harmonisch ergänzen zu einer marktnahen, flexiblen und wettbewerbsneutralen Ordnung, welche demokratisch einwandfrei legiti-

miert ist und die verfassungsmässigen Grundrechte beachtet? Ich denke, der heute erreichte Stand der Gesetzgebungsarbeiten zu einem schweizerischen Börsenrecht zeigt, dass die Frage grundsätzlich bejaht werden darf. Privatautonomie also nicht als Alternative *zum*, sondern als solche *im* öffentlichen Recht!

Die Verteilung der Regelungslast auf öffentliche und private Funktionsträger eröffnet neue Perspektiven, gerade für die vom Wandel stark geprägten Finanzmärkte. Die vertrauensbildende Klarheit der rechtlichen Grundlage und die Vorausehbarkeit künftiger Eingriffe in die Freiheit der Wirtschaftssubjekte ist das eine, die konsequent anleger- und funktionsschutzbezogene Konkretisierung das andere Element, auf dem eine erfolgreiche Ordnung des Wertpapierhandels aufzubauen hat. Gelingt es, beide Grundsteine in Bälde zu legen, dürfte dies die internationale Attraktivität des Wertpapierhandelsplatzes Schweiz nachhaltig erhöhen.

⁶ Vgl. Art. 5, 34, 35 Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968.

Geldpolitik mit formellen Inflationszielen: eine Übersicht

Andreas M. Fischer und Mathias Zurlinden*

1. Einleitung

Es ist heute unbestritten, dass Notenbanken sich darauf konzentrieren sollten, Preisstabilität zu erreichen und zu bewahren. Zwar steht die Notenbank kurzfristig vor einem Dilemma zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation. Langfristig jedoch bestimmt die Geldpolitik allein die Inflation, während die Beschäftigung davon unbeeinflusst bleibt. Diese Auffassung einer langfristig vertikalen Phillips-Kurve rückt die Preisstabilität ins Zentrum der Geldpolitik.

Trotz guter Gründe, die für Preisstabilität als Ziel der Geldpolitik sprechen, sind Phasen mit stabilen Preisen selten.¹ Seit dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods sind die Länder zwar grundsätzlich frei, ihre Geldpolitik auf das Erreichen der Preisstabilität im eigenen Land auszurichten. Gleichwohl waren die siebziger und achtziger Jahre weltweit durch hohe und stark schwankende Inflationsraten gekennzeichnet. Die Gründe dafür liegen nicht allein in den beiden Erdölpreisschocks von 1973 und 1978, sondern auch in mangelnder geldpolitischer Disziplin und manchmal auch in Misserfolgen mit Geldmengen- und Wechselkurszielen.

Diese Erfahrungen haben in den letzten Jahren einige Länder dazu bewogen, formelle Inflationsziele anzukündigen, wobei die mittelfristigen Ziele regelmässig auf eine Teuerungsrate nahe bei Null lauten. Kanada und Neuseeland begannen damit im Februar 1991. Grossbritannien folgte im Oktober 1992, Schweden im Januar 1993 und Finnland im Februar 1993. Die Debatte um Inflationsziele findet aber auch in den Vereinigten Staaten statt. Eine vom Abgeordneten Neal eingebrachte Resolution will die Notenbank zum Erreichen von Preisstabilität innert fünf Jahren verpflichten. Die Op-

position im australischen Parlament fordert ebenfalls die Festlegung von Inflationszielen.

Formelle Inflationsziele gehen in zwei Richtungen. Einerseits soll die Geldpolitik eine klare Vorgabe erhalten, an der ihre Resultate inskünftig gemessen werden. Andererseits soll den Märkten ein Anhaltspunkt für die zu erwartende Teuerung gegeben werden. Die Erfahrung zeigt allerdings, dass die Ankündigung eines Ziels oft nicht genügt, um verlorenes Vertrauen in die Geldpolitik der Notenbank zurückzugewinnen. Namentlich Neuseeland ist deshalb einen Schritt weiter gegangen und hat versucht, den institutionellen Rahmen der Geldpolitik so zu verändern, dass sich seine Notenbank glaubwürdiger als bisher zum Erreichen der Preisstabilität verpflichten kann.

Dieser Beitrag diskutiert die Frage von formellen Inflationszielen in der Geldpolitik. Die Diskussion ist in drei Teile gegliedert. Der erste Teil behandelt die Gründe, die verschiedene Länder dazu veranlasst haben, ein Inflationsziel festzulegen. Der zweite Teil beschäftigt sich mit einer Reihe von Fragen, die sich bei der Festlegung eines Inflationsziels stellen, darunter insbesondere der Definition von Preisstabilität. Der dritte Teil diskutiert Inflationsziele in einem schweizerischen Kontext.

2. Auf der Suche nach einem neuen Anker

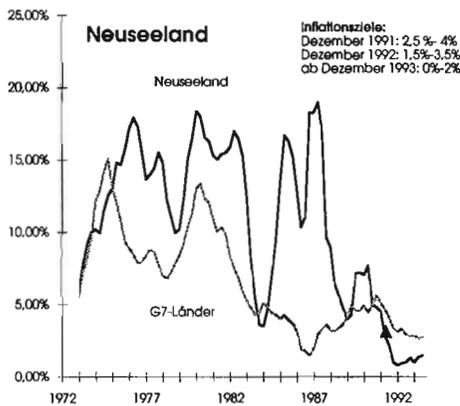
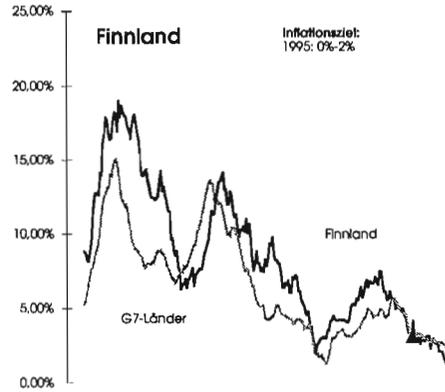
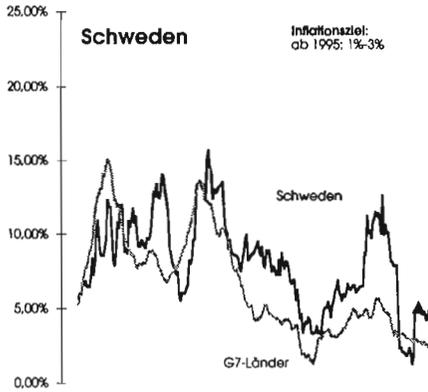
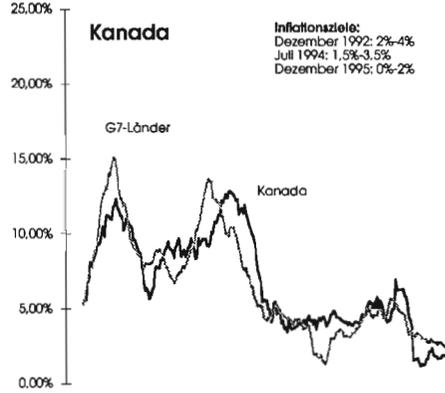
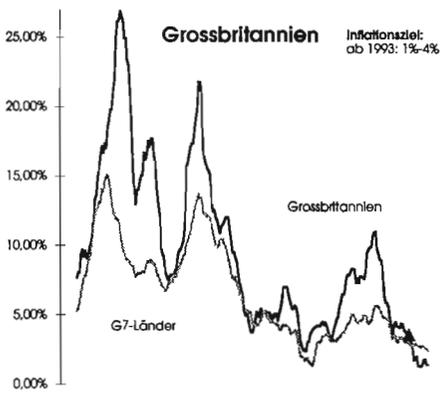
Geldpolitische Misserfolge

