

**Geld, Wahrung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 3
September / septembre 1992**

Inhalt / Table des matières

| | |
|--|-----|
| Übersicht | 201 |
| Sommaire | 202 |
| Sommario | 203 |
| Abstracts | 204 |
| <hr/> | |
| Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage | 205 |
| Situation économique et monétaire | 231 |
| <hr/> | |
| Markus Lusser: Der Wettbewerb unter den internationalen Finanzplätzen – Die Sicht eines Schweizer | 259 |
| <hr/> | |
| Mathias Zurlinden: Stabilitätspolitik in einem Mehrländermodell: Simulationsergebnisse für die Schweiz | 269 |
| <hr/> | |
| Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1991 | 289 |
| La balance suisse des paiements en 1991 | 292 |
| <hr/> | |
| Geld- und währungspolitische Chronik | 295 |
| Chronique monétaire | 295 |

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 205–230)

Die zu Beginn des Jahres aufkeimende Hoffnung auf eine nachhaltige Konjunkturerholung im OECD-Raum erfüllte sich nicht. In den Vereinigten Staaten fiel das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal 1992 bescheiden aus, während sich die japanische Konjunktur weiter abschwächte. In den grossen europäischen Ländern blieb die Binnennachfrage durch das hohe Zinsniveau gedämpft. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote der OECD-Länder stieg nochmals leicht. Die Teuerung bildete sich im OECD-Raum dagegen weiter zurück. Die günstigen Teuerungsaussichten sowie die schwache Konjunktur veranlassten die amerikanische und japanische Währungsbehörde, ihren geldpolitischen Kurs weiter zu lockern. In Europa – insbesondere Deutschland – blieb die Geldpolitik dagegen restriktiv.

In der Schweiz lag das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal nochmals leicht unter dem entsprechenden Vorjahreswert, doch fiel der Rückgang im Vergleich zu den Vorquartalen deutlich schwächer aus. Diese leichte Aufhellung war allerdings vor allem auf die anhaltend günstige Entwicklung der Exporte zurückzuführen. Sowohl die Bau- als auch die Ausrüstungsinvestitionen sanken nochmals deutlich, und auch vom privaten Konsum gingen nur bescheidene Impulse aus. Die Beschäftigung nahm gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal ab, und die Arbeitslosenquote stieg weiter. Ein Lichtblick stellte die Teuerung dar, die sich von April bis August deutlich zurückbildete. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge nahm im zweiten Quartal leicht zu und erreichte damit wieder ungefähr das Niveau des vierten Quartals 1991.

Der Wettbewerb unter den internationalen Finanzplätzen (S. 259–268)

Der Wettbewerb unter den internationalen Finanzplätzen ist voll im Gange. Lange Zeit war die Stellung des Finanzplatzes Schweiz indessen so stark, dass wir nachlässig wurden und nicht bemerkten, dass der Wettbewerbsvorsprung gegenüber dem Ausland kleiner wurde. Um eine Provinzialisierung des Finanzplatzes Schweiz zu

verhindern, müssen die Rahmenbedingungen in einigen Bereichen verbessert werden. Dazu zählen namentlich der steuerliche und der monetäre Bereich. Gefordert sind aber auch die Banken. Ihre Fähigkeit, im scharfen Kosten- und Preiswettbewerb Dienstleistungen hoher Qualität anbieten zu können, wird mitentscheidend sein für die künftige Rolle der Schweiz als internationaler Finanzplatz.

Stabilitätspolitik in einem Mehrländermodell (S. 269–288)

Dieser Aufsatz stellt eine um einen Schweizer Sektor erweiterte Version von MULTIMOD vor und evaluiert mit Hilfe von stochastischen Simulationen die langfristigen Wirkungen alternativer geldpolitischer Regeln auf die Variabilität volkswirtschaftlicher Schlüsselgrössen. MULTIMOD ist das mit Jahresdaten geschätzte Mehrländermodell des Internationalen Währungsfonds. Ein wichtiges Merkmal des Modells bildet die Annahme modell-konsistenter Erwartungen. Die Schocks, mit denen das Modell simuliert wird, werden aus den historischen Residuen der Modellgleichungen gewonnen. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass ein Geldmengenziel gemessen an den Abweichungen von der Basisprojektion zu kleineren Schwankungen der Produktion und des Preisniveaus führt als ein Wechselkursziel gegenüber der D-Mark. Dafür schwankt die Inflationsrate – wohl infolge der grösseren Variabilität des Wechselkurses – unter dem Geldmengenziel stärker als unter dem Wechselkursziel.

Die Entwicklung der Zahlungsbilanz im Jahre 1991 (S. 289–291)

Der schweizerische Ertragsbilanzüberschuss stieg im Jahre 1991 um 2,6 Mrd. auf 14,6 Mrd. Franken. Infolge der Konjunkturschwäche im In- und Ausland bildeten sich die Ausgaben leicht zurück (–1,0%), während die Einnahmen nur geringfügig höher waren als im Vorjahr (+0,7%). Der Kapitalverkehr mit dem Ausland ging markant zurück. Der grösste Teil der Kapitalbewegungen floss in langfristige Kapitalmarktanlagen. Der Passivsaldo der Kapitalverkehrsbilanz verminderte sich leicht um 0,9 Mrd. auf 17,3 Mrd. Franken.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 231–257)

Les Etats membres de l'OCDE n'ont pas enregistré la reprise durable de la conjoncture qui était espérée au début de l'année. Au deuxième trimestre, la croissance économique a été modeste aux Etats-Unis et la conjoncture a continué à s'affaiblir au Japon. Dans les grands pays européens, la demande intérieure est restée faible à cause du niveau élevé des taux d'intérêt. En moyenne de la zone de l'OCDE, le taux de chômage a encore augmenté légèrement, mais le renchérissement a poursuivi son mouvement de repli. Les autorités monétaires américaines et japonaises ont encore assoupli leur politique, eu égard aux perspectives favorables en matière de hausse des prix et à la faible conjoncture. La politique monétaire est restée toutefois restrictive en Europe, en particulier en Allemagne.

En Suisse, le produit intérieur brut réel était, au deuxième trimestre, inférieur à son niveau de la période correspondante de 1991. Le recul n'a toutefois pas atteint l'ampleur observée les trimestres précédents. Cette légère amélioration s'explique principalement par l'évolution toujours favorable des exportations. Les investissements – biens d'équipement et constructions – ont continué à se replier sensiblement, et seules de modestes impulsions sont venues de la consommation privée. L'emploi a diminué par rapport au même trimestre de 1991. En revanche, le taux de renchérissement a sensiblement faibli entre avril et août. La monnaie centrale dessaisonnalisée a progressé légèrement au deuxième trimestre.

La concurrence entre les places financières internationales (p. 259–268)

La concurrence est devenue très vive entre les places financières internationales. Pendant des années, la place financière suisse a joui d'une position telle que nous nous sommes assoupiés. Nos avantages concurrentiels face à l'étranger se sont amenuisés sans que nous le percevions. Pour éviter une provincialisation de la place financière suisse, il faut améliorer les conditions-cadres dans plusieurs domaines, en particulier

sur les plans fiscal et monétaire. Mais les banques elles-mêmes doivent réagir. Le rôle de la Suisse en tant que place financière internationale dépendra aussi de leur capacité d'offrir des prestations de haute qualité, à des prix compétitifs.

Politique de stabilité dans un modèle comprenant plusieurs pays (p. 269–288)

L'article présente une version de MULTIMOD incluant la Suisse et évalue, à l'aide de simulations stochastiques, comment diverses stratégies en matière de politique monétaire influencent à long terme la variabilité des grandeurs économiques fondamentales. Conçu par le Fonds monétaire international, MULTIMOD est un modèle à plusieurs pays dont les paramètres ont été estimés avec des données annuelles. Une de ses caractéristiques principales est d'intégrer les anticipations de façon cohérente par rapport au modèle lui-même. Les chocs avec lesquels le modèle est simulé sont en fait les écarts entre les données observées et celles qui résultent des équations du modèle. Les résultats incitent à penser qu'un objectif de masse monétaire entraîne des variations – mesurées aux écarts par rapport à la projection de base – de la production et du niveau des prix qui sont inférieures à celles qu'engendre un objectif de change vis-à-vis du mark allemand. Mais, sans doute à cause de la variabilité plus forte des cours de change, le taux d'inflation fluctue davantage avec un objectif monétaire qu'avec un objectif de change.

La balance suisse des paiements en 1991 (p. 292–294)

Le solde actif de la balance des transactions courantes a atteint 14,6 milliards de francs en 1991, contre 12 milliards l'année précédente. Le total des recettes a progressé de 0,7%, alors que celui des dépenses a fléchi de 1%, fléchissement qui s'explique par l'affaiblissement de la conjoncture. Les mouvements de capitaux avec l'étranger ont sensiblement diminué. Ces flux ont été investis en majeure partie à long terme sur les marchés des capitaux. Le solde passif de la balance des capitaux a reculé de 0,9 milliard pour s'établir à 17,3 milliards de francs.

Sommario

Situazione economica e monetaria

(p. 205–257)

La ripresa congiunturale duratura nella quale si era cominciato a sperare all'inizio dell'anno per i paesi dell'OCSE non si è realizzata. Negli Stati Uniti la crescita economica è risultata modesta durante il secondo trimestre del 1992, mentre è proseguito l'indebolimento della congiuntura giapponese. Nei maggiori paesi europei l'alto livello dei tassi d'interesse ha esercitato un effetto frenante sulla domanda interna. Il tasso medio di disoccupazione nella zona dell'OCSE è ancora leggermente aumentato. Il rincaro è invece diminuito ulteriormente. La debolezza congiunturale e le previsioni favorevoli per quanto riguarda l'evoluzione dei prezzi hanno indotto le autorità monetarie americane e giapponesi ad allentare ancora il corso della loro politica monetaria. In Europa – in particolare in Germania – la politica monetaria è rimasta restrittiva.

Per quanto riguarda la Svizzera, nel secondo trimestre 1992, il prodotto interno lordo reale era di nuovo lievemente inferiore al livello registrato un anno prima; il calo era tuttavia meno marcato che non nei trimestri precedenti. Questo leggero miglioramento si deve al perdurare dell'evoluzione favorevole delle esportazioni. Gli investimenti in beni d'equipaggiamento e nell'edilizia sono ancora diminuiti notevolmente e gli impulsi provenienti dal consumo privato sono stati modesti. L'occupazione si è ridotta rispetto al trimestre corrispondente del 1991. Al contrario, il rincaro è nettamente diminuito tra aprile e agosto. Durante il secondo trimestre la base monetaria stagionalizzata è leggermente cresciuta.

La concorrenza tra le piazze finanziarie internazionali (p. 259–268)

La concorrenza tra le piazze finanziarie internazionali si è intensificata. Per lungo tempo, la posizione di quella svizzera era tuttavia così solida che non abbiamo prestato attenzione alla progressiva erosione dei vantaggi concorrenziali rispetto all'estero. Per evitare che la piazza finanziaria svizzera si provincializzi, occorre migliorare le condizioni che vigono in alcuni settori, segnatamente in quello fiscale e monetario. Sforzi sono

tuttavia necessari anche da parte delle banche. La loro capacità di offrire servizi d'alta qualità, malgrado la forte concorrenza sul piano dei costi e dei prezzi, sarà anch'essa determinante per la futura posizione della piazza finanziaria svizzera.

Politica di stabilità in un modello a più paesi (p. 269–288)

Questo articolo presenta una versione di MULTIMOD che include anche la Svizzera. Con l'aiuto di simulazioni stocastiche, si valutano le ripercussioni a lunga scadenza di differenti strategie di politica monetaria sulla variabilità delle grandezze economiche fondamentali. Sviluppato dal Fondo monetario internazionale, MULTIMOD è un modello a più paesi i cui parametri sono stimati con dati annuali. Una delle sue principali caratteristiche è l'inclusione di aspettative consistenti con il modello stesso. Gli choc impiegati per la simulazione rappresentano gli scarti tra i dati osservati e quelli scaturiti dalle equazioni del modello. I risultati ottenuti indicano che un obiettivo di massa monetaria comporta – per quanto riguarda il divario rispetto alla proiezione di base – variazioni della produzione e del livello dei prezzi minori di quelle ottenute da un obiettivo di cambio nei confronti del marco tedesco. Tuttavia, a causa della maggiore variabilità del tasso di cambio, si hanno più forti oscillazioni del tasso d'inflazione con un obiettivo monetario che con un obiettivo di cambio.

Evoluzione della bilancia svizzera dei pagamenti nel 1991 (p. 289–294)

Nel 1991, l'eccedente della bilancia svizzera delle partite correnti è aumentato di 2,6 miliardi di franchi, salendo così a 14,6 miliardi. In seguito all'indebolimento congiunturale registrato tanto in Svizzera quanto all'estero, le uscite sono lievemente calate (-1%) mentre le entrate erano soltanto di poco superiori all'anno precedente (+0,7%). I movimenti di capitale sono sensibilmente diminuiti. I flussi, per la maggior parte, sono stati collocati a lungo termine sul mercato dei capitali. Il saldo passivo della bilancia dei movimenti di capitali si è ridotto di 0,9 miliardi, fissandosi a 17,3 miliardi di franchi.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 205–257)

Fresh hopes at the start of the year of a sustained economic recovery in the OECD countries were not fulfilled. In the United States, economic growth in the second quarter of 1992 was modest, while the Japanese economy continued to decline. In the major European countries domestic demand remained sluggish due to the high level of interest rates. The average unemployment rate in the OECD countries edged up once more. Inflation, by contrast, continued to exhibit a positive trend, the average rate in the OECD countries receding even further between March and June. The favourable inflationary expectations and the economic downturn induced the US and Japanese monetary authorities to further relax the monetary reins. In Europe, however, – notably in Germany – monetary policy remained restrictive. The widening interest rate differential between the United States and Japan, on the one hand, and Europe, on the other hand, led to a marked weakening of the US and Japanese currencies.

Real gross domestic product in Switzerland in the second quarter again fell somewhat short of the corresponding year-earlier level though the decline was considerably less pronounced compared to the previous quarters. This silver lining was, however, mainly attributable to the sustained favourable development of exports. Once more capital expenditure on both building and equipment contracted significantly, and the stimuli that emanated from private consumption were nothing short of modest. Employment declined from the year-earlier level and jobless figures continued to rise. A bright spot is inflation, which receded perceptibly between April and August. The seasonally-adjusted monetary base expanded slightly in the second quarter, to approximately the level in the fourth quarter of 1991.

Competition among the international financial centres (pp. 259–268)

Competition among the international financial centres is in full swing. The Swiss financial centre was in such a strong position for so long that we

became rather negligent and failed to notice that our competitive edge over other countries was diminishing. In order to prevent the Swiss financial centre from becoming provincial, the regulatory framework must be improved in a number of fields. These include, in particular, the fiscal and monetary areas. However, the banks, too, face a challenge. Their ability to offer high-quality services in an environment of intense cost and price competition will be decisive for Switzerland's future role as an international financial centre.

Stabilisation policy in a multi-country model (pp. 269–288)

This paper presents a version of MULTIMOD which has been extended by a Swiss submodel. With the aid of stochastic simulations, it evaluates the long-term effects of alternative monetary policy rules on the variability of key economic variables. MULTIMOD is a multi-country model, estimated with annual data, of the International Monetary Fund. An important feature of the model is the assumption of model-consistent expectations. The shocks with which the model is simulated are derived from the historical residues of model equations. The results – measured by the deviations from the basis projection – indicate that a money supply target leads to smaller variability of production and the price level than an exchange rate target vis-à-vis the D-mark. The inflation rate, on the other hand, is subject to stronger fluctuations – probably due to the greater variability of the exchange rate – if a money supply target is applied instead of an exchange rate target.

The development of Switzerland's balance of payments in 1991 (pp. 289–294)

Switzerland's current account surplus increased by Sfr 2.6 billion to Sfr 14.6 billion in 1991. As a result of the weak state of the economy both in Switzerland and abroad, expenditure declined somewhat (–1.0%), while current account earnings were only a little higher than in the previous year (+0.7%). Capital transactions with other countries declined markedly. The bulk of capital movements was into long-term investments in the capital market. The deficit on capital account contracted slightly by Sfr 0.9 billion to Sfr 17.3 billion.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 18. September 1992*

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

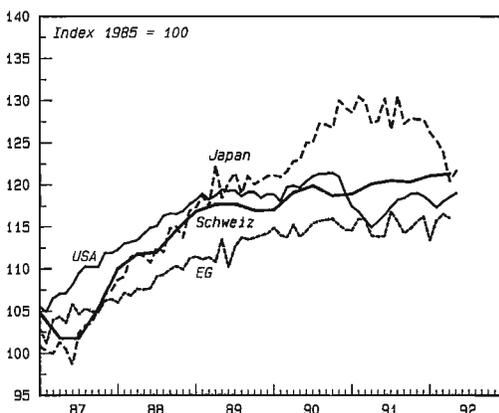
1. Ausland

Konjunkturentwicklung

Die zu Beginn des Jahres aufkeimende Hoffnung auf eine nachhaltige Konjunkturerholung im OECD-Raum erfüllte sich nicht. In den Vereinigten Staaten blieb das Wachstum im zweiten Quartal 1992 bescheiden; der private Konsum stagnierte, und die bisher die Konjunktur stützenden Exporte verloren an Schwung. Dämpfend wirkte die nur schwach wachsende Nachfrage aus Europa und Japan. Die japanische Konjunktur kühlte sich weiter ab: die Industrieproduktion ging massiv zurück, und die Investitionspläne wurden nochmals gekürzt. Infolge der konjunkturbedingt geringeren Einfuhren nahm der Überschuss der japanischen Handelsbilanz im ersten Halbjahr 1992 wieder deutlich zu. In Europa blieb die Binnennachfrage durch das hohe Zinsniveau gedämpft. Die britische Wirtschaft stagnierte weiter auf tiefem Niveau, während in Westdeutschland sowie in Frankreich das Wirtschaftswachstum spürbar schwächer ausfiel als im ersten Vierteljahr. Das zu Jahresbeginn kräftigere Wachstum war allerdings teilweise auf die milde Witterung zurückzuführen, die die Bautätigkeit begünstigte. Im zweiten Quartal verlor die Investitionstätigkeit sowohl in Deutschland als auch in Frankreich wieder an Schwung. Auch die italienische Wirtschaft wuchs weiterhin nur mässig. Während die Exporte ähnlich wie in Frankreich kräftig expandierten, stagnierte die inländische Nachfrage.

* Der Bericht wurde Mitte August abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Mai, Juni und Juli 1992 bekannt wurden.

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

Gemäss den vorlaufenden Konjunkturindikatoren der OECD wird sich die Konjunktur in den westlichen Industrieländern weiterhin unterschiedlich entwickeln. Für die amerikanische und die britische Wirtschaft wird schon seit längerer Zeit eine Konjunkturerholung erwartet. Dagegen deuten die Indikatoren für die übrigen grossen Industrieländer – insbesondere für Japan und Deutschland – auf einen Konjunkturrückgang hin.

Die durchschnittliche Arbeitslosenquote der OECD-Länder stieg im zweiten Quartal von 7,2 auf 7,4%. Mit Ausnahme Japans wiesen alle grossen Industrieländer im Juni höhere Arbeitslosenquoten auf als drei Monate zuvor. Im Durchschnitt der EG lag die Arbeitslosenquote bei 9,3%, gegenüber 9,2% im Vorquartal.

Die durchschnittliche Jahresinflationsrate der OECD-Länder (ohne Türkei) bildete sich von März bis Juni von 3,5% auf 3,4% zurück (Mai: 3,3%). Zu dieser günstigen Entwicklung trug der Teuerungs-

rückgang in den Vereinigten Staaten, Japan und Grossbritannien bei. Dagegen wies Deutschland eine höhere Teuerung aus.

Wirtschaftspolitik

Zu Beginn des dritten Quartals lockerten die amerikanischen Währungsbehörden ihre Geldpolitik weiter und senkten den offiziellen Diskontsatz von 3,5% auf 3,0%. Sie reagierten damit auf das schwache Geldmengenwachstum sowie die günstigen Teuerungsaussichten. Angesichts der sich weiter abschwächenden Konjunktur senkte die japanische Zentralbank ihren Diskontsatz Ende Juli um einen halben Prozentpunkt auf 3,25%. Dem expansiveren geldpolitischen Kurs in den beiden grössten OECD-Ländern stand die unverändert restriktive Geldpolitik in Europa, insbesondere in Deutschland, gegenüber. Mitte Juli erhöhte die Deutsche Bundesbank den offiziellen Diskontsatz um dreiviertel Prozentpunkt auf 8,75% und passte ihn damit an die gestiegenen Geldmarktsätze an. Die französischen und britischen Währungsbehörden liessen ihren Restriktionsgrad nach der leichten Lockerung zu Beginn des Quartals unverändert. Dagegen hob die italienische Zentralbank ihren Diskontsatz im Juli in zwei Schritten um insgesamt eindreiviertel Prozentpunkte an, um einer Abschwächung der Lira innerhalb des EWS entgegenzuwirken. Nachdem sich die Lira gefestigt hatte, wurde der Diskontsatz Anfang August wieder um einen halben Prozentpunkt gesenkt. In der zweiten Augsthälfte geriet die italienische Währung wie auch das britische Pfund erneut unter Druck.

Gemäss ersten Schätzungen liegt das amerikanische Budgetdefizit im Fiskaljahr 1992, das Ende September zu Ende geht, um rund 65 Mrd. Dollar höher als im Vorjahr. Zur erneuten Verschlechterung des Staatshaushaltes trugen vor allem die konjunkturbedingten Einnahmehausfälle bei. Auch in Japan dürfte das Defizit deutlich steigen; im August bereitete die japanische Regierung einen Nachtragshaushalt zur Stützung der Konjunktur vor. In Europa zeichnet sich vor allem für Grossbritannien eine markante Ausweitung des Budgetdefizites ab. Vor diesem Hintergrund bekräftigte die britische Regierung ihren Willen, die Staatsausgaben mittelfristig strikte unter Kon-

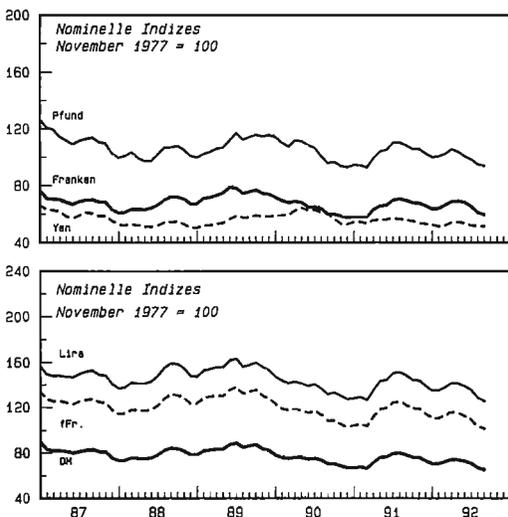
trolle zu halten. Auch in Frankreich wird das Budgetdefizit etwas höher ausfallen als im vergangenen Jahr; angesichts der fragilen Konjunktur verzichtete die französische Regierung auf Kürzungen im Ausgabenbereich. In Italien nahm die neue Regierung einen weiteren Anlauf zur Sanierung der Staatsfinanzen. Das von der deutschen Regierung verabschiedete Budget für 1993 sieht zwar ein nur geringes nominelles Ausgabenwachstum vor; darin sind allerdings die stark steigenden Ausgaben der Nebenhaushalte – wie beispielsweise der Treuhandanstalt – nicht inbegriffen.

Devisenmarkt

Von Mai bis Ende August schwächte sich der amerikanische Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen deutlich ab. Im Verhältnis zu den EWS-Währungen sank der Dollarkurs um insgesamt rund 15%. Gegenüber dem japanischen Yen büsste er 7% und gegenüber dem Schweizer Franken 17% an Wert ein. Infolge der gegenläufigen Zinsentwicklung fiel der Dollar Ende August gegenüber der D-Mark vorübergehend auf rund 1,40 D-Mark und lag damit auf einem historischen Tiefstwert. Gegenüber dem Franken fiel er bis auf 1,24 Franken. Das rasche Abgleiten der amerikanischen Währung veranlasste die Notenbanken der grossen Industriestaaten, zugunsten des Dollars am Devisenmarkt zu intervenieren. Die Nationalbank beteiligte sich an diesen Interventionen. Neben dem Dollar geriet auch der Yen gegenüber den meisten Währungen unter Druck, so dass die japanische Notenbank wiederholt Stützungskäufe tätigte. Die laufend nach unten revidierten Wachstumsprognosen für Japans Wirtschaft, der erneute Kursrückgang an der Börse von Tokio sowie die binnenwirtschaftlich motivierte Reduktion der japanischen Zinssätze schwächten den Yen nachhaltig.

Nachdem das dänische Volk am 2. Juni den Vertrag von Maastricht abgelehnt hatte, kam es im Europäischen Währungssystem (EWS) zu erheblichen Spannungen. Vor allem das britische Pfund und die italienische Lira verloren deutlich an Wert, während sich die D-Mark festigte. Spekulationen über ein allfälliges Realignment bekamen dadurch Auftrieb. Nach umfangreichen Interventio-

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



nen setzte die italienische Notenbank im Juli ihre Leitzinsen in zwei Schritten herauf; besonders ausgeprägt war die zweite Erhöhung unmittelbar nach der Anhebung des Diskontsatzes in Deutschland. Auch die schwedische Reichsbank musste umfangreiche Deviseninterventionen tätigen, um den Kurs der Krone gegenüber der ECU zu stabilisieren. Schweden bindet die Krone seit dem Mai 1991 einseitig an die ECU.

Europäische Integration und internationale Währungszusammenarbeit

Am 26. Mai 1992 stellte der Bundesrat das Gesuch um Aufnahme von Verhandlungen für einen Beitritt der Schweiz zur Europäischen Gemeinschaft (EG). Gemäss den Beschlüssen des Europäischen Rates, der Ende Juni in Lissabon tagte, sollen Verhandlungen mit den Beitrittskandidaten aufgenommen werden, sobald der Vertrag von Maastricht ratifiziert und der Finanzhaushalt der Gemeinschaft für die kommenden Jahre (Delors-II-Paket) festgelegt sind. Bisher wurde der Vertrag über die Europäische Union von Belgien, Griechenland, Irland und Luxemburg ratifiziert. In Dänemark lehnte das Volk in einem Referendum die Ratifizierung des Vertrages ab. In Frankreich wird

ein Referendum im September durchgeführt. Da die Inkraftsetzung des Unionsvertrags Einstimmigkeit erfordert, schuf der negative Entscheid von Dänemark politische Unsicherheiten. Das Ratifizierungsverfahren wird jedoch in den übrigen Mitgliedsländern weitergeführt.

Nach dem Beitritt zum Internationalen Währungsfonds strebt die Schweiz einen Sitz im Exekutivrat des IWF an. Zu diesem Zweck muss sie eine Ländergruppe bilden, als deren Vertreter sie im Exekutivrat Einsitz nehmen könnte. Die Teilnahme an einer von der Schweiz angeführten Gruppe haben bisher Polen und die vier GUS-Republiken Aserbeidschan, Kirgisien, Tadschikistan und Usbekistan formell zugesichert. Die Exekutivratswahlen finden Ende September im Rahmen der IWF-Herbsttagung statt.

Nach der Auflösung der Sowjetunion zerfällt nun auch die Rubelzone. Anfang Juli unterzeichneten die Staatschefs der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) ein Abkommen, das den Ausstieg aus dem Rubelraum regelt: Als erste Republik führte Estland im Juni 1992 eine eigene Währung, die Krone, ein. In Lettland gilt seit Juli 1992 der lettische Rubel als Ersatzgeld. Später soll dieser durch den Lat ersetzt werden. Aserbeidschan führte Mitte August den Manat ein, der neben dem Rubel gültiges Zahlungsmittel sein soll. Litauen und die Ukraine kündigten ebenfalls die Schaffung eigener Währungen an. Diejenigen Länder, die den Rubel beibehielten, geben seit dem 1. Juli 1992 einen einheitlichen Rubelkurs bekannt. Er wird wöchentlich am Moskauer Interbanken-Devisenmarkt festgelegt. Am ersten Handelstag betrug er 125,26 Rubel pro Dollar; Mitte August lag der Kurs bei rund 160 Rubel pro Dollar.

Die öffentlichen und privaten ausländischen Kreditgeber verlängerten den Zahlungsaufschub für mittel- und langfristige Verbindlichkeiten der GUS zum dritten Mal um drei Monate; die Frist läuft Ende September ab. Die Zinszahlungen, die vom Aufschub ausgenommen sind, werden nur unregelmässig geleistet. Bis Ende Mai 1992 beliefen sich die Zinsrückstände auf rund 1 Mrd. Dollar, wovon etwa 400 Mio. Dollar auf öffentliche Gläubiger und 600 Mio. Dollar auf Banken entfallen. Der IWF vereinbarte mit Russland die Auszahlung einer ersten unkonditionierten Kredittranche in

Höhe von 1 Mrd. Dollar. Die Ziehung des restlichen Bereitschaftskredits in Höhe von 3 Mrd. Dollar wird vom Zustandekommen eines Beistandsprogramms mit dem IWF abhängig gemacht. Der Rubel-Stabilisierungsfonds wird erst aktiviert, wenn Klarheit über die in der Rubelzone verbleibenden Republiken sowie über die Harmonisierung ihrer Geld- und Währungspolitik besteht.

Aufgrund bedeutender Fortschritte in der Umsetzung der Wirtschaftsreformen gewährten der IWF und die Weltbank Rumänien im Juni Kredite in der Höhe von insgesamt rund 950 Mio. Dollar. Ein Teil davon erfolgte in der Form eines zwölfmonatigen Bereitschaftskredites und löst das ausgelaufene Abkommen vom letzten Jahr ab. Die Tschechoslowakei und Bulgarien hatten bereits im Frühjahr neue Bereitschaftskredite mit dem IWF vereinbart. Polen und Ungarn erhielten im vergangenen Jahr längerfristige Kreditzusagen unter der Erweiterten Fondsfazilität. Im Falle Polens ist allerdings die Auszahlung der zweiten Tranche angesichts des hohen Haushaltsdefizits seit September 1991 sistiert.

Der erbitterte Nationalitätenkonflikt hinterlässt in den ehemaligen Republiken Jugoslawiens sowohl im realen wie auch monetären Bereich tiefe Spuren. Die von der UNO gegen Serbien und Montenegro verhängten Wirtschaftssanktionen beeinflussen die Wirtschaft ebenfalls. Die Regierung der aus diesen beiden Republiken bestehenden neuen Bundesrepublik Jugoslawien (SRJ) erliess Anfang Juli ein Notstandsprogramm. Das Massnahmenpaket umfasst Lohn- und Preiskontrollen, Benzinrationierungen und eine drastische Abwertung des Dinars, der in Zukunft an den Dollar anstatt an die Deutsche Mark gebunden werden soll. Der neue Dinar ist nur in der Bundesrepublik Jugoslawien gültig. Slowenien, Kroatien und Mazedonien haben bereits eigene Währungen eingeführt, während in Bosnien-Herzegowina neben dem alten jugoslawischen Dinar auch der kroatische Dinar benutzt wird. Im Frühjahr reichten alle drei als unabhängig anerkannte Republiken Slowenien, Kroatien und Bosnien-Herzegowina ein Gesuch um Mitgliedschaft beim IWF ein.