Der Hauptgrund, der die fünf Länder – Grossbritannien, Kanada, Schweden, Finnland und Neuseeland – Anfang der neunziger Jahre dazu bewog, Inflationsziele festzulegen, liegt im Misserfolg, den sie zuvor mit Zwischenzielen für die

* Ressort Volkswirtschaftliche Studien der Schweizerischen Nationalbank

¹ Siehe Lebow, Stockton und Roberts (1991) für eine Darstellung der längerfristigen Preisentwicklung in den Ländern der G-7, d.h. in den Vereinigten Staaten, Japan, Deutschland, Frankreich, Italien, Grossbritannien und Kanada.

Grafik 1: Inflationsraten und Inflationsziele



Quelle: OECD, Main Economic Indicators, Monatsdaten, ausser für Neuseeland (Quartalsdaten).
 ▲ : Datum der Festlegung des ersten Inflationszieles

Geldmenge und den Wechselkurs erlitten hatten. In Grossbritannien brach der Zusammenhang zwischen der Geldmenge M_3 und dem nominellen Volkseinkommen schon wenige Jahre nach der Festlegung des ersten Geldmengenziels für M_3 im Jahre 1976 zusammen. Die britischen Währungsbehörden wandten sich darauf verstärkt der monetären Basis zu und orientierten sich später mehr und mehr am Wechselkurs. Ähnlich wie in Kanada, das bereits 1982 wieder aufgehört hatte, Geldmengenziele festzulegen, waren vor allem Finanzmarktinnovationen für die Instabilität der Geldnachfrage verantwortlich.

Die Orientierung der Geldpolitik am Wechselkurs brachte keine dauerhafte Stabilität. Der Wechselkurs hat deshalb in Neuseeland und Kanada seit Mitte der achtziger Jahre wieder eine kleinere Rolle gespielt. Grossbritannien, das 1990 dem Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) beigetreten war, gab den Wechselkurs des Pfundes unter dem Druck massiver spekulativer Attacken im September 1992 wieder frei. Finnland und Schweden, die sich während vieler Jahre an Wechselkurszielen orientiert und ihre Währungen ab April 1991 einseitig an den ECU gebunden hatten, sahen sich im Herbst 1992 zum gleichen Schritt veranlasst.

Die geldpolitischen Schwierigkeiten der fünf Länder widerspiegeln sich auch in der Inflationsentwicklung. Grafik 1 zeigt für Grossbritannien, Kanada, Schweden, Finnland und Neuseeland die Inflationsraten über den Zeitraum 1973–1993. Zum Vergleich werden die Inflationsraten für den Durchschnitt der Länder der G-7 und die Schweiz angegeben. Demnach lag die Inflation in den fünf Ländern deutlich höher als in der Schweiz und in vier der fünf Länder (Ausnahme Kanada) auch eindeutig höher als im Durchschnitt der G-7. Weiter wird deutlich, dass die zwei Länder mit den höchsten Inflationsraten, nämlich Grossbritannien und Neuseeland, massive Inflationsschwankungen aufwiesen. Diese Schwankungen dürften die Erwartungsbildung der Haushalte und Unternehmen erschwert und die Inflationkosten erhöht haben.

Aus der gleichen Grafik kann der Verlauf der Teuerung seit Festlegung der Inflationsziele entnommen werden. Ausser Schweden verzeichneten

alle Länder mit Inflationszielen einen deutlichen Rückgang der Teuerungsraten. Allerdings ging die Inflation unter dem Druck der weltweiten Rezession im gleichen Zeitraum auch in den meisten übrigen Industrieländern zurück. Ein schlüssiges Urteil darüber, welchen Beitrag die Inflationsziele zum Rückgang der Teuerung in Grossbritannien, Kanada, Finnland und Neuseeland geleistet haben, ist deshalb nicht möglich. Dennoch werden die Inflationszielprogramme in den beiden Ländern, welche die längsten Erfahrungen damit gesammelt haben, nämlich Kanada und Neuseeland, als Erfolg betrachtet. Beide Länder haben ihre ersten Inflationsziele, die sich auf das Jahr 1992 bezogen, erreicht. In Grossbritannien liegt die Inflationsrate innerhalb des Zielbereichs, der für den Zeitraum bis zum Ende der laufenden Legislaturperiode des Parlaments festgelegt wurde. Dagegen betreffen die ersten Inflationsziele Schwedens und Finnlands das Jahr 1995, so dass zu diesen zwei Ländern noch nicht viel gesagt werden kann.

Senkung der Inflationserwartungen als Ziel

Notenbanken, die eine restriktive Geldpolitik zur Bekämpfung der Inflation einleiten, möchten ihr Ziel im allgemeinen mit einer möglichst geringen Produktionseinbusse erreichen. Ob dies gelingt, hängt unter anderem davon ab, ob die Geldpolitik von den Märkten als glaubwürdig eingeschätzt wird. Falls die Märkte Vertrauen in die Inflationbekämpfung der Notenbank haben, werden die Inflationserwartungen rasch zurückgehen und die Produktionseinbusse wird klein sein. Umgekehrt wird der Produktionsverlust gross ausfallen, wenn die Märkte nicht davon überzeugt sind, dass die Notenbank die angekündigte restriktive Politik lange durchhält. Die Löhne und Zinssätze widerspiegeln in diesem Falle weiterhin hohe Inflationserwartungen, so dass die realisierten Reallohne und Realzinsen kräftiger steigen und die Produktion stärker unter Druck gerät als bei einer Inflationbekämpfungspolitik, die von den Märkten als glaubwürdig eingeschätzt wird. Die Notenbank hat somit ein Interesse daran, dass ihre Geldpolitik auf Vertrauen stösst.