In verschiedenen lateinamerikanischen Ländern erfolgten weitere Schritte zur Konsolidierung der Schuldensituation. Brasilien einigte sich nach

rund einjährigen Verhandlungen mit seinen ausländischen Gläubigerbanken über die Umschuldung mittel- und langfristiger Verbindlichkeiten in Höhe von rund 44 Mrd. Dollar. Den Banken stehen sechs Optionen zur Reduktion der Schulden bzw. zur allfälligen Bereitstellung von Neugeld zur Auswahl. Mexiko schloss Anfang Juli 1992 den Reprivatisierungsprozess im Bankensektor ab. Die 18 Banken wurden für rund 12,5 Mrd. Dollar veräussert. Mit diesen Geldern soll unter anderem die Inlandverschuldung des Staates reduziert werden. Argentinien konnte im Juli mit dem Pariser Club eine fünfte Umschuldung vereinbaren. Betroffen davon sind Verpflichtungen in Höhe von 2,8 Mrd. Dollar, die zwischen Juni 1992 und Juni 1995 fällig werden. Gewährt wird eine Fristverlängerung von 15 Jahren einschliesslich zwei Karenzjahre. Der Anteil der Schweiz beläuft sich auf etwa 250 Mio. Franken.

2. Schweiz

In der Schweiz lag das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal nochmals unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Im Vergleich zu den Vorquartalen fiel der Rückgang mit 0,3% jedoch deutlich schwächer aus. Diese leichte Besserung war fast ausschliesslich den höheren Exporten zuzuschreiben. Die inländischen Ausrüstungs- und Bauinvestitionen schrumpften dagegen erneut, und vom privaten und staatlichen Konsum gingen nur bescheidene Wachstumsimpulse aus.

Die Jahresteuern bildete sich von April bis Juli um insgesamt einen Prozentpunkt auf 3,8% zurück. Während die inländische Teuerung erneut sank, stiegen die Preise ausländischer Waren etwas stärker als in der Vorperiode. Im August betrug die Jahresteuern 3,6%.

Der Rückgang der Beschäftigung setzte sich sowohl in der Industrie und im Baugewerbe als auch im Dienstleistungssektor fort. Saisonbereinigt nahm die Arbeitslosenquote weiter zu, während sich die Zahl der offenen Stellen verringerte.

Gemäss der Umfrage der KOF gingen die Bestellungseingänge in den inlanderorientierten Industriezweigen zurück, und auch der Bau mel-

dete immer noch eine abnehmende Nachfrage. Dagegen verzeichneten die vorwiegend für das Ausland produzierenden Unternehmen höhere Bestellungseingänge.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stieg im zweiten Quartal auf 29,2 Mrd. Franken und erreichte damit wieder ungefähr das Niveau des vierten Quartals 1991. Während der Notenumlauf stagnierte, nahmen die Giro Guthaben im Laufe des Quartals deutlich zu. Die Nationalbank reagierte mit dieser Ausdehnung der Liquidität auf die angespannte Lage am Geldmarkt. Für das dritte Quartal prognostizierte die Nationalbank, dass die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge bei 29,2 Mrd. Franken verharren wird. Im Juli und August lag dieses Aggregat leicht unter den Prognosen.

Trotz der höheren Giro Guthaben zogen die Geldmarktsätze bis Mitte Juni deutlich an, so dass sich die Differenz zu den entsprechenden deutschen Sätzen stark verkleinerte. Auch die Renditen langfristiger Obligationen stiegen.

Der Schweizer Franken gewann im zweiten Quartal zunächst gegenüber dem Dollar deutlich an Wert. Gegen Ende des Quartals und im Juli festigte er sich aber auch gegenüber den Währungen der EWS-Länder, insbesondere gegenüber der D-Mark. Infolge der Erstarung des Frankens entspannte sich der Geldmarkt Ende Juni, und die kurzfristigen Sätze bildeten sich im August wieder deutlich zurück. Die Obligationrenditen verharrten dagegen auf dem hohen Niveau.

Der exportgewichtete reale Wechselkurs des Frankens lag im Durchschnitt des Quartals um 4,9% unter dem entsprechenden Vorjahreswert, nach einem Rückgang von 6,6% in der Vorperiode.

B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Die moderate Konjunkturerholung der amerikanischen Wirtschaft setzte sich im zweiten Quartal 1992 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm

mit einer Jahresrate von 1,4% gegenüber dem Vorquartal zu und lag damit um 1,5% über dem Vorjahresstand.

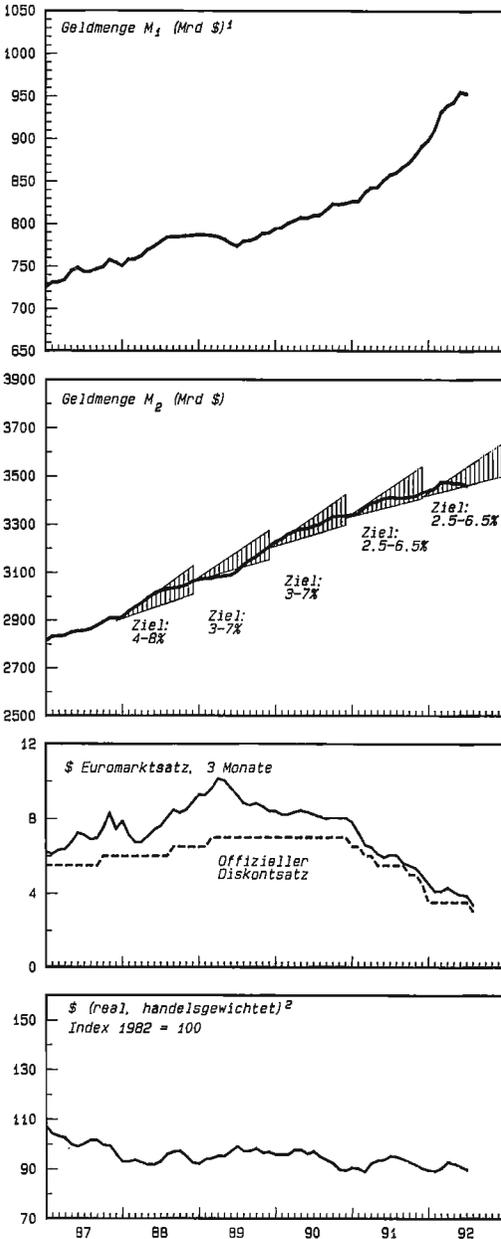
Der private Konsum stagnierte, nachdem er im Vorquartal infolge des steuerlich bedingten starken Zuwachses der verfügbaren Einkommen kräftig zugenommen hatte. Lediglich die Autokäufe zeigten Anzeichen einer Belebung. Als Konjunkturstütze wirkte indessen der Wohnungsbau, der um fast 9% stieg. Nach dem starken Rückgang im Jahre 1991 nahmen aber auch die Unternehmens- sowie die Lagerinvestitionen wieder zu. Dagegen dämpfte der Aussenhandel das Wachstum: Die Dynamik der Exporte liess nach (0,9%), während die Importe kräftig zunahmen (+15,9%).

Die Industrieproduktion stieg gegenüber dem Vorquartal um 1,4% und lag damit um 1,8% über dem Vorjahresstand. Die Kapazitätsauslastung erhöhte sich parallel dazu von 78,1% auf 78,7%. Im Juli nahm sowohl die Produktion als auch die Kapazitätsauslastung weiter zu. Die Arbeitsmarktlage vermittelt indessen ein widersprüchliches Bild. Nach dem Rückgang im Vorjahr wurde die Beschäftigung im ersten Halbjahr 1992 wieder leicht ausgeweitet. Da sich indessen auch die Zahl der Erwerbswilligen erhöhte, stieg die Arbeitslosenquote im zweiten Quartal von 7,2% auf 7,5%. Die für die künftige Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt aussagekräftigere Zahl der Erstanträge bei der Arbeitslosenversicherung schrumpfte jedoch weiter.

Eine Reihe vorlaufender Indikatoren deuten auf eine weitere Konjunkturbelebung hin. Infolge der ausserordentlich tiefen Hypothekarzinsen – sie liegen auf dem tiefsten Stand seit über zwanzig Jahren – nahm die Zahl der Hypothekarkreditgesuche stark zu. Damit dürften sich nicht nur der Wohnungsbau, sondern auch die mit dem Bau verbundenen Konsumausgaben sowie die Autoverkäufe weiter beleben. Für das dritte Quartal planen die Autohersteller eine erhebliche Produktionssteigerung. Dagegen dürften vom Export, der in den vergangenen Jahren die wichtigste Konjunkturstütze gewesen war, deutlich schwächere Wachstumsimpulse ausgehen.

Das Defizit der amerikanischen Handelsbilanz stieg im zweiten Quartal auf 20 Mrd. Dollar und lag

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

² Quelle: OECD

damit deutlich höher als in den Vorquartalen. Aufgrund der schwachen Konjunktorentwicklung in Japan und in Europa nahmen die Exporte sogar leicht ab, während die Importe konjunkturbedingt kräftig zulegten.

Die Konsumentenpreise lagen im zweiten Quartal um durchschnittlich 3,0% über dem Vorjahresstand. Die Teuerung verharrte damit auf dem niedrigen Wert des Vorquartales. Die Teuerungsaussichten sind angesichts der stark abgeschwächten Lohnerhöhungen, der Produktivitätsfortschritte und der zur Schwäche neigenden Rohwarenpreise weiterhin sehr günstig.

In einem Ende Juli veröffentlichten Bericht rechnet das Office of Management and Budget (OMB) für das am 30. September endende Fiskaljahr 1992 mit einem Fehlbetrag des Staatshaushalts von 333,5 Mrd. Dollar. Das sind 65 Mrd. Dollar mehr als im vergangenen Fiskaljahr, aber rund 66 Mrd. Dollar weniger, als im Januar prognostiziert worden war. Dies ist darauf zurückzuführen, dass gewisse Ausgaben für die Sanierung der Sparkassen vom Kongress nicht mehr rechtzeitig bewilligt und damit nicht budgetwirksam wurden. Für das Fiskaljahr 1993 prognostiziert das OMB ein Defizit von 341 Mrd. Dollar. Gemäss der längerfristigen Finanzplanung geht das Budgetdefizit bis 1998 nur leicht zurück, falls nicht zusätzliche finanzpolitische Massnahmen ergriffen werden.

Die amerikanischen Geldbehörden lockerten die Geldpolitik zu Beginn des dritten Quartals ein weiteres Mal. Am 3. Juli nahm das Fed den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 3% zurück; gleichzeitig liess es den Satz für Federal Funds um 3/8% auf 3,375% abgleiten. Die Geldmarktsätze erreichten damit den niedrigsten Stand seit den frühen sechziger Jahren. Der zunehmende Abstand zwischen den amerikanischen und den europäischen Zinssätzen liess die Dollarkurse insbesondere gegenüber den europäischen Währungen nahezu auf die historischen Tiefstwerte sinken. Um das Tempo der Dollarabschwächung zu bremsen, intervenierten die grossen Industrieländer sowie eine Reihe weiterer Länder am Devisenmarkt zugunsten der amerikanischen Währung. Die geldpolitische Lockerung wirkte sich nur geringfügig auf die Renditen am Obligationenmarkt aus, so dass die Zinskurve

sehr steil wurde. Die Rendite der Schatzamtsanleihe mit 30jähriger Laufzeit, die im Markt als Referenzanleihe gilt, fiel leicht von 7,8% auf 7,5%. Die Geldmenge M_2 lag im zweiten Quartal auf Jahresbasis hochgerechnet nur noch um 1,1% über dem Stand des vierten Quartals 1991 und fiel dadurch unter den Zieltrichter von 2,5–6,5%.

Japan

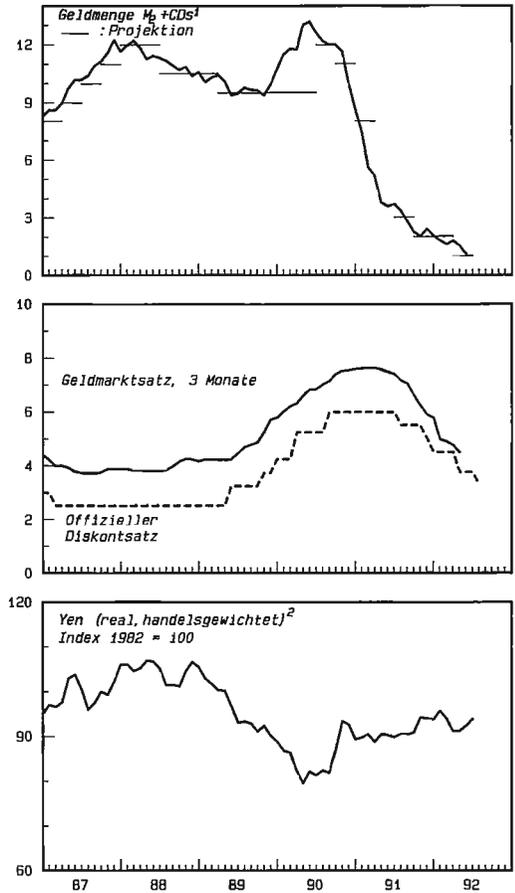
In Japan mehrten sich die Zeichen eines deutlichen Konjunkturrückgangs. Das reale Bruttosozialprodukt stieg zwar im ersten Quartal 1992 gegenüber der Vorperiode um rund 1% und lag damit um 2,1% über dem Vorjahresstand. Ein grosser Teil dieses Anstiegs entfiel aber auf Kalender- und Saisoneffekte, die besonders den Konsum überzeichneten. Die Staatsausgaben und die Exporte, die um 1,1% bzw. 1,7% zunahmen, wirkten ebenfalls als Konjunkturstütze. Dagegen stagnierten die Wohnbau- und Unternehmensinvestitionen. Infolge der insgesamt schwachen Binnennachfrage erhöhten sich die Importe nur geringfügig.

Im zweiten Quartal erlitt die Konjunktur einen kräftigen Rückschlag. Die Industrieproduktion fiel gegenüber dem Vorquartal um 2,7% und lag damit um 7,3% unter dem Vorjahresstand. Trotz der Produktionskürzungen stiegen die Lager angesichts der schleppenden Endverkäufe deutlich. Die Detailhandelsverkäufe fielen um 1,4% unter den Vorjahresstand, und die Auftragseingänge für Investitionsgüter sanken im Vorjahresvergleich um über 20%. Gemäss der Quartalsumfrage der Bank von Japan revidierten die Unternehmen ihre Investitionspläne nochmals deutlich nach unten.

Trotz der Konjunkturflaute wuchs die Beschäftigung – vor allem im Dienstleistungssektor – auch im zweiten Quartal; sie übertraf den Vorjahresstand um 1,1%. Während die Arbeitslosenquote bei etwas über 2% verharrte, ging die Zahl der offenen Stellen im Verhältnis zu jener der Arbeitssuchenden weiter zurück.

Der Überschuss der Handelsbilanz, der seit der konjunkturellen Wende im ersten Halbjahr 1991 eine rasch steigende Tendenz aufweist, betrug im zweiten Quartal wie schon in der Vorperiode 24 Mrd. Dollar. Im ersten Halbjahr 1992 übertraf er

Grafik 4: Japan



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

² Quelle: OECD

damit das entsprechende Vorjahresniveau um mehr als 50%. Die wachsenden Überschüsse der Handels- und Ertragsbilanz sind in erster Linie auf die sinkenden Importe zurückzuführen. So gingen die Erdöleinfuhren sowie insbesondere die Importe hochwertiger Konsumgüter markant zurück. Die Exporte übertrafen das entsprechende Vorjahresniveau mengenmässig lediglich um 2,2%.

Die Teuerung blieb weiterhin verhalten. Die Konsumentenpreise lagen im zweiten Quartal um

2,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand (1.Quartal: +1,9%). Während die Güterpreise praktisch stabil blieben, wiesen die Dienstleistungen eine Jahreststeuerung von etwas über 3% auf.

Die verschlechterten Konjunkturaussichten und die Talfahrt der Aktienkurse veranlassten die Regierung, einen Nachtragshaushalt vorzubereiten. Dieser umfasst zusätzliche Staatsausgaben hauptsächlich im Infrastrukturbereich von rund 80 Mrd. Dollar, was das Bruttoinlandprodukt im laufenden Fiskaljahr um schätzungsweise 0,8% erhöhen sollte. Darüber hinaus will die Regierung durch eine Reihe von Massnahmen den Immobilienmarkt stabilisieren, um dadurch die Probleme im Bankensektor zu mildern.

Die japanische Zentralbank belies die Geldpolitik im zweiten Quartal unverändert, nachdem sie Ende des ersten Quartals den Diskont- und Tagesgeldsatz deutlich reduziert hatte. Ende Juli setzte sie den Diskont- und Tagesgeldsatz um weitere 0,5% auf 3,25% herab und senkte parallel dazu den Tagesgeldsatz von 4,6 auf 4,1%. Die Geldmenge M_2+CD nahm im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr noch um 1,2% zu (1. Quartal: +1,8%). Für das dritte Quartal setzte die Bank von Japan die Projektion auf 1% fest. Im Quartalsüberblick stellte sie überdies fest, dass die Kreditanträge bei den Geschäftsbanken im Vorjahresvergleich um 20–30% gesunken seien.

Die Aktienkurse sanken bis Mitte August unvermindert weiter. Der Nikkei-Index fiel auf 14 300 Punkte und lag damit um über 60% unter dem Allzeithöchst vom 31. Dezember 1989. Aufgrund der Regierungsmassnahmen zur Ankurbelung der Konjunktur und zur Bewältigung der Immobilien- und Bankenprobleme erholte er sich bis Ende August wieder auf 17 000 Punkte.

Deutschland

Im ersten Quartal 1992 wuchs die westdeutsche Wirtschaft kräftig. Das reale Bruttosozialprodukt nahm gegenüber der Vorperiode saisonbereinigt um 1,8% zu, nachdem es im dritten und im vierten Quartal 1991 jeweils um ein halbes Prozent abgenommen hatte. Gegenüber dem Vorjahr erhöhte sich das Bruttosozialprodukt um 0,8% (4. Quartal

1991: + 0,9%). Das Wachstum wurde hauptsächlich durch die Investitionen getragen, welche in der Vorperiode noch zurückgegangen waren. Die Bauinvestitionen, die durch den milden Winter begünstigt wurden, stiegen im Vergleich zum Vorquartal um 10,7%, während sich die Ausrüstungsinvestitionen um 4,6% erhöhten. Der private und der staatliche Konsum weiteten sich etwas stärker aus als im Vorquartal, und die Exporte waren ebenfalls leicht höher.

Im zweiten Quartal liess die konjunkturelle Dynamik erheblich nach. Aufgrund erster Schätzungen sank das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber der Vorperiode um ein halbes bis ein ganzes Prozent. Die Industrieproduktion ging saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode um 2,2% zurück und lag unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Auftragseingänge schrumpften volumenmässig deutlich. Besonders stark sanken die Bestellungen aus dem Inland. Dabei schwächte sich die Nachfrage nach Investitionsgütern stärker ab als jene nach Konsumgütern. Auch die Detailhandelsumsätze nahmen ab; vom Umsatzrückgang waren fast alle Bereiche, vor allem aber der Fahrzeugabsatz, betroffen.

In Westdeutschland stieg die Zahl der Beschäftigten im zweiten Quartal nicht mehr weiter. Die Arbeitslosenquote, die im ersten Quartal durchschnittlich 6,2% betragen hatte, stieg auf 6,5%. Im Juli erhöhte sie sich auf 6,7%. Die Kurzarbeit ging dagegen saisonbereinigt leicht zurück.

Die westdeutsche Jahreststeuerung, die im ersten Quartal auf durchschnittlich 4,4% geklettert war, belief sich im zweiten Quartal auf 4,5%. Im Juli sank sie auf 3,3%. Dieser Rückgang widerspiegelt vorwiegend einen Basiseffekt: Im gleichen Monat des Vorjahres war der Preisindex als Folge von Steuer- und Gebührenerhöhungen sprunghaft gestiegen. Die Deutsche Bundesbank befürchtet jedoch, dass sich die Jahreststeuerung wieder beschleunigen wird. Die Lohnentwicklung dürfte dazu massgeblich beitragen. In wichtigen Tarifbereichen wurden im Jahre 1992 Lohnsteigerungen von durchschnittlich 5,5% vereinbart (Vorjahr: rund 7%).

In Ostdeutschland bewegte sich die wirtschaftliche Entwicklung gemäss den verfügbaren Stati-

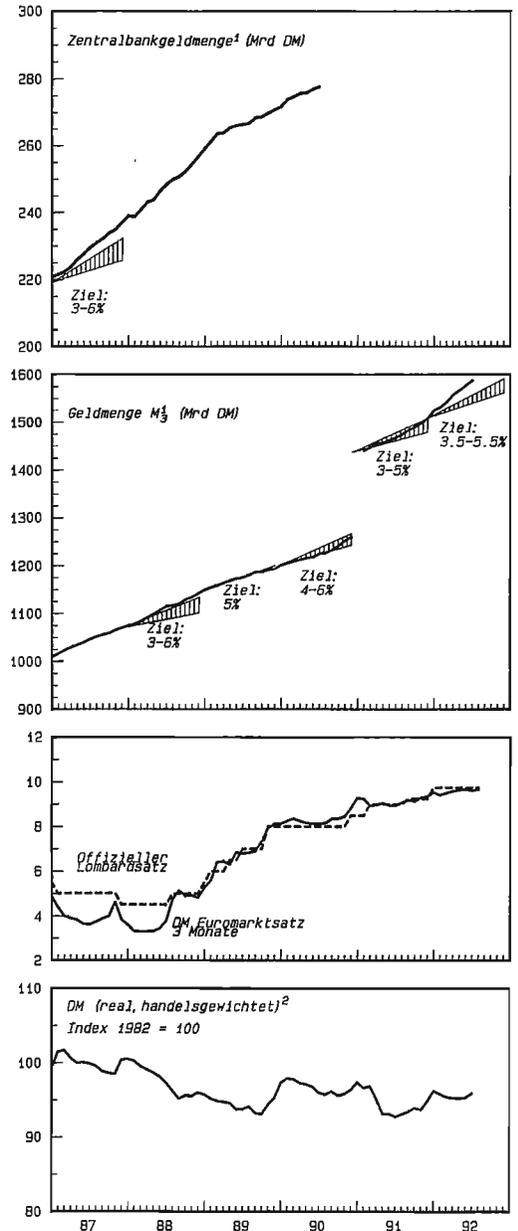
stiken weiterhin in der Talsohle. Der Rückgang der Industrieproduktion verlangsamte sich indessen. Im ersten Quartal lag sie noch um 4,1% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau, nachdem sie im vierten Quartal 1991 massiv geschrumpft war. Auch der Auftragseingang in der Industrie sank deutlich weniger stark als in den Vorquartalen. Während sich die Bestellungen aus dem Inland auf tiefem Niveau stabilisierten, schrumpften die Aufträge aus dem Ausland weiter. Der Rückgang der Auslandnachfrage erklärt sich vorwiegend durch den Zusammenbruch der früheren Absatzmärkte in Osteuropa. Im Bauhauptgewerbe verbesserte sich der Geschäftsgang erheblich; die Aufträge nahmen erneut ausserordentlich stark zu.

Die ostdeutsche Arbeitslosenquote, die im ersten Quartal auf 15,7% gestiegen war, verringerte sich erstmals und betrug im Durchschnitt 14,4%. Ebenfalls rückläufig war die Zahl der Kurzarbeitenden. Die Zahl der Personen, die an Arbeitsbeschaffungsmassnahmen teilnahmen, umgeschult wurden oder eine Frühpension bezogen, erhöhte sich weiter. Die ostdeutsche Inflation mässigte sich. Im zweiten Quartal betrug sie 14,2%, nachdem sie Ende 1991 auf über 20% gestiegen war.

Im zweiten Quartal sanken die nominellen Einfuhren nach Deutschland gegenüber der Vorperiode um 3,5%, während die Ausfuhren um 2,5% zurückgingen. Der Handelsbilanzüberschuss stieg auf saisonbereinigt 6,9 Mrd. D-Mark. (1. Quartal: 5,6 Mrd. D-Mark). Der Passivsaldo der gesamtdeutschen Ertragsbilanz war deshalb im zweiten Quartal mit 9,9 Mrd. D-Mark etwas tiefer als in der Vorperiode.

Die Deutsche Bundesbank war auch im zweiten Quartal mit einer kräftigen Zunahme der Geldmenge konfrontiert. Das Aggregat M_3 , für das sie ein Ziel von 3,5%–5,5% festgelegt hatte, wuchs gegenüber dem Durchschnitt des vierten Quartals 1991 mit einer Jahresrate von 8,8%. Von den einzelnen Komponenten der Geldmenge stiegen der Bargeldumlauf und die kurzfristigen Termineinlagen besonders stark. Der Geldschöpfungsprozess wurde durch die Kreditgewährung der Banken beträchtlich gefördert; insbesondere hielten die robuste Baukonjunktur und die verschiedenen Subventionsmöglichkeiten für Investitionen in

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

Ostdeutschland die Kreditnachfrage in Schwung. Aufgrund des hohen Geldmengenwachstums und der Gefahr eines weiteren Anstiegs der Teuerung erhöhte die Deutsche Bundesbank den Diskontsatz am 17. Juli von 8% auf 8,75%. Sie belies den Lombardsatz dagegen bei 9,75%.

Die kurzfristigen Zinssätze versteiften sich wiederum. Bei den Wertpapierpensionsgeschäften stiegen die Sätze von rund 9,6% Ende März auf 9,8% Anfang August. Auf dem Kapitalmarkt zog die Rendite festverzinslicher Wertpapiere, die im ersten Quartal auf durchschnittlich 8,2% gesunken war, wieder an und betrug im zweiten Quartal 8,4%.

Anfang Juli stimmte ein Parlamentsausschuss dem Zinsabschlagsgesetz, einer Neuordnung zur Besteuerung von Zinserträgen, zu. Das neue Gesetz tritt voraussichtlich Anfang 1993 in Kraft. Es sieht vor, dass die Banken 30% der Zinsen direkt an den Fiskus abliefern, wobei hohe Vermögensbeträge vom Abschlag befreit sind. Ein erster Versuch mit einer Verrechnungssteuer im Jahre 1989 musste abgebrochen werden, weil damals massiv Kapital ins Ausland abgewandert war.

Die Deutsche Bundesregierung präsentierte Anfang Juli das Budget für den Staatshaushalt 1993 und den Finanzplan, der bis zum Jahre 1996 reicht. Das Budget sieht ein nominales Ausgabenwachstum von 2,5% vor. Das Defizit wird auf 38 Mrd. D-Mark geschätzt, 2,5 Mrd. D-Mark weniger als im laufenden Jahr. Im Finanzplan für die Jahre 1992 bis 1996 wird das jährliche Ausgabenwachstum auf durchschnittlich 2,3% begrenzt. Dadurch sollten die Defizite zurückgehen und schon 1993 weniger als 3% des Bruttosozialproduktes betragen. Verschiedene Nebenhaushalte sind jedoch im Budget und in der Planung nur teilweise enthalten, so dass die öffentliche Verschuldung insgesamt deutlich höher ausfallen dürfte als geplant.

Frankreich

Im ersten Quartal 1992 wuchs das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber der Vorperiode saisonbereinigt um 1%, nachdem es im vierten Quartal 1991 stagniert hatte. Gegenüber dem Vorjahresquartal stieg es um 2,9%. Das Wachstum stützte sich zur

Hauptsache auf die Exporte, die erheblich stärker stiegen als in der Vorperiode. Der private und der staatliche Konsum nahmen wiederum nur geringfügig zu. Die Investitionen schrumpften insgesamt erneut, wenn auch weniger stark als im Vorquartal. Während die Bauinvestitionen stiegen, gingen die Ausrüstungsinvestitionen weiter zurück.

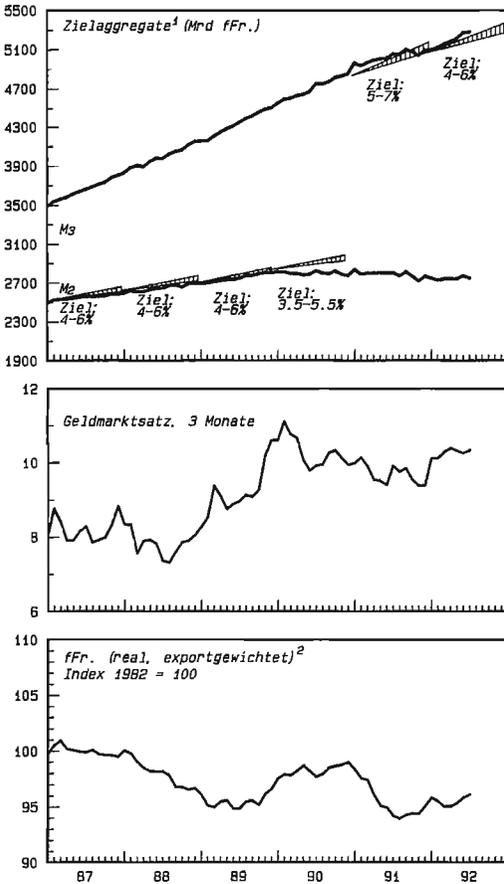
Im zweiten Quartal wuchsen die Exporte wiederum beträchtlich, dagegen stagnierte die Binnen nachfrage. Die Industrieproduktion sank gegenüber der Vorperiode um 0,4%. Auch der Verkaufsindex des Grosshandels ging zurück, und von den Detailhandelsverkäufen gingen ebenfalls keine belebenden Impulse aus. Die Bestellungseingänge waren niedriger als im ersten Quartal, wobei die Auslandnachfrage stärker schrumpfte als die Inlandnachfrage. Der vorlaufende Konjunkturindikator der OECD bildete sich im zweiten Quartal leicht zurück.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich weiter. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote nahm im zweiten Quartal nochmals zu und betrug im Durchschnitt 10,1%. Besonders stark erhöhte sich wiederum die Zahl der Langzeitarbeitslosen, welche jetzt ungefähr einen Drittel aller Arbeitslosen ausmachen. Die Jahresteuierung betrug im zweiten Quartal 3,1%, gegenüber 3,0% im ersten Vierteljahr.

Der Überschuss der französischen Handelsbilanz belief sich im zweiten Quartal auf saisonbereinigt rund 11 Mrd. Francs (1. Quartal: 5,8 Mrd. Francs), gegenüber einem Defizit von 8,9 Mrd. Francs in derselben Periode des Vorjahres. Während die Ausfuhren nominal um 6,2% wuchsen, gingen die Einfuhren leicht zurück. Insgesamt weisen die französischen Exporte seit einem Jahr erhebliche Zuwachsraten auf, während die Importe tendenziell stagnieren. Die Ertragsbilanz verzeichnete in den ersten vier Monaten des Jahres 1992 einen Passivsaldo von 6,7 Mrd. Francs, gegenüber 28,5 Mrd. Francs im gleichen Zeitraum des Vorjahres.