Das Misstrauen der Märkte resultiert aus der generellen Erfahrung, dass die Notenbanken neben

der Preisstabilität oft noch andere Ziele verfolgen. Darunter fallen die Glättung von Konjunkturschwankungen, die Stabilisierung der Finanzmärkte und des Bankensektors und manchmal auch die Finanzierung des Staatshaushaltsdefizites. In der heutigen Zeit dürfte der kurzfristige Zielkonflikt zwischen Inflationsbekämpfung und Bekämpfung der Arbeitslosigkeit die Hauptquelle des Glaubwürdigkeitsproblems der Notenbanken bilden. Es ist zwar bekannt, dass eine Notenbank die Beschäftigung nicht dauerhaft stimulieren kann. Eine lockere Geldpolitik verursacht längerfristig nur Kosten in Form hoher Inflation und bringt keine bleibenden Produktions- und Beschäftigungsgewinne. Die Notenbank hat deshalb einen guten Grund zur Ankündigung, sie wolle sich inskünftig am Ziel der Preisstabilität orientieren. Allein, sie hat später auch einen Anreiz, sich über diese Ankündigung hinwegzusetzen, die Märkte zu düpiieren und die Beschäftigung durch eine *überraschende* Lockerung der Geldpolitik kurzfristig zu stimulieren. Die Märkte rechnen mit dieser Möglichkeit (oder schliessen sie zumindest nicht aus) und erwarten deshalb tendenziell steigende Preise.²

Wie können sich Notenbanken unter diesen Umständen glaubwürdig zu einer auf Preisstabilität ausgerichteten Politik verpflichten? Es ist klar, dass nur wenige Verpflichtungen wirklich unumstösslich sind. Daher geht es vor allem darum, Vorkehrungen zu treffen, welche das Missachten geldpolitischer Verpflichtungen erschweren. Persson und Tabellini (1993) haben zwei Wege unterschieden. Der erste geht über die Schaffung einer unabhängigen Notenbank. Diese erhält per Gesetz die Kontrolle über die geldpolitischen Instrumente. Ausserdem wird ihr das Mandat gegeben, ihre Politik auf das Erreichen der Preisstabilität auszurichten. Das beste Beispiel für dieses Modell ist die Deutsche Bundesbank. Der zweite Weg führt über den Erlass eines formellen Inflationsziels, das durch einen Kontrakt abgesichert ist. Die der Notenbank übergeordnete Exekutive (oder Legislative) legt ein formelles Nullinflationsziel fest. Die Notenbank ist gegenüber der übergeordneten Institution explizit für Erfolg oder Misserfolg beim Erreichen dieses Ziels verantwortlich.

Keines der fünf Länder, die in den letzten Jahren Inflationsziele eingeführt haben, verfügt über eine

unabhängige Notenbank im Sinne der Deutschen Bundesbank. Wir beschäftigen uns deshalb im nächsten Abschnitt nur mit dem zuletzt beschriebenen Modell eines optimalen Kontrakts, für das Neuseeland das beste Beispiel ist. Auf die Unabhängigkeit der Notenbank wird weiter unten im Zusammenhang mit der schweizerischen Geldpolitik zurückzukommen sein.

Optimale Kontrakte: der neuseeländische Ansatz

Walsh (1993) und Persson und Tabellini (1993) haben das Verhältnis zwischen der Notenbank und der übergeordneten Exekutive (oder Legislative) als das zwischen Auftraggeber und Agent beschrieben. Der Auftraggeber möchte zwar, dass der Agent sich für seine Interessen ins Zeug legt, doch kann er den Einsatz des Agenten nicht genau kontrollieren. Deshalb schafft er Anreize für den Agenten, damit sich dessen Interessen mit den eigenen decken.

Auf die Situation der Notenbank übertragen heisst dies, dass die Exekutive einerseits wünscht, dass die Notenbank flexibel und sachgerecht auf unvorhergesehene Ereignisse (Schocks) reagiert. Andererseits möchte sie aber auch, dass das Ziel der Preisstabilität darob nicht in den Hintergrund gerät. Die Lösung liegt in einem Vertrag zwischen Exekutive und Notenbank, der ein explizites Inflationsziel nennt und damit deutlich macht, an welchem Massstab der Erfolg der Geldpolitik gemessen wird. Um diesem Ziel Nachdruck zu verleihen, werden ausserdem Sanktionen für den Fall vorgesehen, dass die Notenbank ihr Ziel verfehlt (bzw. Prämien für den Fall, dass sie ihr Ziel trifft). Das Glaubwürdigkeitsproblem einer Notenbank, die sich am Ziel der Preisstabilität orientieren will, wird damit durch einen einfachen Vertrag geregelt, welcher der Notenbank eine Strafe für Inflation auferlegt.

² Eine grosse Zahl von zumeist theoretischen Aufsätzen hat dieses Problem der dynamischen Inkonsistenz einer optimalen Geldpolitik behandelt. Kydland und Prescott (1977) und Barro und Gordon (1983) sind zwei wichtige frühe Beiträge. Peytrignet (1993) gibt eine kurze Einführung in die Literatur.

In der Praxis ist Neuseeland diesem kontrakttheoretischen Ansatz am klarsten gefolgt. Das Gesetz von 1989, das die Tätigkeit der Notenbank regelt, bezeichnet Preisstabilität als ein Hauptziel der Bank und verlangt die Festlegung von Inflationszielen. Diese Inflationsziele müssen in einer publizierten Vereinbarung zwischen dem Gouverneur der Notenbank und dem Finanzminister festgehalten werden. Die Verantwortlichkeit ist getrennt: Die Bank ist für den Einsatz der geldpolitischen Instrumente allein verantwortlich, während die Regierung die Verantwortung darüber behält, das Ziel der Preisstabilität und andere volkswirtschaftliche Ziele gegeneinander abzuwägen. Änderungen der in der Vereinbarung festgelegten Ziele bedürfen der Zustimmung des Parlaments, was unbemerkte Zielanpassungen verhindern und eine gewisse Transparenz garantieren sollte. Die Notenbank muss ihre geldpolitischen Absichten halbjährlich veröffentlichen und bei signifikanten Schocks, die zu Abweichungen vom Ziel führen dürften, ihre Position vor dem Parlament verteidigen. Der Gouverneur ist für das Erreichen des Inflationsziels verantwortlich; er kann entlassen werden, falls er das Inflationsziel verfehlt. Ein weiterer Anreiz für die Notenbank, die Inflationsziele ernst zu nehmen, ergibt sich daraus, dass die der Bank zur Verfügung stehenden finanziellen Mittel als nominelle Grössen für einen Zeitraum von vier Jahren fixiert werden.