Die französische Regierung legte im Mai ein revidiertes Haushaltsbudget für das Jahr 1992 vor. Einerseits erwartet sie wegen der letztjährigen Wirtschaftsschwäche deutlich weniger Steuereinnahmen. Um die Konjunkturerholung nicht zu gefährden, wurde darauf verzichtet, die Ausgaben ent-

Grafik 6: Frankreich



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

² Quelle: OECD

sprechend stark zu kürzen. Andererseits fallen zusätzliche Ausgaben an, unter anderem für Massnahmen gegen die Langzeitarbeitslosigkeit und für Lohnanpassungen im öffentlichen Dienst. Insgesamt wird das Defizit mit 135 Mrd. Francs leicht höher sein als im Vorjahr und wiederum 1,9% des Bruttoinlandproduktes entsprechen.

Im ersten Halbjahr 1992 blieben die französischen Leitzinsen unverändert. Der Interventionssatz am Geldmarkt (taux d'appel d'offres) betrug 9,6%, der Pensionssatz für Schatzwechsel (taux des pri-

ses en pension) 10,5%. Im zweiten Quartal verringerte die Banque de France jedoch aufgrund des starken Franc ihren Mindestreservesatz auf Sichteinlagen, worauf der Basiszinssatz der Geschäftsbanken von 10,35% auf 9,85% fiel. Der Dreimonats-Interbankensatz (TIOP) ging leicht zurück von durchschnittlich 10,1% im ersten auf 10,0% im zweiten Quartal. Die Rendite der öffentlichen Anleihen stieg dagegen von 9,1% im April auf 9,5% im Juli.

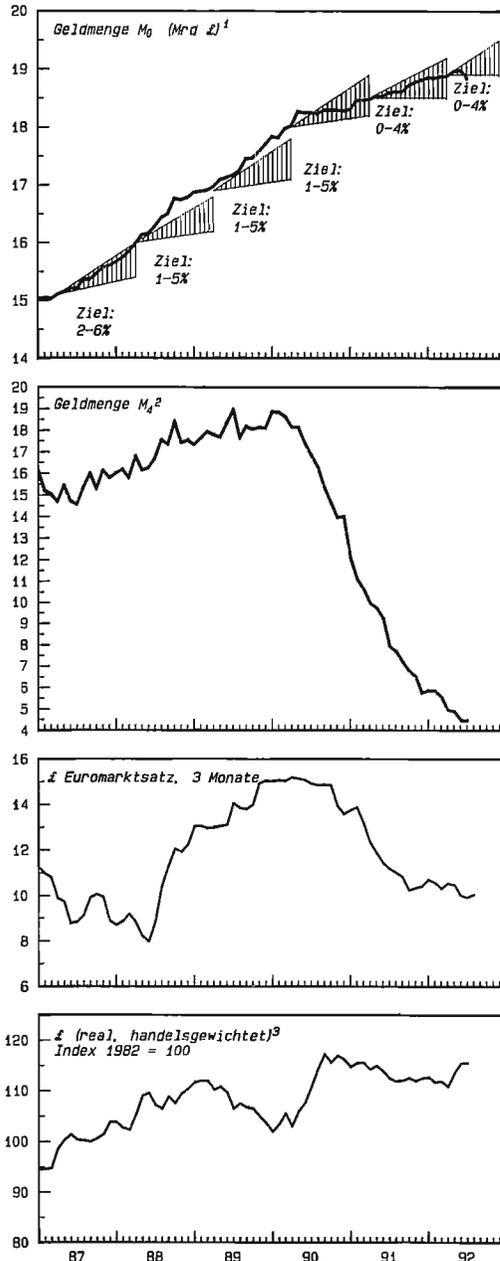
Nachdem das Wachstum der saisonbereinigten Geldmenge M₃ im Jahre 1991 hinter dem Ziel zurückgeblieben war, nahm das Aggregat im ersten Halbjahr 1992 wieder deutlich stärker zu. Im ersten Quartal betrug die Jahreswachstumsrate 6,2%, im zweiten Quartal 7,2%. Damit wurde das Geldmengenziel, das für 1992 auf 4–6% festgelegt worden war, leicht überschritten.

Grossbritannien

In Grossbritannien setzte sich die Rezession zu Beginn des Jahres 1992 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt ging im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,8% zurück, nachdem es im vierten Quartal 1991 stagniert hatte. Im Vorjahresvergleich sank das Bruttoinlandprodukt um 1,5% (4. Quartal 1991: -1,2%). Verglichen mit dem ersten Vierteljahr schrumpften der private und der staatliche Konsum sowie die Exporte, während die Investitionen insgesamt leicht stiegen. Allerdings wuchsen nur die Ausrüstungsinvestitionen; die Bauinvestitionen blieben unverändert. Die Importe waren, trotz der schwachen Inlandnachfrage, deutlich höher als in der Vorperiode.

Die ersten verfügbaren Indikatoren deuten nicht darauf hin, dass sich die konjunkturelle Situation im zweiten Quartal nennenswert besserte. Das Einzelhandelsvolumen nahm saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode kaum zu. Auch die Industrieproduktion wuchs wenig. Die Bestellungseingänge entwickelten sich noch immer schwach, waren aber etwas höher als in den Vorperioden. Die wirtschaftlichen Aussichten werden von den Unternehmen in den neuesten Umfragen wiederum als düster beurteilt. Der vorlaufende Konjunkturindikator der OECD für Grossbritannien, der im vierten Quartal 1991 abgenommen hatte, zog da-

Grafik 7: Grossbritannien



1 Saisonbereinigt; Ziele: April bis März des folgenden Jahres (Quelle: Bank of England)
 2 Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Bank of England)
 3 Quelle: OECD

gegen in der ersten Jahreshälfte wieder an. Der britische Industrieverband prognostiziert für das laufende Jahr ein leichtes Wachstum des Bruttoinlandproduktes von knapp einem Prozent.

Die Arbeitslosenzahlen nahmen im ersten Halbjahr 1992 weiter zu, allerdings weniger stark als in der Vorperiode. Im Juni betrug die Arbeitslosenquote 9,6%, gegenüber 9,4% im März.

Die Konsumentenpreise stiegen im zweiten Quartal um durchschnittlich 4,2%, nachdem sie sich im Vorquartal um 4,1% erhöht hatten. Im Juli belief sich die Teuerung auf 3,7%. Die Basisinflationrate, welche die Hypothekarzinsen nicht berücksichtigt, sank von 5,6% im ersten Quartal auf durchschnittlich 5,3% im zweiten Quartal.

Das saisonbereinigte Handelsbilanzdefizit verharnte im zweiten Quartal mit etwa 3,1 Mrd. Pfund auf dem Niveau der Vorperiode, lag jedoch deutlich über dem Vorjahresstand. Die Einfuhren wuchsen im Jahresvergleich um nominal 6,3%, die Ausfuhren um 3,5%. Der Passivsaldo der Ertragsbilanz entsprach mit rund 2,5 Mrd. Pfund ebenfalls ungefähr dem Wert des ersten Quartals (2,6 Mrd. Pfund).

Die britischen Währungsbehörden senkten am 5. Mai den Interventionsatz um einen halben Prozentpunkt. In der Folge ging der Basiszinssatz, den die Geschäftsbanken erstklassigen Schuldner verrechnen, auf 10% zurück. Das letzte Mal war der Satz im September 1991 gesenkt worden. Mit der Zinsanpassung reagierten die Währungsbehörden darauf, dass das britische Pfund zu Beginn des Quartals im Europäischen Wechselkursmechanismus zur Stärke tendiert hatte. Gleichzeitig verbesserten sich die Teuerungsaussichten erheblich. Um die Jahresmitte schwächte sich das Pfund infolge des Zinsrückgangs wieder ab, was die Zentralbank veranlasste, mehrmals zugunsten der britischen Währung zu intervenieren. Die Währungsbehörden sind bestrebt, das Pfund innerhalb der engen Bandbreite (+/-2,25%) zu halten, obwohl für Grossbritannien die erweiterte Bandbreite (+/-6%) gilt.

Die monetäre Basis M_0 stieg im zweiten Quartal mit einer Jahresrate von saisonbereinigt 2,0%, verglichen mit 2,2% im Vorquartal. Sie lag damit

im Zielbereich von 0–4% , der für das Finanzjahr 1992/93 (April 1992 bis März 1993) festgelegt worden war. Die Geldmenge M_4 , welche auch die Bank- und Bausparkasseneinlagen umfasst, nahm mit 5,2% wiederum weniger stark zu als im ersten Quartal (+5,7%).

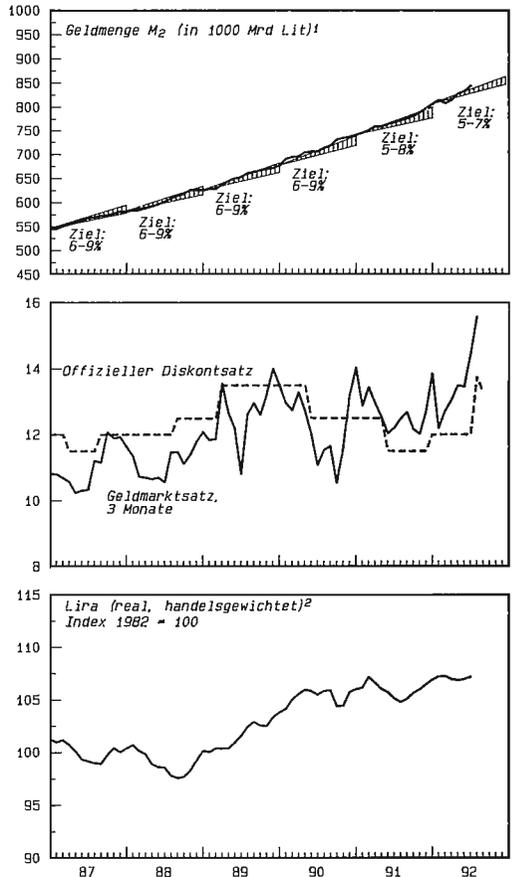
Aufgrund der gegenwärtigen Rezession dürfte das Defizit im Staatshaushalt 1992/93, das auf 28 Mrd. Pfund oder ungefähr 4,5% des Bruttoinlandproduktes budgetiert wurde, erheblich höher als erwartet ausfallen. Einerseits liegen die Steuereinnahmen unter den Prognosen, andererseits nehmen die Ausgaben, insbesondere für die Arbeitslosenunterstützung, weiter zu. Die Regierung rechnet ausserdem damit, dass die Defizite in den nächsten Jahren weiter steigen. Daher will sie das Ausgabenwachstum durch eine strikte Rahmenplanung wieder in den Griff bekommen.

Italien

In Italien blieb die Konjunktur auch im ersten Quartal 1992 gedämpft. Das Bruttoinlandprodukt erhöhte sich gegenüber der Vorperiode real und saisonbereinigt um 0,5% und lag damit um 1,5% höher als vor Jahresfrist (4. Quartal 1991: +1,7%). Zum Zuwachs trugen hauptsächlich die Exporte bei, die mit 2% deutlich kräftiger stiegen als im Vorquartal. Die Binnennachfrage wuchs dagegen wiederum nur leicht (+0,4%) und war ausschliesslich vom Konsum getragen. Die Investitionen, die in den Vorperioden jeweils zugenommen hatten, stagnierten im ersten Quartal.

Gemäss den ersten verfügbaren Indikatoren blieb das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal weiterhin schwach. Der Index der Industrieproduktion stagnierte auf dem Niveau der Vorperiode und lag unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Aufgrund der Umfrage des Konjunkturforschungsinstitutes ISCO sind die Bestellungen sowohl aus dem Inland als auch aus dem Ausland rückläufig. Dazu beurteilen die Unternehmen ihre Lager noch immer als zu hoch. Der vorlaufende Konjunkturindikator der OECD, der sich im ersten Quartal zurückgebildet hatte, wies auch im zweiten Quartal nicht auf eine Trendwende hin.

Grafik 8: Italien



¹ Saisonbereinigt; neue Definition von M_2 ; Ziele: %-Veränderung Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr (Quelle: Banca d'Italia)

² Quelle: OECD

Im ersten Halbjahr 1992 stieg das Defizit der italienischen Handelsbilanz auf rund 13 400 Mrd. Lire, im Vergleich zu 11 600 Mrd. Lire in der gleichen Periode des Vorjahres. Die Wareneinfuhren nahmen nominal um 5,1%, die Ausfuhren um 4,5% zu. Das Ertragsbilanzdefizit stieg im ersten Quartal auf 23 100 Mrd. Lire, nachdem es im entsprechenden Vorjahreszeitraum noch 19 100 Mrd. Lire betragen hatte. Neben dem Handelsbilanzdefizit trugen vorwiegend Zinszahlungen an das Ausland zum erheblichen Passivsaldo bei.

Auf dem Arbeitsmarkt verschärfte sich die Situation. In der Industrie war die Beschäftigung weiterhin rückläufig. Die Arbeitslosenquote, die im Januar 11,3% betragen hatte, stieg im April weiter auf 11,6%. Anfang Juli einigten sich die Gewerkschaften und Arbeitgeber darauf, das System des automatischen Teuerungsausgleichs für Löhne (scala mobile) aufzugeben und bis Ende 1993 auf Tarifverhandlungen zu verzichten. Den Arbeitnehmern wurden gleichzeitig Lohnerhöhungen zugesprochen, welche einen Teil der Geldentwertung kompensieren.

Die Jahresteuern sanken von 5,7% im ersten auf 5,6% im zweiten Quartal. Im Juli betrug sie 5,5%. Auch die Lohnkosten nahmen weniger stark zu als noch zu Jahresbeginn.

Im Zeitraum Januar bis Mai betrug das staatliche Haushaltsdefizit 82 900 Mrd. Lire. Es übertraf damit den entsprechenden Vorjahreswert um 25%. Ursprünglich war für das Jahr 1992 ein Budgetdefizit von 160 000 Mrd. Lire (10,7% des Bruttoinlandsproduktes) prognostiziert worden. Anfang Juli verabschiedete die neue Regierung ein Sparprogramm mit dem Ziel, den Fehlbetrag wieder auf den Stand des Vorjahres zu verringern (152 000 Mrd. Lire). Das Programm sieht Kürzungen bei Transferzahlungen, Subventionen und Militärausgaben vor. Ferner soll eine Spezialabgabe auf Immobilien sowie auf Bank- und Posteinlagen erhoben werden. Weitere Erträge erwartet die Regierung von der Teilprivatisierung grosser Staatsunternehmen durch die Ausgabe von Aktien.

Nachdem die Lira im ersten Quartal etwas höher bewertet worden war, geriet sie um die Jahresmitte im Europäischen Wechselkursmechanismus wieder stark unter Druck. Deshalb intervenierte die italienische Zentralbank in erheblichem Ausmass zugunsten der italienischen Währung und erhöhte den Diskontsatz, der letztmals im Dezember 1991 angehoben worden war, Anfang und Mitte Juli um insgesamt eindreiviertel Punkte von 12% auf 13,75%. Der Lombardsatz wurde auf 15,25% angepasst. Der durchschnittliche Dreimonatssatz am Interbankenmarkt stieg von 12,0% im März auf 15,6% im Juli, und die Verzinsung der zwölfmonatigen Schatzwechsel (BoT) von 10,9% auf 12,6%.

Anfang August senkte die italienische Zentralbank ihre beiden Leitzinssätze um je einen halben Prozentpunkt. Die Massnahme wurde damit begründet, dass der Druck auf die Lira nachgelassen habe und die Teuerungserwartungen rückläufig seien. Verschiedene grosse Banken senkten anschliessend ihre Prime Rate auf 15,25%. Das Wachstum der Geldmenge M_2 lag gemäss provisorischen Daten sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal über dem Zielkorridor von 5–7%.

C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion

Die konjunkturelle Abwärtsbewegung schwächte sich im zweiten Quartal 1992 ab. Saisonbereinigt stagnierte das reale Bruttoinlandsprodukt im zweiten Vierteljahr gegenüber der Vorperiode. Im Vergleich zum Vorjahresquartal ging es real um 0,3% zurück und war damit deutlich weniger stark rückläufig als in den vier Quartalen zuvor (1. Quartal: -0,6%). Zur konjunkturellen Aufhellung trug vor allem die anhaltend rege Exporttätigkeit bei. Bei der Inlandnachfrage wirkten einzig der private und staatliche Konsum – wenn auch vermindert – als Konjunkturstützen. Die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen befanden sich immer noch auf Talfahrt.

Der Geschäftsgang in der Industrie verharrte gemäss der Umfrage der KOF-ETH im Juni weiterhin auf dem unbefriedigenden Niveau der Vormonate. Vor allem die binnenwirtschaftlich orientierten Branchen gaben im Vorjahresvergleich tiefere Bestellungseingänge an, während die meisten Exportbranchen höhere Auftragseingänge meldeten. Im weiteren beurteilte eine überwiegende Zahl der Testteilnehmer den Auftragsbestand als zu tief. Gegenüber dem Vorjahr produzierte die Industrie insgesamt weniger. Die Kapazitätsauslastung stagnierte auf dem Vorquartalsniveau von 82%. Der Anteil der Überstunden an der Normalarbeitszeit verharrte bei 1,4%. Da sowohl die Halbfabrikate- als auch Fertigfabrikatelager als zu hoch eingeschätzt wurden, beabsichtigten die

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunktorentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

| | 1988 | 1989 | 1990 ^{a)} | 1991 ^{a)} | 1991 ^{a)} | | | | 1992 ^{a)} | |
|-------------------------------|------|------|--------------------|--------------------|--------------------|-------|-------|-------|--------------------|-------|
| | | | | | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. |
| USA | 3,9 | 2,4 | 0,9 | -1,2 | -1,9 | -1,7 | -1,0 | 0,1 | 1,6 | 1,5 |
| Japan ^{b)} | 6,3 | 4,7 | 5,6 | 4,4 | 5,9 | 5,0 | 4,2 | 2,5 | 2,1 | |
| Westdeutschland ^{b)} | 3,6 | 3,9 | 4,7 | 3,2 | 5,4 | 4,5 | 2,0 | 0,9 | 0,8 | |
| Frankreich | 4,5 | 4,1 | 2,2 | 1,3 | 0,3 | 1,0 | 1,7 | 1,8 | 2,9 | |
| Grossbritannien | 4,3 | 2,3 | 1,0 | -2,2 | -2,1 | -3,4 | -2,1 | -1,2 | -1,5 | |
| Italien | 4,1 | 2,9 | 2,2 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,4 | 1,7 | 1,5 | |
| Schweiz | 2,9 | 3,9 | 2,2 | -0,5 | 0,2 | -0,6 | -0,7 | -1,0 | -0,6 | -0,3 |

a) provisorisch

b) BSP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | | 1992 | | | |
|-----------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-----|------|------|
| | | | | | 1. Q. | 2. Q. | April | Mai | Juni | Juli |
| USA | 4,1 | 4,6 | 5,5 | 4,3 | 2,9 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,1 | 3,2 |
| Japan | 0,7 | 2,3 | 3,1 | 3,3 | 1,9 | 2,2 | 2,4 | 2,0 | 2,3 | 1,7 |
| Westdeutschland | 1,3 | 2,8 | 2,7 | 3,5 | 4,4 | 4,5 | 4,6 | 4,6 | 4,3 | 3,3 |
| Frankreich | 2,7 | 3,6 | 3,4 | 3,1 | 3,0 | 3,1 | 3,1 | 3,1 | 3,0 | 2,9 |
| Grossbritannien | 4,9 | 7,8 | 9,5 | 5,9 | 4,1 | 4,2 | 4,3 | 4,3 | 3,9 | 3,7 |
| Italien | 5,0 | 6,6 | 6,1 | 6,5 | 5,7 | 5,6 | 5,6 | 5,7 | 5,5 | 5,5 |
| Schweiz | 1,9 | 3,2 | 5,4 | 5,9 | 4,8 | 4,4 | 4,8 | 4,2 | 4,2 | 3,8 |

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 ^{a)} | 1992 ^{a)} | | 1992 ^{a)} | | | |
|-------------------------------|------|------|------|--------------------|--------------------|-------|--------------------|------|------|------|
| | | | | | 1. Q. | 2. Q. | April | Mai | Juni | Juli |
| USA | 5,5 | 5,2 | 5,5 | 6,8 | 7,2 | 7,5 | 7,2 | 7,5 | 7,8 | 7,7 |
| Japan | 2,5 | 2,3 | 2,1 | 2,1 | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 2,1 | 2,1 | 2,2 |
| Westdeutschland ^{b)} | 8,7 | 7,9 | 7,2 | 6,3 | 6,2 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 6,6 | 6,7 |
| Frankreich | 10,0 | 9,4 | 9,0 | 9,4 | 9,9 | 10,1 | 10,0 | 10,0 | 10,3 | |
| Grossbritannien ^{c)} | 8,1 | 6,3 | 5,8 | 8,1 | 9,3 | 9,6 | 9,5 | 9,6 | 9,6 | 9,7 |
| Italien ^{c) d)} | 12,2 | 12,1 | 11,2 | 10,9 | 11,3 | | | | | |
| Schweiz ^{e)} | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 1,2 | 1,9 | 2,4 | 2,2 | 2,4 | 2,6 | 2,7 |

a) provisorisch

b) in Prozent der abhängigen Erwerbspersonen

c) ausgenommen Schulabgänger

d) nicht saisonbereinigt

e) Ganzarbeitslose

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

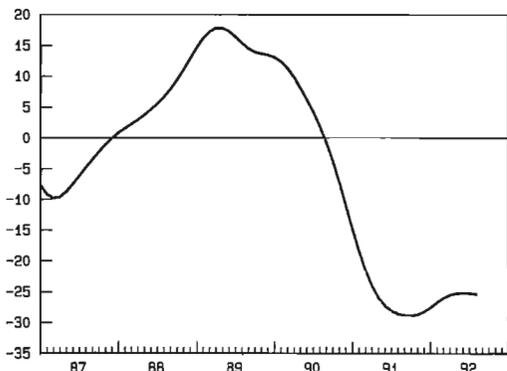
| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 ^{a)} | 1991 ^{a)} | | | | 1992 ^{a)} | |
|-------------------------------|--------|--------|-------|--------------------|--------------------|-------|-------|-------|--------------------|-------|
| | | | | | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. |
| USA | -126,2 | -106,3 | -92,1 | -3,7 | 12,2 | 2,4 | -11,1 | -7,2 | -5,3 | |
| Japan | 79,6 | 57,2 | 33,7 | 72,6 | 10,3 | 18,8 | 19,5 | 22,9 | 28,6 | |
| Westdeutschland ^{b)} | 50,3 | 57,4 | 47,1 | -19,8 | -6,5 | -5,9 | -3,2 | -4,2 | -7,5 | -6,2 |
| Frankreich | -3,5 | -3,8 | -9,4 | -5,6 | -4,4 | -1,6 | -0,9 | 0,7 | -1,0 | |
| Grossbritannien ^{c)} | -27,6 | -33,4 | -27,6 | -11,1 | -4,4 | -0,4 | -2,1 | -1,1 | -4,7 | -4,5 |
| Italien ^{c)} | -5,7 | -10,8 | -14,7 | -21,5 | -8,2 | -4,6 | -3,7 | -5,0 | -9,0 | |
| Schweiz ^{c)} | 9,0 | 7,0 | 8,6 | 10,0 | 3,7 | 1,7 | 1,8 | 2,9 | 4,3 | 2,9 |

a) provisorisch

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

c) nicht saisonbereinigt

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹

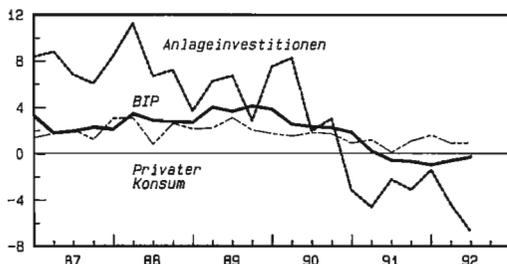


¹ Geglättet; beim «Geschäftsgang» in der Industrie handelt es sich um einen Sammelindikator, der sich aus vier Einzelgrößen – Bestellungseingang und Produktion im Vorjahresvergleich sowie Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelager – zusammensetzt
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

Umfrageteilnehmer nicht, die Produktion in nächster Zeit auszudehnen.

Die Entwicklung in den kommenden Monaten wird unterschiedlich beurteilt. Während die vorwiegend für den Binnenmarkt produzierenden Unternehmungen mit einem weiteren Rückgang der Bestellungen und der Produktion rechnen, erwarten die exportorientierten Betriebe zunehmende Bestellungseingänge und eine sich stabilisierende Produktion.

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹



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

Konsum

Der private Konsum, der bisher als Konjunkturstütze gewirkt hatte, bildete sich im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode zurück. Im Vorjahresvergleich nahm er real noch um 0,9% zu (1. Quartal: 0,9%). Von der Abschwächung war vor allem der Konsum dauerhafter Konsumgüter sowie von Dienstleistungen betroffen. Auch der staatliche Konsum wuchs saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode langsamer als in den Vorquartalen.

Die Detailhandelsumsätze nahmen verkaufstagebereinigt im zweiten Quartal gegenüber dem entsprechenden Vorquartal real um 1,9% zu (1. Quartal: -2,7%). Die Umsätze von Nahrungs- und Genussmitteln stiegen deutlich, während sie bei den Bekleidungsartikeln und Textilwaren sowie bei den übrigen Gruppen schrumpften. Gemäss der Verkaufstatistik der Vereinigung Schweizerischer Automobilimporteure verringerte sich die Anzahl verkaufter Personenwagen gegenüber der Vorjahresperiode nochmals um 7,5%. Die Zahl der Hotelübernachtungen lag im zweiten Quartal um 0,3% unter dem Vorjahresstand. Zu dieser Abnahme trugen ausschliesslich die inländischen Gäste bei, während die Logiernächte von Ausländern deutlich zunahmen.

Der vom Bundesamt für Konjunkturfragen im Juli erhobene Konsumentenstimmungsindex fiel auf einen neuen Tiefpunkt, nachdem er sich in der Vorerhebung vom April leicht verbessert hatte. Alle im Sammelindex enthaltenen Einzelgrößen trugen zu diesem neuerlichen Rückgang bei. Pessimistischer als in der April-Erhebung wurde die allgemeine Wirtschaftsentwicklung bewertet. Zudem beurteilten die befragten Konsumenten ihre vergangene sowie erwartete finanzielle Situation deutlich schlechter. Die Sicherheit der Arbeitsplätze wurde so tief wie nie zuvor eingestuft.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen gingen gegenüber dem Vorquartal weiter zurück und lagen real um 6,8% unter dem Vorjahresniveau (1. Quartal: -4,4%). Weder die Bau- noch die Ausrüstungsinvestitionen liessen Zeichen einer Erholung erkennen.

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1991 | | | | 1992 | |
|--|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. |
| Import von Investitionsgütern, real ¹ | - | 5,7 | 3,0 | -2,9 | -5,9 | 0,0 | -5,3 | 0,1 | -6,2 | -7,9 |
| Baubewilligte Wohnungen ² | 7,5 | -0,1 | -9,1 | 7,6 | -9,1 | 2,6 | 35,6 | 2,4 | 33,8 | 40,0 |
| Neuerstellte Wohnungen ² | 2,1 | -11,9 | -3,1 | 1,3 | 5,6 | 22,8 | -3,7 | -11,9 | -1,8 | -21,5 |
| Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal | | | | | | | | | | |
| Total | 18,0 | 12,0 | 2,0 | -4,0 | -3,0 | -5,0 | -6,0 | -3,0 | -10,0 | -14,2 |
| Privater Bau | 15,0 | 12,0 | -1,0 | -10,0 | -12,0 | -12,0 | -12,0 | -4,0 | -15,0 | -18,9 |
| Öffentlicher Bau | 21,0 | 14,0 | 7,0 | 4,0 | 11,0 | 2,0 | 3,0 | -1,0 | -5,0 | -9,1 |
| Bauteuerung ³ | 3,9 | 3,8 | 5,8 | 6,7 | 5,8 | 7,2 | 6,6 | 7,1 | 4,4 | 4,6 |

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

² in 96 Städten

³ gewichteter Produktionskostenindex des SBV

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

Die Bauinvestitionen sanken im Vergleich zur Vorjahresperiode real um 5,0% (1. Quartal: -3,0%). Das anhaltend hohe Zinsniveau, die Finanzknappheit der öffentlichen Haushalte und die leerstehenden Büro- und Lagerflächen weisen nach wie vor auf ein schwieriges Umfeld für die Bauwirtschaft hin. Wie die Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes ergab, verminderte sich der Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe im zweiten Vierteljahr im Vorjahresvergleich real um 19% (1. Quartal: -15%). Von diesem Rückgang war der Wirtschaftsbaubau spürbar stärker betroffen (-23%) als der Wohnungsbau (-15%). Ebenso schrumpfte der Auftragsbestand im öffentlichen Bau (-14%).

Die immer noch gedämpften Konjunkturerwartungen der Unternehmungen spiegelten sich in einer weiteren Abnahme der Ausrüstungsinvestitionen im zweiten Quartal wider. Allerdings war der Rückgang im zweiten Quartal im Vorquartalsvergleich saisonbereinigt weniger ausgeprägt als in der Vorperiode. Gegenüber dem Vorjahr nahmen die Ausrüstungsinvestitionen real um 9,9% ab (1. Quartal: -6,1%). Aufgrund der Ergebnisse der Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller entwickelte sich die in- und ausländische Nachfrage nach inländischen Ausrüstungsgütern im zweiten Quartal unterschiedlich. So wuchsen die Bestellungseingänge aus dem Ausland im Vorjahresvergleich nominell deutlich stärker als die Auftragseingänge aus dem Inland.

Real waren die Auftragseingänge aber noch immer rückläufig. Der Arbeitsvorrat lag Ende Juni bei 5,4 Monaten und war damit gleich hoch wie bei der März-Erhebung.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Der schweizerische Aussenhandel war im zweiten Quartal durch steigende Exporte und rückläufige Einfuhren geprägt. Die Güterexporte lagen im zweiten Quartal wertmässig um 5% (Vorperiode: 9,6%) und real um 3,5% (Vorperiode: 6,7%) über dem Vorjahresniveau. Die Preise der exportierten Güter stiegen nur wenig: Gemessen am Mittelwertindex lag das Exportpreisniveau um 1,5% über dem Vorjahresstand (Vorperiode: 2,8%). Die Einfuhren lagen im zweiten Quartal wertmässig um 1% und real gar um 4,9% unter dem Vorjahresniveau. Das Importpreisniveau übertraf seinen Vorjahreswert – gemessen am Mittelwertindex – um 4,2% (Vorperiode: 4,1%).