In den anderen vier Ländern, die Inflationsziele festgelegt haben, sind keine Sanktionen für Zielabweichungen vorgesehen. Die Ziele wurden auch nicht formell zwischen Regierung und Notenbank vereinbart. In Kanada schlug die Notenbank die Inflationsziele vor, und die Regierung stimmte zu. Demgegenüber wurde das Inflationsziel in Grossbritannien zusammen mit dem Auftrag an die Bank von England, die Situation vierteljährlich zu evaluieren und die Resultate in einem Inflationsbericht zu veröffentlichen, von der Regierung angekündigt. Im Unterschied zu Neuseeland wurden in den übrigen vier Ländern auch keine Schritte unternommen, die Notenbanken von den Regierungen unabhängiger zu machen. Zwar schlug die kanadische Regierung dem Parlament eine Gesetzesänderung vor, welche die Preisstabilität als Hauptziel der Bank von Kanada verankert hätte, doch wurde dieser Vorschlag vom Parlament abgelehnt.

3. Definition der Preisstabilität

Preisniveaustabilität versus Nullinflation

Die beiden Begriffe Preisniveauziel und Nullinflationsziel werden häufig als Synonyme verwendet. Solange die Ziele nahtlos erreicht werden, ist dies berechtigt: Ein konstantes Preisniveau impliziert Nullinflation und umgekehrt. Die Unterschiede beginnen jedoch dann, wenn die Ziele einmal nicht erreicht werden. Angenommen, die Preise steigen in der ersten Periode, so dass die Inflationsrate in dieser Periode positiv ist. Unter einem Preisniveauziel ist die Notenbank verpflichtet, das Preisniveau anschliessend wieder auf das ursprüngliche Niveau zu drücken. Unter einem Nullinflationsziel reicht es demgegenüber, das Preisniveau auf dem neuen Stand zu stabilisieren. Ein Preisniveauziel und ein Nullinflationsziel sind damit zwei verschiedene Konzepte.

Welches der beiden Ziele ist vorzuziehen? Ist es mit anderen Worten wichtiger, dass das Preisniveau in 30 oder 50 Jahren möglichst nahe beim heutigen liegt oder dass die Veränderungen des Preisniveaus von Jahr zu Jahr möglichst klein ausfallen? Die Antwort hängt davon ab, ob die Kosten der Inflation vor allem mit der Unsicherheit über das Preisniveau oder mit der Unsicherheit über die (nahe bei Null liegende) Inflationsrate verknüpft sind. Unsicherheit führt zu Informationskosten und damit zu einer Fehlallokation von Ressourcen. Im ersten Fall ist deshalb ein Preisniveauziel, im zweiten Fall ein Inflationsziel zu bevorzugen.

Gavin und Stockman (1991) haben allerdings anhand eines theoretischen Beispiels gezeigt, dass die Varianz der Inflationsrate unter einem Preisniveauziel mitunter kleiner ist als unter einem Nullinflationsziel. Die Autoren nehmen an, dass die Notenbank eine höhere Inflationsneigung hat als wohlstandsoptimal wäre, die Sanktionen für Zielabweichungen milde sind und die Inflationsrate von der Geldpolitik nicht genau kontrolliert werden kann. Unter einem Preisniveauziel weiss die Notenbank, dass sie die Inflation aus der ersten Periode später wieder kompensieren muss. Dies vermindert den Anreiz, in der ersten Periode eine inflationäre Geldpolitik zu betreiben. Die Notenbank verzichtet deshalb darauf, die Geldpolitik

im Hinblick auf kurzfristige Beschäftigungserfolge zu lockern, und erzielt damit unter einem Preisniveaueziel eine niedrigere Inflationsrate, als dies unter einem Nullinflationsziel der Fall wäre.

Das Problem der Wahl zwischen Nullinflationsziel und Preisniveaueziel wird weiter dadurch kompliziert, dass die Geldpolitik nicht nur an möglichst geringen Schwankungen des Preisniveaus (bzw. der Inflationsrate) interessiert ist. Auch die Schwankungen anderer Variablen, namentlich der Produktion und der Beschäftigung, sollten möglichst klein sein.³ Die Varianz des Preisniveaus muss damit gegen die Varianz der Produktion abgewogen werden. Da ein Nullinflationsziel mit einer akkommodierenden Geldpolitik besser zu vereinbaren ist als ein Preisniveaueziel, dürfte die Varianz der Produktion unter einem Inflationsziel kleiner sein. Im Anschluss an einen Preisschock – einen starken Anstieg des Erdölpreises beispielsweise – muss die Inflation unter einem Nullinflationsziel bloss wieder auf Null gesenkt werden, während ein Preisniveaueziel eine Phase negativer Inflationsraten (Deflation) verlangt. Dies ist in einer Welt mit starren Preisen nur im Zuge einer verlängerten Rezession möglich.

Um sich ein Gesamtbild zu machen, kann man die geldpolitischen Ziele (bzw. die entsprechenden geldpolitischen Regeln, die zeigen, wie die Geldpolitik auf eine Zielabweichung reagiert) in ein makroökonomisches Modell einfügen und das Modell mit stochastischen Schocks simulieren. Lebow, Stockton und Roberts (1991) sind diesen Weg mit einem einfachen Modell der Vereinigten Staaten gegangen. Ihre Simulationen mit Schocks, die in Grösse und Zusammensetzung den Residuen der Schätzgleichungen entsprechen, zeigen, dass die Varianz des Preisniveaus unter einer Preisniveauregel wie erwartet kleiner ist als unter einer Nullinflationsregel. Der Unterschied zwischen den beiden Varianzen ist allerdings klein. Dagegen ist die Varianz des Preisniveaus unter beiden Regeln deutlich geringer als unter einer dritten Regel, bei der die Notenbank die aktuelle Inflationsrate (gleichgültig auf welchem Niveau) zu stabilisieren versucht. In bezug auf die Stabilisierung der Produktion ergeben die Simulationen von Lebow, Stockton und Roberts nur geringe Unterschiede zwischen den drei Regeln. Der Grund liegt darin, dass die nominellen

Grössen im Modell relativ flexibel sind und rationale Erwartungen unterstellt werden.⁴ Insgesamt deuten die Ergebnisse dieser Studie somit darauf hin, dass es keinen grossen Unterschied macht, ob die Notenbank ein Nullinflationsziel oder ein Preisniveaueziel wählt. Aufgrund der deutlich geringeren Varianz des Preisniveaus sind jedoch beide Ziele einer Politik, die sich die Stabilisierung der Inflationsrate auf dem herrschenden Niveau zum Ziel setzt, vorzuziehen.

Wahl eines Preisindex

Mit Inflations- und Preisniveauezielen stellt sich die Frage, welcher Preisindex dem Ziel zugrunde gelegt werden soll. Die gebräuchlichsten Indizes sind der Konsumentenpreisindex (KPI) und der BSP-Deflator. Der KPI misst die Kosten eines festen Güterkorbes, während der in den BSP-Deflator eingehende Güterkorb von Jahr zu Jahr ändert und davon abhängt, welche Güter die Volkswirtschaft im jeweiligen Jahr produziert hat. Die verschiedenen Indizes entwickeln sich nicht deckungsgleich, sondern driften langfristig auseinander. Der Grund liegt darin, dass die relativen Preise sich verändern und die Warenkörbe nicht identisch sind. Unter einem Preisniveaueziel bringt die Stabilisierung der Konsumentenpreise somit nicht die Stabilisierung des BSP-Deflators und umgekehrt. Die Varianz des Index, der nicht stabilisiert wird, nimmt über die Zeit zu. Unter einem Inflationsziel verschwindet dieses Problem zwar, doch können sich in einzelnen Jahren deutliche Differenzen zwischen den gemessenen Inflationsraten ergeben.