Die Dynamik der Ausfuhren basierte zu einem guten Teil auf den Konsumgüterexporten, wobei vor allem die Uhrenindustrie sowie die Bijouterie hohe Zuwachsraten verzeichneten. Weniger ausgeprägt fiel das Exportwachstum bei den Investitionsgütern sowie den Rohstoffen und Halbfabrikaten aus. Die chemische Industrie wies insgesamt ein hohes Exportwachstum aus, während die Ausfuhren der Maschinen- und Elektroindu-

strie real zurückgingen. Geographisch war das Wachstum breit abgestützt. Lediglich in die GUS-Staaten und nach Osteuropa wurde im Vorjahresvergleich deutlich weniger exportiert. Geringfügig weniger wurde auch nach Japan geliefert. Hingegen stiegen die Exporte in die Vereinigten Staaten deutlich. Bei den Ausfuhren in die EG zeigten sich erneut ausgeprägte Unterschiede: Das Wachstum der Exporte nach der Bundesrepublik Deutschland schwächte sich ab, während die Ausfuhren nach Italien, Belgien, Spanien und Griechenland überdurchschnittlich anstiegen. Bei den Importen erlitten die Investitionsgüter die höchste nominale und reale Einbusse. Auch die Einfuhr von Konsumgütern schrumpfte wert- und volumenmässig. Die dauerhaften Güter waren davon besonders stark betroffen.

Infolge höherer Exporte und tieferer Importe ging das traditionelle Defizit der Handelsbilanz (Spezialhandel und übriger Warenverkehr) im zweiten Quartal weiter deutlich zurück. Im zweiten Vierteljahr belief es sich auf 0,7 Mrd. Franken; in der entsprechenden Vorjahresperiode lag es bei 2,6 Mrd. Franken. Der traditionelle Überschuss der Dienstleistungsbilanz blieb praktisch unverändert (2,7 Mrd. Franken). Die Bankkommissionen sanken angesichts rückläufiger Emissions- und Börsen-

geschäfte mit Ausländern gegenüber dem zweiten Quartal des Vorjahres. Die Zahl der Grenzgänger und in der Folge auch die ans Ausland bezahlten Arbeitseinkommen waren rückläufig. Im gleichen Zeitraum verminderten sich auch die Kapitalerträge aus dem Ausland. Der Ertragsbilanzüberschuss betrug im zweiten Quartal 4,4 Mrd. Franken (2. Quartal 1991: 2,6 Mrd.). Im ersten Halbjahr belief er sich auf insgesamt 10,7 Mrd. Franken gegenüber 7,4 Mrd. Franken in derselben Vorjahresperiode.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal 1992 gegenüber der Vorjahresperiode um 2,1% ab (1. Quartal: -1,8%). Sowohl die Industrie (-4,4%) wie auch das Baugewerbe (-4,8%) beschäftigten erneut markant weniger Arbeitskräfte als in der Vorjahresperiode. Das Bauhauptgewerbe erlitt einen stärkeren Beschäftigungsrückgang als das Ausbaugewerbe, da dieses vor allem von einer vermehrten Renovations- und Umbautätigkeit im Mehrfamilienhausbau profitieren konnte. Die Zahl der Beschäftigten im Dienstleistungssektor schrumpfte wie bereits im Vorquartal (-0,6%). Während die Versicherungsbranche die Beschäf-

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

| | 1988 ^{a)} | 1989 | 1990 | 1991 ^{b)} | 1991 ^{b)} | | | | 1992 ^{b)} | |
|-------------------------------|--------------------|------|------|--------------------|--------------------|-------|-------|-------|--------------------|-------|
| | | | | | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. |
| Reale Ausfuhr | 7,0 | 5,2 | 4,5 | -1,4 | -3,9 | 0,2 | -1,0 | -0,1 | 6,7 | 3,5 |
| davon: Rohstoffe u. Halbfabr. | - | 4,3 | 1,9 | -1,2 | -2,9 | 2,2 | -2,6 | -1,0 | 3,2 | 0,7 |
| Investitionsgüter | - | 5,5 | 5,1 | -4,0 | -5,1 | -3,1 | -3,8 | -3,5 | 2,4 | 0,8 |
| Konsumgüter | - | 5,9 | 6,3 | 1,4 | -3,7 | 1,8 | 3,5 | 4,5 | 15,2 | 9,6 |
| Ausfuhrpreise | - | 6,4 | 1,0 | 2,8 | 1,1 | 1,3 | 3,8 | 4,4 | 2,8 | 1,5 |
| Reale Einfuhr | 5,2 | 5,3 | 2,7 | -1,4 | -4,0 | -0,3 | -1,7 | 1,0 | -0,2 | -4,9 |
| davon: Rohstoffe u. Halbfabr. | - | 6,7 | 1,8 | -5,2 | -4,9 | -3,7 | -6,1 | -6,6 | -1,6 | -3,2 |
| Investitionsgüter | - | 6,0 | 3,0 | -2,9 | -5,9 | 0,0 | -5,3 | 0,1 | -6,2 | -7,9 |
| Konsumgüter | - | 4,6 | 2,7 | 2,7 | -2,2 | 3,5 | 4,5 | 6,1 | 3,4 | -4,8 |
| Einfuhrpreise | - | 8,5 | -0,7 | 0,1 | -3,5 | -0,3 | 3,0 | 1,1 | 4,1 | 4,2 |

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

^{a)} Schätzungen des Bundesamtes für Konjunkturfragen (BFK). Wegen der Revision der Zollstatistik sind 1988 vorläufig keine vergleichbaren Werte für den Aussenhandel nach Verwendungszweck verfügbar.

^{b)} provisorische Werte

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BFK

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

| | 1989 | 1990 ^{a)} | 1991 ^{a)} | 1991 ^{a)} | | | | 1992 ^{b)} | |
|--|--------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|-------------|
| | | | | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. |
| Total Einnahmen | 153,2 | 160,6 | 161,6 | 39,8 | 40,6 | 40,8 | 40,4 | 42,4 | 42,1 |
| Warenexporte | 87,0 | 91,1 | 90,9 | 21,9 | 23,1 | 21,6 | 24,3 | 24,0 | 24,4 |
| <i>Spezialhandel (Index I)</i> | 84,3 | 88,3 | 87,9 | 21,2 | 22,3 | 20,9 | 23,5 | 23,3 | 23,6 |
| <i>Übrige Warenexporte²</i> | 2,7 | 2,8 | 2,9 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,7 | 0,8 |
| Dienstleistungsexporte | 23,5 | 24,0 | 25,9 | 6,6 | 6,2 | 7,9 | 5,2 | 7,1 | 6,4 |
| Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland | 39,6 | 42,3 | 41,5 | 10,5 | 10,6 | 10,3 | 10,1 | 10,4 | 10,3 |
| Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland | 3,1 | 3,3 | 3,4 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Total Ausgaben | 141,7 | 148,6 | 147,0 | 35,0 | 38,1 | 37,9 | 36,1 | 35,9 | 37,7 |
| Warenimporte | 98,7 | 100,6 | 98,9 | 24,5 | 25,7 | 23,7 | 25,0 | 24,9 | 25,1 |
| <i>Spezialhandel (Index I)</i> | 95,2 | 96,6 | 95,0 | 23,5 | 24,7 | 22,9 | 24,0 | 23,9 | 24,1 |
| <i>Übrige Warenimporte²</i> | 3,4 | 4,0 | 3,8 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 0,9 |
| Dienstleistungsimporte | 12,4 | 12,8 | 13,3 | 1,9 | 3,5 | 5,3 | 2,6 | 2,1 | 3,8 |
| Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland | 24,8 | 28,7 | 27,7 | 7,0 | 7,1 | 6,9 | 6,8 | 6,9 | 6,9 |
| Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland | 5,9 | 6,5 | 7,2 | 1,7 | 1,8 | 1,9 | 1,7 | 2,0 | 2,0 |
| Saldo der Ertragsbilanz | 11,5 | 12,0 | 14,6 | 4,8 | 2,6 | 2,9 | 4,3 | 6,5 | 4,3 |

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

² inklusive elektrische Energie

a) provisorisch

b) vorläufige Schätzung

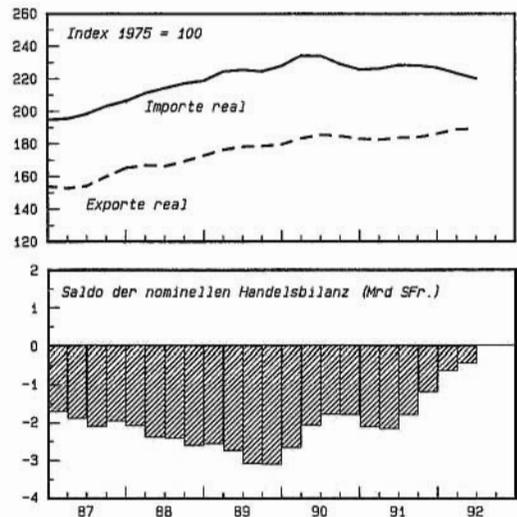
Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

tigung weiter ausdehnte (+0,9%), bauten die Banken und Finanzgesellschaften ihren Personalbestand erneut ab (-0,6%).

Der Manpower Stellenindex lässt noch keine Trendwende erkennen. Das Stellenangebot in der Tagespresse verringerte sich im Mai im Vergleich zum Vormonat erneut. Die bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen gingen saisonbereinigt weiter auf durchschnittlich 8100 zurück.

Die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen stieg im zweiten Quartal um rund 14 000 auf 74 000. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote erhöhte sich damit auf 2,4%. Die Arbeitslosigkeit unter den ausländischen Arbeitskräften ist überproportional hoch. Dies ist u.a. darauf zurückzuführen, dass jene Branchen, die von der konjunkturellen Abflachung besonders hart getroffen werden, einen hohen Anteil ausländischer Arbeitskräfte aufweisen; ferner dürfte in vielen Fällen aber auch die mangelnde berufliche Qualifikation zum Verlust des Arbeitsplatzes geführt haben.

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

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

Das regionale Gefälle zwischen der Westschweiz und dem Tessin einerseits und der Deutschschweiz andererseits blieb hoch. Im Kanton Genf stieg die Arbeitslosenquote im zweiten Quartal auf über 5%.

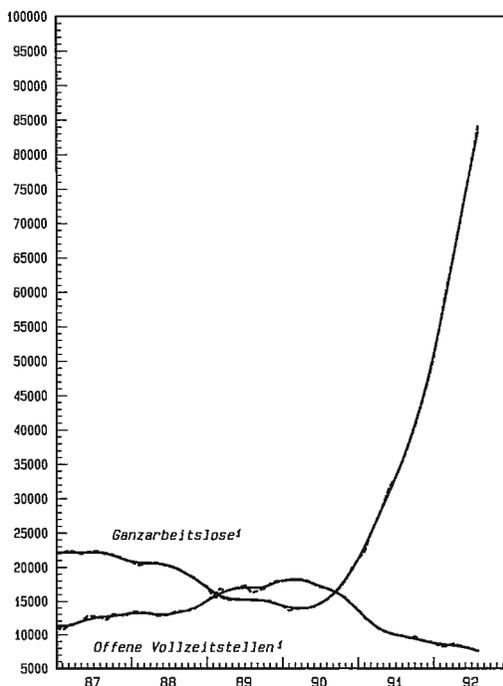
Die Zahl der von Kurzarbeit betroffenen Arbeitnehmer stabilisierte sich im zweiten Quartal auf hohem Niveau; es waren rund 36 000 Arbeitnehmer von Kurzarbeit betroffen, verglichen mit knapp 22 000 vor Jahresfrist. In der Mehrzahl der Wirtschaftszweige konnte die Kurzarbeit gegenüber dem Vorquartal reduziert werden, wobei dieser Rückgang vor allem auf saisonale Faktoren zurückzuführen ist.

Preise

Die Teuerung schwächte sich weiter ab. Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im zweiten Quartal 1992 um 4,4% über dem Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode, verglichen mit 4,8% im ersten Quartal.

Die Inlandteuerung bildete sich deutlich zurück; sie wies jedoch mit 5,2% im zweiten Quartal noch immer einen hohen Wert auf (1. Quartal: 6,0%). Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen hielt – wenn auch abgeschwächt – an. Die halbjährlich erfassten Wohnungsmieten lagen im Mai um 6,3%

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

über dem Vorjahreswert. Dagegen sanken die Preise für Rind-, Kalb- und Schweinefleisch. Sie

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | | | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | April | Mai | Juni | Juli |
| Index der Beschäftigten ¹ | 1,2 | 1,4 | -0,3 | 0,4 | 0,0 | -0,6 | -0,9 | -1,8 | -2,1 | - | - | - | - |
| Arbeitslosenquote ^{2,3} | 0,5 | 0,5 | 1,1 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,5 | 2,1 | 2,4 | 2,3 | 2,4 | 2,4 | 2,6 |
| Ganzarbeitslose ³ | 15 133 | 15 980 | 35 064 | 27 521 | 30 949 | 35 155 | 46 634 | 64 696 | 73 280 | 71 000 | 73 416 | 75 423 | 80 172 |
| Kurzarbeiter ³ | 603 | 734 | 20 269 | 9 137 | 21 888 | 19 222 | 30 829 | 41 108 | 35 823 | 39 813 | 36 158 | 31 499 | |
| Offene Vollzeitstellen ³ | 17 007 | 16 711 | 10 145 | 11 600 | 10 464 | 9 858 | 8 658 | 8 307 | 8 326 | 8 486 | 8 234 | 8 258 | 7 854 |

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

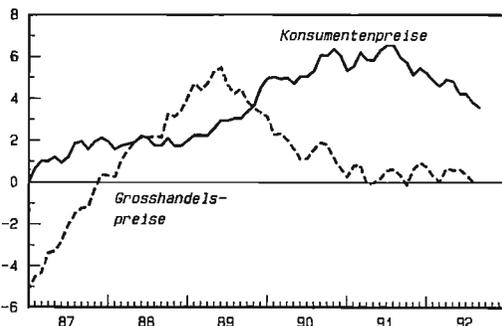
lagen zwischen 3% und 10% unter dem Vorjahresstand.

Die Auslandsteuerung erhöhte sich im zweiten Quartal auf 1,9% (1. Quartal: 1,4%), wobei die Heizölpreise auf dem entsprechenden Vorjahresstand verharrten und sich das Benzin binnen Jahresfrist geringfügig verbilligte.

Der Teuerungsabbau setzte sich im Juli fort. Der Landesindex der Konsumentenpreise lag um 3,8% über dem Vorjahresstand; dies ist der niedrigste Wert seit Oktober 1989. Gegenüber dem Vormonat verringerte sich der Index um 0,3%. Von den vier im Juli neu erfassten Bedarfsgruppen verzeichneten die Nahrungsmittel, Heizung und Beleuchtung sowie der Verkehr einen Indexrückgang, dagegen verteuerten sich die Körper- und Gesundheitspflege geringfügig. Im August betrug die Jahreststeuerung 3,6%.

Der Grosshandelspreisindex lag im zweiten Quartal um 0,5% über dem Vorjahresniveau (1. Quartal: 0,3%). Die Preise für Rohstoffe und Halbfabrikate (-0,6%) gingen zurück; während sich die Energieträger und Hilfsstoffe (1,6%) sowie die Konsumgüter (1,9%) verteuerten. Nach Herkunft der Produkte gegliedert, sanken die Preise für Importwaren um 0,7%, während jene für die im Inland produzierten Güter und Dienstleistungen um 0,9% stiegen.