Die Wahl des Preisindex wird meist unter praktischen Gesichtspunkten entschieden. Der KPI, der die Lebenshaltungskosten einer typischen Familie misst, gilt in der Öffentlichkeit als das Teuerungsbarometer schlechthin. Er hat darüber hinaus gegenüber den Preisindizes der Nationa-

³ Wir unterstellen hier ein Modell mit einer Phillips-Kurve, so dass die Wahl der geldpolitischen Regel eine Wirkung auf die Varianz der Produktion hat.

⁴ Man könnte allerdings argumentieren, dass das anspruchsvollere Preisniveaueziel weniger glaubwürdig ist als das Nullinflationsziel. Das Preisniveaueziel würde dann zu deutlich höheren Produktionsschwankungen führen und wäre insofern dem Nullinflationsziel unterlegen.

len Buchhaltung den Vorteil, dass er monatlich und nicht bloss quartalsweise publiziert wird. Seine Publikation erfolgt ausserdem mit einer geringeren zeitlichen Verzögerung, und die publizierten Werte werden nicht mehr revidiert.

Fällt die Wahl auf den KPI, stellt sich weiter die Frage, ob einzelne Güter aus dem Index ausgeklammert werden sollen. Mögliche Kandidaten für eine solche Bereinigung sind die Hypothekarzinsen und die indirekten Steuern sowie das Erdöl und gewisse Nahrungsmittel. Eine Straffung der Geldpolitik führt in der Regel zu einer Erhöhung der Hypothekarzinsen und damit zu einem kurzfristigen Anstieg der im KPI enthaltenen Wohnungskosten. Dies kann die Notenbank unter einem Inflations- oder Preisniveaueziel zu einer unnötigen weiteren Straffung der Geldpolitik veranlassen. Ein vergleichbar irreführendes Signal ergibt sich bei einer restriktiven Finanzpolitik. Eine Erhöhung der indirekten Steuern lässt den KPI kurzfristig ansteigen, was die Notenbank zu einer weiteren Verknappung des Geldangebots verleiten kann. Das Argument für die Ausklammerung des Erdöls und einzelner Nahrungsmittel basiert auf den starken Preisschwankungen, denen diese Güter unterworfen sind. Ihre Ausklammerung verspricht ein unverzerrteres Bild des Inflationstrends.

Ein auf diese Weise bereinigter Preisindex kann manchmal eine nützliche Rolle bei der Beurteilung einer Situation spielen. Davon abgesehen sollten jedoch grundsätzlich alle Güter im Index belassen werden. Die grundlegende Aufgabe des KPI ist es, die Kaufkraft des Geldes zu messen. Dafür ist es gleichgültig, aus welcher Quelle die Teuerung stammt.

Messfehler des KPI

Der KPI misst die Entwicklung der tatsächlichen Lebenshaltungskosten verzerrt. Dieser Messfehler entsteht, weil der dem Index zugrunde liegende Güterkorb und die Gewichte der einzelnen Güter nicht laufend an die tatsächliche Verbrauchsstruktur der Konsumenten angepasst werden. Diese Anpassung erfolgt nur in mehr oder weniger grossen zeitlichen Abständen im Zuge einer Indexreform. Der Messfehler wird in der Literatur auf vier Probleme zurückgeführt, die alle zu einer Überschätzung der Lebenshaltungskosten

führen (Gordon, 1991). Erstens erfasst der KPI neue Produkte nicht. Zweitens berücksichtigt er Qualitätsverbesserungen alter Produkte nicht. Drittens erfasst er die Verlagerung der Nachfrage vom traditionellen Detailhandel zu den Grossverteilern nicht. Viertens berücksichtigt er die Reaktion der Konsumenten auf Veränderungen der relativen Preise, d.h. die Substitution teurer Produkte durch billigere, nicht. Die Indexrevisionen bringen zwar eine Anpassung des Güterkorbes und der Gewichte der einzelnen Güter an die aktuelle Lage, jedoch keine Kompensation der Messfehler der Vergangenheit.

Verschiedene Studien aus dem angelsächsischen Raum haben versucht, diese Messfehler zu quantifizieren. Fortan (1990) schätzte, dass die Inflation in Kanada deswegen um 0,5 bis 1 Prozentpunkt pro Jahr zu hoch ausgewiesen wird. Gordon (1991) kalkulierte für die Vereinigten Staaten noch grössere Abweichungen, während Rae, Lloyd und Fung (1992) für Neuseeland einen Fehler von 0,5 Prozentpunkt errechneten. Für die Schweiz liegt keine vergleichbare Studie vor. Nimmt man aber an, dass die Fehler hierzulande in der gleichen Grössenordnung liegen, so können die ausländischen Schätzergebnisse für einzelne Warengruppen mit den Anteilen dieser Warengruppen im schweizerischen KPI gewichtet werden. Fischer (1993b) schätzt auf diesem Weg, dass der KPI in der Schweiz die wahre Teuerung um 0,9 Prozentpunkt zu hoch ausweist.

Aufgrund der Messfehler sollte das Ziel der Geldpolitik – sei es Nullinflation oder Preisniveaustabilität – nicht unbesehen am KPI gemessen werden. Ein unveränderter Indexstand impliziert nicht eine Stabilisierung, sondern einen Anstieg der Kaufkraft des Geldes am Konsumgütermarkt. Die meisten Notenbanken gehen deshalb davon aus, dass Preisstabilität mit einer niedrigen, positiven Inflationsrate zu vereinbaren ist.

Inflationsziele in der Praxis

Alle fünf Länder, die in den letzten Jahren Inflationsziele festgelegt haben, messen diese am KPI. Die Ziele werden dabei regelmässig als Zielbereiche und nicht als Punktziele definiert. Die Notenbanken berücksichtigen damit, dass sie die Inflation kurzfristig nicht kontrollieren können. Grund-

sätzlich sollte die Bandbreite durch die Struktur der Volkswirtschaft und die Grösse und Zusammensetzung der zu erwartenden Schocks bestimmt werden. Praktisch waren die Notenbanken um einen vernünftigen Kompromiss bemüht. Einerseits sollen die Bandbreiten nicht zu weit sein, um den Märkten zu signalisieren, dass es mit der Inflationsbekämpfung ernst gilt. Andererseits sollen sie aber auch nicht zu eng sein, damit eine angemessene Chance besteht, das Ziel auch tatsächlich zu erreichen.

Die mittelfristigen Inflationsziele belaufen sich in Kanada (per Ende 1995), Finnland (per 1995) und Neuseeland (ab Ende 1993) auf je 0–2%. Kanada und Neuseeland haben darüber hinaus kurzfristige Ziele und Richtlinien publiziert, die andeuten sollen, wie sich die Notenbank die allmähliche Reduktion der aktuellen Inflation bis zum mittelfristigen Ziel vorstellt (siehe Grafik 1). Schweden kündigte an, dass sich die Inflation ab 1995 in einem Bereich von 1–3% bewegen soll. Grossbritannien legte fest, dass die Inflation bis zum Ende der Legislaturperiode (spätestens 1997) in einem Bereich von 1–4% gehalten werden soll, wobei für die zweite Hälfte dieses Zeitraums ein Wert in der unteren Hälfte dieses Zielbereichs angestrebt wird.

In allen fünf Ländern sind die Inflationsziele bedingt, d.h. Zielabweichungen sind bei bestimmten signifikanten Preisschocks gestattet. Schweden und Finnland lassen eine Währungsabwertung als Grund für eine Zielabweichung zu.⁵ Kanada erlaubt Zielabweichungen nach einem Erdölpreisschock und einer Erhöhung der indirekten Steuern. Neuseeland und Grossbritannien billigen neben Erdölpreisschocks und Steueranpassungen auch Aussenhandelsschocks als möglichen Grund für eine Zielabweichung. Ein Problem ergibt sich daraus, dass jeweils nicht genau definiert wird, wann ein Schock als signifikant gilt. Dies erschwert die Zielkontrolle und relativiert den Stellenwert der Inflationsziele.

Eine Alternative würde darin bestehen, eine Bandbreite für einen mehrjährigen Inflationsdurchschnitt festzulegen. Der Hauptvorteil einer solchen Strategie liegt darin, dass sich ein markanter, einzelner Schock nicht zwangsläufig in einer Abweichung vom Zielband niederschlägt. Liegt der Inflationsdurchschnitt dennoch ausserhalb

des Ziels, kann es dafür längere Zeit dauern, bis das Ziel wieder erreicht ist. Rae, Lloyd und Fung (1992) schlagen deshalb ein Ziel vor, das der Inflation aus früheren Jahren bei der Berechnung des mehrjährigen Durchschnitts ein geringeres Gewicht zuordnet als der Inflationsrate des laufenden Jahres.

4. Ein Inflationsziel für die Schweiz?

Die Schweizerische Nationalbank betrachtet die Preisstabilität als Hauptziel ihrer Geldpolitik. Dieses Ziel wird in der Regel mit einer Inflationsrate «von 0–1%» oder «nahe bei Null» umschrieben, womit dem Messfehler des KPI Rechnung getragen wird. Im Unterschied zu Grossbritannien, Kanada, Schweden, Finnland und Neuseeland fixiert die Nationalbank jedoch kein explizites Inflationsziel. Statt dessen hat sie seit 1975 fast regelmässig ein Geldmengenziel veröffentlicht. Gleichzeitig hat sie jeweils betont, dass sie vom Geldmengenziel abweichen werde, falls extreme Umstände, namentlich starke Wechselkursbewegungen, dies als angezeigt erscheinen lassen.⁶

Inflationsausweis

Verschiedene Länder entschieden sich für Inflationsziele, weil ihre frühere Geldpolitik gescheitert war. Die Inflationsraten hatten über längere Zeiträume so hoch gelegen, dass die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik Schaden genommen hatte. Geldmengen- und Wechselkursziele hatten – wie schon erwähnt – nicht die erhofften Resultate gebracht, und die Währungsbehörden sahen sich deshalb gezwungen, die Geldpolitik auf eine neue Grundlage zu stellen. Im Unterschied zu diesen Ländern war die Inflation in der Schweiz auch unter flexiblen Wechselkursen mässig geblieben. Die schweizerische Inflationsrate betrug seit 1975 durchschnittlich 3½% pro Jahr. Sie lag damit zwar über dem von der Nationalbank angestrebten Wert, im internationalen Vergleich indessen auf einem tiefen Niveau.

⁵ Schweden und Finnland klammern ausserdem die Wohnungskosten und die indirekten Steuern aus dem KPI aus.

⁶ Siehe Rich (1992) für eine umfassende Diskussion der schweizerischen Geldpolitik.

Es gibt gute Gründe, ein geldpolitisches Regime über einen längeren Zeitraum unverändert zu lassen und nicht bei jeder kleineren Zielverfehlung die Strategie zu wechseln. Zum einen lassen sich die Glaubwürdigkeitsgewinne einer regelgebundenen Geldpolitik nur dann ernten, wenn die Regel nicht wiederholt geändert wird. Zum anderen ist die Wirtschaft eines Landes einer Vielzahl von verschiedenen Schocks ausgesetzt. Es wäre vermessen zu erwarten, dass eine bestimmte Regel in jedem Einzelfall die – im nachhinein betrachtet – beste Lösung bietet. Ein Regime kann seine Überlegenheit gegenüber Alternativen nur über einen längeren Zeitraum, d.h. am besten über mehrere Konjunkturzyklen hinweg, unter Beweis stellen.

Geldmengenziele versus Inflationsziele

Die Bestimmung eines Inflationsziels lässt offen, wie dieses Ziel erreicht werden soll. In der Praxis orientieren sich alle fünf Länder, die bisher ein Inflationsziel festgelegt haben, an einer grossen Zahl von Indikatoren.⁷ Ein Nachteil dieser Strategie besteht darin, dass die Märkte nicht genau wissen, wie die Notenbank die verschiedenen Indikatoren gewichtet und wie sie die Lage einschätzt (Fischer und Orr, 1994). Grossbritannien und Neuseeland haben versucht, dieses Problem zu mildern, indem sie ihre Notenbanken verpflichteten, die Situation regelmässig zu evaluieren und die Resultate zu publizieren.

Geldmengenziele haben gegenüber Inflationszielen einige weitere Vorteile, die dazu führen, dass Inflationsziele in der Regel bloss als letzte Alternative, wenn der Zusammenhang zwischen Geldmenge und nominellem Volkseinkommen sich stark gelockert hat, gewählt werden. Der wichtigste Vorzug von Geldmengenzielen liegt darin, dass sie besser kontrolliert werden können als Inflationsziele. Die Instrumente einer Notenbank wirken relativ rasch auf die Geldmenge, während die Wirkung auf die Preise zwei bis drei Jahre benötigt. Damit läuft die Geldpolitik unter einem Inflationsziel Gefahr, dass sie sich bei der Dosierung des Instrumenteneinsatzes täuscht und damit die Wirtschaft destabilisiert. Diese Gefahr ist um so grösser, als unsere Kenntnisse über den dynamischen Preisbildungsprozess gering sind.

Eine Politik, die sich an Inflationszielen orientiert, stellt, zweitens, meistens stärker auf Prognosen ab als eine Politik, die sich an Geldmengenzielen orientiert. Unter einem Inflationsziel macht sich die Notenbank ein Bild über die Inflation in zwei bis drei Jahren. Liegt die prognostizierte Inflation über dem Ziel, wird die Geldversorgung gedrosselt. Liegt sie dagegen unter dem Ziel, wird die Geldpolitik gelockert. Angesichts der schlechten Qualität der meisten Inflationsprognosen, besteht die Gefahr, dass die Geldpolitik der Notenbank die Wirtschaft eher destabilisiert als stabilisiert.⁸

Geldmengenziele lenken, drittens, die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit auf die monetären Ursachen der Inflation und auf die zeitliche Differenz zwischen dem Einsatz der geldpolitischen Instrumente und ihren Wirkungen auf die Preise. Geldmengenziele liefern damit einen soliden Rahmen für die geldpolitische Diskussion und die Information der Öffentlichkeit. Gleichzeitig verhindern sie, dass die Geldmenge bloss als ein Indikator unter vielen betrachtet wird.

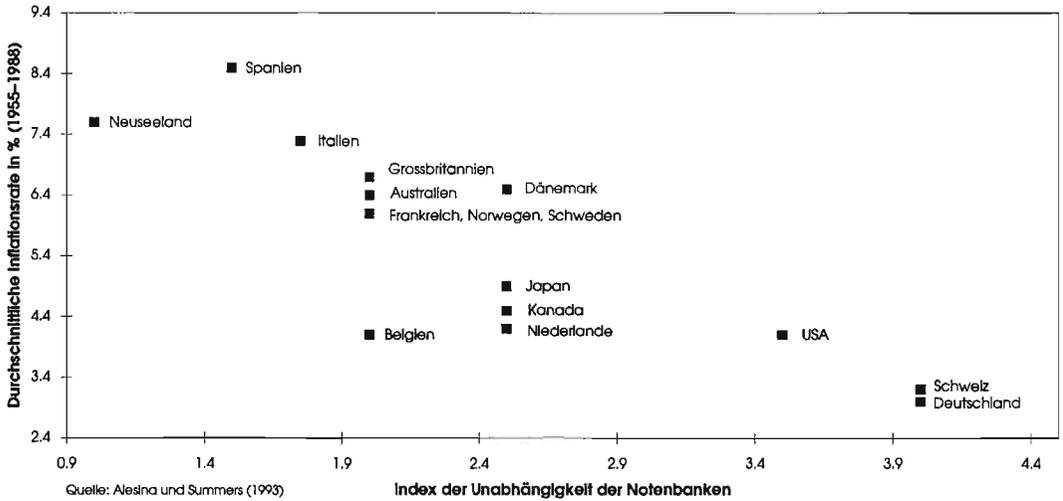
Unabhängigkeit und Reputation als Mittel zur Lösung des Glaubwürdigkeitsproblems

Die Grundlage der schweizerischen Geldpolitik ist die Unabhängigkeit der Nationalbank gegenüber der Regierung und das Mandat, Preisstabilität zu erreichen und zu bewahren. Dieses Mandat ergibt sich informell aus dem bemerkenswerten Konsens, der in der schweizerischen Bevölkerung darüber herrscht, dass sich die Geldpolitik auf die Inflationsbekämpfung konzentrieren sollte (Rich, 1992). Der in der Schweiz verfolgte Ansatz, das Glaubwürdigkeitsproblem der Notenbank zu lösen, ist damit grundsätzlich derselbe wie in Deutschland und (weniger ausgeprägt) in den Vereinigten Staaten: Der Gesetzgeber delegiert die Verantwortlichkeit für die Geldpolitik an eine unabhängige Notenbank. Dieses Modell unterschei-

⁷ Siehe Fischer (1993a) über Kanada und Neuseeland.

⁸ Siehe Meltzer (1987) für eine Kritik an Regeln, die auf Prognosen von Wirtschaftsdaten basieren. Natürlich wäre es auch möglich, ein Inflationsziel zu verfolgen und dabei nur auf realisierte Preise abzustellen. In der Praxis orientieren sich jedoch alle Notenbanken, die Inflationsziele festgelegt haben, an Preisprognosen.

Grafik 2 : Unabhängigkeit der Notenbank und Inflation



det sich wie gezeigt vom kontrakttheoretischen Ansatz, für den Neuseeland das beste Beispiel ist.

Der Zusammenhang zwischen dem Grad der Unabhängigkeit der Notenbank und der Inflation ist empirisch gut bestätigt. Eine Reihe von Studien zeigt, dass Länder, deren Notenbanken von der Regierung unabhängig sind, im allgemeinen eine tiefere Inflation aufweisen, ohne gleichzeitig unter einem tieferen oder stärker schwankenden Wirtschaftswachstum zu leiden. Grafik 2 zeigt die negative Korrelation zwischen Inflation und der in Indexform ausgedrückten Unabhängigkeit der Notenbanken von 16 Industrieländern aus der Studie von Alesina und Summers (1993).⁹ Die Grafik macht weiter deutlich, dass die Schweizerische Nationalbank und die Deutsche Bundesbank als die beiden unabhängigesten Notenbanken betrachtet werden. Auf der anderen Seite des Spektrums figuriert Neuseeland, dessen Notenbank, basierend auf der Ordnung, die vor der Revision des Notenbankgesetzes von 1989 herrschte, als die abhängigste unter den 16 Notenbanken eingestuft wird. Eine plausible Erklärung für den Zusammenhang zwischen Unabhängigkeit der Notenbank und Inflation lautet, dass unabhängige Notenbanken dem politischen Druck, Zinssen-

kungen herbeizuführen, weniger stark ausgesetzt sind bzw. diesem Druck besser widerstehen können als Notenbanken, die der Regierung unterstellt sind.

Sind institutionelle Reformen wie die Erhöhung der Unabhängigkeit der Notenbank oder ein optimaler Vertrag nach neuseeländischem Muster ein sicheres Mittel, die Glaubwürdigkeit der Notenbank zu erhöhen und die Inflationserwartungen zu senken? Einige Zweifel sind unvermeidlich. Bestimmt wird es einem Land mit galoppierender Inflation und massiven Staatshaushaltsdefiziten auch dann Schwierigkeiten bereiten, das Vertrauen der Märkte zurückzugewinnen, wenn es seine Notenbank formell unabhängig macht.¹⁰ Aber auch unter günstigeren Umständen wird sich verlorene Glaubwürdigkeit kaum rasch zurückgewinnen lassen. Die Märkte sind gewöhnlich unsicher über die Standfestigkeit der Notenbank. Sie machen sich ihr Bild aufgrund der Resultate der Geldpolitik und passen ihre Erwartungen entspre-

⁹ Siehe auch die Kapitel 18–23 in Cukierman (1992) für eine umfassendere Studie.

¹⁰ Siehe beispielsweise Sargent und Wallace (1981).

chend an. Die Reputation der Notenbank verändert sich somit nur schrittweise im Laufe der Zeit. Eine gute Reputation setzt in der Regel den während vieler Jahre erbrachten Beweis voraus, dass die Notenbank ihre geldpolitischen Ziele ernst nimmt und die Inflation mit Nachdruck bekämpft.¹¹

Reputation kann damit auch als Substitut für institutionelle Änderungen zur Verbesserung der geldpolitischen Glaubwürdigkeit betrachtet werden. Mit steigender Reputation erhält die Notenbank einen gewissen Spielraum, den sie zur Glättung von Schwankungen der Zinssätze und der Produktion einsetzen kann. Solange die Märkte aufgrund der Reputation der Notenbank daran glauben, dass diese die langfristige Preisstabilität nicht aus den Augen verliert, werden solche geldpolitischen Manöver keinen Anstieg der Inflationserwartungen auslösen. So wick die Schweizerische Nationalbank in der Vergangenheit wiederholt von ihrem Geldmengenziel ab, ohne dass dies – nimmt man die langfristigen Zinssätze als Massstab – Auswirkungen auf die langfristigen Inflationserwartungen gehabt hätte. Man kann diesen Spielraum, über den die Nationalbank verfügt, als Beleg für ihre Reputation betrachten.

Fazit

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass Inflationsziele und formelle Vereinbarungen zwischen Regierung und Notenbank in der Schweiz wohl kaum die Erfolge bringen würden, die man sich in Ländern mit hoher Inflation und regierungsabhängigen Notenbanken davon erwartet. Die Festlegung von Inflationszielen in Grossbritan-

nien, Kanada, Schweden, Finnland und Neuseeland stellt im wesentlichen einen Versuch dar, das Vertrauen der Märkte in die Stabilisierungspolitik der Notenbank zu gewinnen. Da dies nicht über Nacht gelingen kann, hat vor allem Neuseeland durch klar definierte, mit Sanktionen versehene Vereinbarungen zwischen Regierung und Notenbank versucht, den institutionellen Rahmen so zu ändern, dass für die Prognose der zukünftigen Teuerung nicht einfach auf die schlechten Erfahrungen der Vergangenheit abgestellt werden kann.

Die schweizerische Situation ist in wichtigen Punkten anders als jene der fünf Länder, die Inflationsziele eingeführt haben. Zunächst hat die Stabilität der Geldnachfrage hierzulande nicht so stark gelitten wie in einigen anderen Ländern, namentlich im angelsächsischen Raum. Ausserdem muss die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nicht von Grund auf neu gebaut werden. Sie stützt sich auf die im internationalen Vergleich sehr mässigen Inflationsraten der Vergangenheit und auf die Unabhängigkeit der Notenbank. Ironischerweise würde eine Vereinbarung zwischen Regierung und Notenbank nach neuseeländischem Muster hierzulande die Unabhängigkeit der Notenbank und damit möglicherweise das Vertrauen in die Geldpolitik schwächen. Die Reform, welche dort die Notenbank vor Eingriffen der Regierung besser schützte, würde also hier in die umgekehrte Richtung führen.

¹¹ Cukierman (1992) hat Reputation als Lernprozess modelliert und auf eine grosse Zahl von Fragestellungen angewendet. Siehe Rogoff (1989) für eine alternative Auffassung von Reputation.

Literaturverzeichnis

Alesina, A. und L. H. Summers (1993). Central Bank Independence and Macroeconomic Performance. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25, 151–162.

Barro, R. J. und D. B. Gordon (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy*, 91, 589–610.

Cukierman, A. (1992). *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Fischer, A. M. (1993a). Inflation Targeting: The Canadian and New Zealand Cases. *Cato Journal*, 13/1, erscheint demnächst.

- Fischer, A. M. (1993b). *Is Inflation Targeting a Valid Option for Switzerland?* Vervielfältigt. Zürich: Schweizerische Nationalbank.
- Fischer, A. M. und A. B. Orr (1994). Monetary Policy Credibility and Price Uncertainty: The New Zealand Experience of Inflation Targeting. *OECD Economic Studies*, Spring, erscheint demnächst.
- Fortin, P. (1990). Do We Measure Inflation Correctly. In *The Goal of Price Stability*, Hrsg. R. G. Lipsey. Toronto: C.D. Howe Institute.
- Gavin, W. T. und A. C. Stockman (1991). Why a Rule for Stable Prices May Dominate a Rule for Zero Inflation. *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review*, 27, 2–8.
- Gordon, R. (1991). *The Measurement of Durable Goods Prices*. Chicago: University of Chicago Press.
- Kydland, F. E. und E. C. Prescott (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85, 473–91.
- Lebow, D., J. M. Roberts und D. J. Stockton (1991). Understanding the Objective of Price Stability. In *The Goal of Price Stability*, Hrsg. D. J. Stockton. Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Meltzer, A. H. (1987). Limits of Short-Run Stabilization Policy. *Economic Inquiry*, 25, 1–14.
- Persson, T. und G. Tabellini (1993). Designing Institutions for Monetary Stability. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 35–84.
- Peytrignet, M. (1993). Transparence de la politique monétaire, règle contre discrétion, crédibilité: quelques aspects du débat. *Geld, Währung und Konjunktur*, 11, 328–337.
- Rae, D., M. Lloyd und A. Fung (1992). *Defining Price Stability: What Should We Aim for?* Working Paper. Wellington: Reserve Bank of New Zealand.
- Rich, G. (1992). Die schweizerische Teuerung: Lehren für die Nationalbank. *Geld, Währung und Konjunktur*, 10, 73–88.
- Rogoff, K. (1989). Reputation, Coordination, and Monetary Policy. In *Modern Business Cycle Theory*, Hrsg. R. J. Barro. Oxford: Basil Blackwell.
- Sargent, T. J. und N. Wallace (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5, 1–17.
- Walsh, C. (1992). Optimal Contracts for Central Bankers. *American Economic Review*, erscheint demnächst.

Geld- und währungspolitische Chronik

Chronique monétaire

Senkung des Diskontsatzes

Mit Wirkung ab 17. Dezember 1993 senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen viertel Prozentpunkt auf 4%. Sie trug damit der Zinsentwicklung am Geldmarkt Rechnung.

Réduction du taux de l'escompte

Avec effet au 17 décembre 1993, la Banque nationale a ramené de 4 $\frac{1}{4}$ % à 4% son taux de l'escompte. Elle a ainsi tenu compte de l'évolution des taux du marché.