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Die Nationalbank setzte ihre restriktive Geldpolitik im zweiten Quartal 1992 fort. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag mit 29,2 Mrd. Franken wieder ungefähr auf dem Niveau des vierten Quartals 1991, nachdem sie in der Vorperiode leicht zurückgegangen war. Die Nationalbank hatte für das zweite Quartal einen etwas tieferen Stand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 29,1 Mrd. Franken prognostiziert. Die Abweichung von der Prognose war hauptsächlich auf die Entwicklung der Giro Guthaben zurückzuführen.

Der Notenumlauf nahm im zweiten Quartal erwartungsgemäss nur wenig zu. Er übertraf sein Vorjahresniveau um 0,8% (1. Quartal: 0,5%). Die Giro Guthaben stiegen von April bis Juni um rund 100 Mio. Franken. Sie betragen im Durchschnitt des Quartals 2571 Mio. Franken, gegenüber 2537 Mio. Franken in der Vorperiode. Die bis zum Mai anhaltende Schwächeneigung des Frankens am Devisenmarkt liess die inländischen Geldmarktsätze in die Höhe klettern. Die Nationalbank war bestrebt, den Zinsanstieg zu mildern, indem sie die Giro Guthaben etwas stärker als ursprünglich beabsichtigt ausweitete. Der Schweizer Franken begann sich wieder zu festigen. Die rückläufige Teuerung und die Ablehnung der Maastrichter Verträge durch das dänische Volk erhöhten die Attraktivität des Frankens. Seine Wiedererstarkung ging ab Juli mit einem deutlichen Rückgang der Geldmarktsätze einher. Die Giro Guthaben verringerten sich im Juli und August wieder auf rund 2,5 Mrd. bzw. 2,4 Mrd. Franken.

Die Nationalbank erwartet für das dritte Quartal eine saisonbereinigte Notenbankgeldmenge von 29,2 Mrd. Franken, die damit weiterhin auf dem Stand des vierten Quartals 1991 verharrten würde. Im Juli und August lag dieses Aggregat etwas unter der Prognose.

Die Entwicklung der breiter gefassten Geldmengenaggregate war im zweiten Quartal – angesichts des markanten Anstiegs der kurzfristigen Zinssätze – von Umlagerungen in Termineinlagen geprägt. Die Geldmenge M_1 , die im ersten Quartal

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

| | Notenumlauf ¹ | Veränderung in % ² | Giroguthaben ¹ | Veränderung in % ² | NBGM ^{1,3} | Saisonfaktoren | SBNBGM ^{1,4} | Veränderung in % ² |
|------------|--------------------------|-------------------------------|---------------------------|-------------------------------|---------------------|----------------|-----------------------|-------------------------------|
| 1987 | 24 785 | 4,0 | 8 647 | 4,5 | 33 432 | 1,001 | 33 403 | 4,9 |
| 1988 | 25 819 | 4,3 | 5 667 | -54,0 | 31 486 | 0,999 | 31 521 | -11,0 |
| 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 | 2,2 | 2 832 | -11,2 | 29 274 | 1,001 | 29 247 | 1,4 |
| 1991 3. Q. | 26 231 | 3,0 | 2 671 | -12,3 | 28 884 | 0,987 | 29 254 | 1,4 |
| 4. Q. | 26 864 | 2,2 | 2 634 | -11,2 | 29 498 | 1,010 | 29 217 | 1,4 |
| 1992 1. Q. | 26 624 | 0,5 | 2 538 | -17,0 | 29 162 | 1,001 P | 29 142 P | -0,4 P |
| 2. Q. | 26 413 | 0,8 | 2 571 | -13,1 | 28 984 | 0,992 P | 29 228 P | -0,1 P |
| 1992 Jan. | 27 077 | 0,6 | 2 529 | -20,3 | 29 606 | 1,015 P | 29 168 P | -0,5 P |
| Febr. | 26 329 | 0,5 | 2 495 | -16,7 | 28 824 | 0,990 P | 29 115 P | -0,4 P |
| März | 26 466 | 0,4 | 2 591 | -14,1 | 29 057 | 0,997 P | 29 144 P | -0,2 P |
| April | 26 521 | 1,2 | 2 505 | -16,4 | 29 026 | 0,993 P | 29 231 P | -0,1 P |
| Mai | 26 306 | 0,3 | 2 570 | -14,2 | 28 876 | 0,990 P | 29 168 P | -0,7 P |
| Juni | 26 412 | 1,0 | 2 639 | -8,7 | 29 051 | 0,992 P | 29 285 P | 0,4 P |
| Juli | 26 377 | 0,1 | 2 502 | -7,6 | 28 879 | 0,992 P | 29 112 P | -0,4 P |
| Aug. | 26 016 | -0,6 | 2 354 | -12,4 | 28 370 | 0,981 P | 28 919 P | -1,5 P |

¹ Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

² Gegenüber Vorjahresperiode; Jahresveränderungen beziehen sich auf das vierte Quartal; Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsdaten

³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

⁴ SBNBGM = Salsonbereinigte 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

gestiegen war, ging im zweiten Vierteljahr merklich zurück und unterschritt ihren Vorjahresstand um 0,5%. Dabei nahm der Bargeldumlauf erneut leicht zu; er übertraf den Wert des Vorjahresquartals um 1,0% (1. Quartal: 1,1%). Die Sichteinlagen reagierten hingegen spürbar auf den Zinsanstieg. Sie sanken gegenüber dem Vorjahresquartal um 1,2%; im ersten Quartal hatten sie noch um 1,4% zugenommen.

Die Termineinlagen wuchsen infolge der zinsbedingten Umschichtungen kräftig, nachdem sie im ersten Quartal zurückgegangen waren. Sie übertrafen den Wert der Vorjahresperiode um 3,4% (1. Quartal: -1,3%). Mit dem Anstieg der Termineinlagen nahm auch die Geldmenge M_2 deutlich zu. Sie lag 2% über ihrem Stand vor Jahresfrist, den sie im ersten Quartal um 0,4% unterschritten hatte. Die Spareinlagen, deren Verzinsung sich seit einem Jahr kaum verändert hat, stiegen verlangsamt. Sie wuchsen um 6,0% und lagen damit wesentlich höher als vor Jahresfrist. Da ein Teil

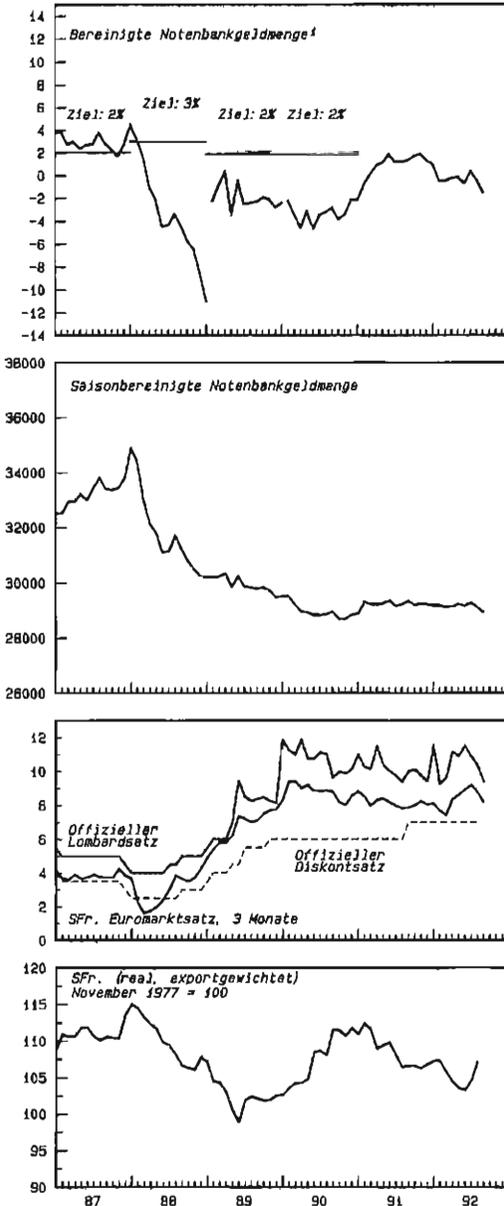
der Mittel, die neu in Termineinlagen flossen, aus Anlageformen ausserhalb der Geldmenge M_3 stammte, stieg auch dieses Aggregat im zweiten Quartal stark an. Gegenüber der Vorjahresperiode nahm es um 3,8% zu, verglichen mit 3,0% im ersten Quartal.

Geldmarkt

Von Anfang März bis Mitte Juni 1992 zogen die schweizerischen Geldmarktsätze deutlich um rund zwei Prozentpunkte an. Danach trat eine Entspannung ein, die bis August anhielt.

Der durchschnittliche Tagesgeldsatz betrug im zweiten Quartal 8,8% gegenüber 7,6% in der Vorperiode. Der entsprechende Satz für dreimonatige Eurofrankendepots erreichte 8,9%; er lag damit ebenfalls um gut einen Prozentpunkt höher als im ersten Quartal. Für Festgeldeinlagen gleicher Laufzeit vergüteten die Grossbanken knapp 8,6%

Grafik 14: Schweiz



¹ Ab 1989: Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge
 Bis 1988 und ab 1990: Das Wachstum der bereinigten bzw. saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode.
 1989: Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der auf Jahresbasis hochgerechneten

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

| | M ₁ | M ₂ | M ₃ |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|
| 1987 | 7,5 | 9,8 | 9,5 |
| 1988 | 14,4 | 7,8 | 9,8 |
| 1989 | -5,5 | 20,0 | 6,2 |
| 1990 | -4,2 | 13,3 | 2,4 |
| 1991 | 1,7 | 3,2 | 3,4 |
| 1991 3. Q. ² | 2,7 | 2,4 | 3,5 |
| 4. Q. ² | 0,6 | 0,7 | 3,3 |
| 1992 1. Q. ² | 1,3 | -0,4 | 3,0 |
| 2. Q. ² | -0,5 | 2,0 | 3,8 |
| 1992 Jan. ² | 0,7 | -0,8 | 2,8 |
| Febr. ² | 1,4 | -0,2 | 3,3 |
| März ² | 1,8 | -0,2 | 2,9 |
| April ² | 1,7 | 2,0 | 3,9 |
| Mai ² | -2,1 | 1,5 | 3,7 |
| Juni ² | -1,0 | 2,5 | 3,7 |
| Juli ² | -2,9 | 2,1 | 3,2 |

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

² provisorisch
 M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen
 M₂ = M₁ + Quasi-Geld (inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)
 M₃ = M₂ + Spareinlagen

gegenüber 7,4% in der Vorperiode. Die Rendite der neuemittierten eidgenössischen Geldmarktbuchforderungen mit dreimonatiger Laufzeit stieg um 1,4 Prozentpunkte auf 8,8%.

Die seit Jahresmitte weniger angespannte Lage im Geldmarkt zeigte sich vor allem in einem starken Rückgang des Tagesgeldsatzes auf durchschnittlich 7,5% im August. Aber auch die Dreimonatssätze gaben deutlich nach; für Eurofranken sanken sie auf 8,2% und für Festgeldeinlagen bei den Grossbanken auf 7,3%.

ten Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand des vierten Quartals des Vorjahres, zentriert auf November.

Ziele: bis 1989: durchschnittliche monatliche Zuwachsrate gegenüber Vorjahr
 1990: Wachstumsrate des vierten Quartals gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Da die höherliegenden D-Mark-Sätze nur leicht anzogen, bedeutete der vorerst starke Anstieg der Frankensätze, dass sich die Zinsdifferenz zwischen diesen Währungen bis zur Jahresmitte deutlich verringerte. Am Euromarkt lagen die dreimonatigen Depotsätze für D-Mark nur noch 0,7 Prozentpunkt höher als für Schweizer Franken; im ersten Quartal hatte der Unterschied noch 1,7 Prozentpunkte betragen. Bis August stieg die Differenz allerdings wieder auf 1,5% an. Dagegen weitete sich der entsprechende Abstand zwischen den Frankensätzen und den tieferliegenden Dollarsätzen am Euromarkt von 3,7 Prozentpunkten im ersten Quartal auf rund 5,0 Prozentpunkte aus.

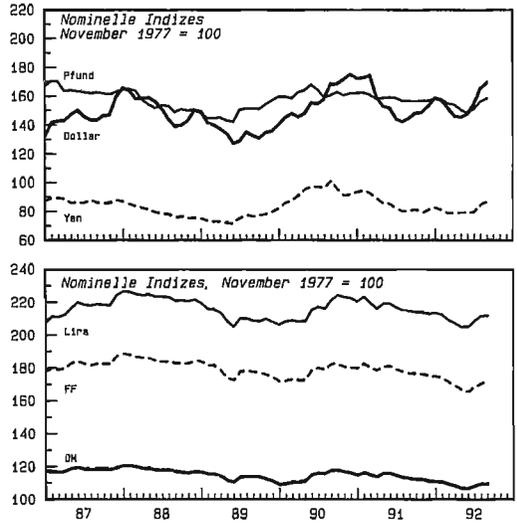
Devisenmarkt

Nachdem sich der Schweizer Franken bis im April gegenüber allen wichtigen Währungen abgeschwächt hatte, gewann er in den Monaten Mai bis August deutlich an Wert. Gegenüber dem Dollar wertete er sich um 17% und gegenüber dem japanischen Yen um 11% auf. Im Verhältnis zu den EWS-Währungen gewann er um rund 2% an Wert.

Die Nationalbank intervenierte im zweiten Quartal, indem sie am Devisenmarkt insgesamt 95 Mio. Dollar gegen Schweizer Franken kaufte.

Im zweiten Quartal schwächte sich der reale Abwertungstrend des Frankens ab. Auf exportgewichteter Basis und um Veränderungen der Konsumentenpreise bereinigt, sank der Wert des Frankens im Vergleich zur Vorjahresperiode noch

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



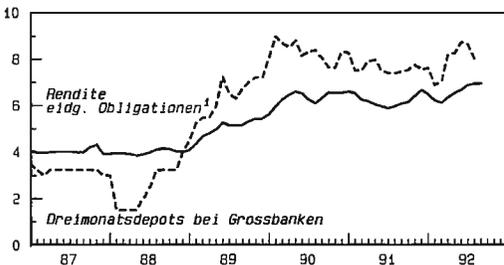
um 4,9% (1. Quartal: -6,6%). Real wertete sich der Franken gegenüber dem Dollar auf (+1,3%).

Kapitalmarkt

Mit dem starken Anstieg der Geldmarktsätze zogen auch die Obligationenrenditen von Anfang März bis zur Jahresmitte deutlich an. Danach stabilisierten sie sich, obwohl die Geldmarktsätze wieder deutlich zurückgingen. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen betrug Mitte August 7,0% gegenüber knapp 6,2% ein halbes Jahr zuvor. Die Renditen der übrigen inländischen Anleihenkategorien lagen um 0,1 bis 0,7 Prozentpunkt höher. Die Fristigkeitsstruktur der Zinssätze blieb weiterhin deutlich invers.

Zwischen Anfang März und Anfang August erhöhten die Kantonalbanken ihre Passivzinssätze auf neuen Kassenobligationen um durchschnittlich 0,4 Prozentpunkt auf 7,0%. Die typischen Sätze waren für dreijährige Laufzeiten 7,5%, für fünfjährige 7,0% und für achtjährige 6,5%. Trotz dem generellen Zinsanstieg blieben die Aktivzinssätze der allermeisten Kantonalbanken sowohl auf alten als auch auf neuen ersten Hypotheken nahezu stabil bei rund 6,9% bzw. 7,9%. Die durchschnitt-

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

lichen Vergütungen auf den Spareinlagen bei den Kantonalbanken lagen weiterhin unverändert bei 5,1%.

Die Neubeausspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch Anleihen und Aktien betrug im zweiten Quartal rund 9,7 Mrd. Franken. Sie lag damit um 22% tiefer als vor Jahresfrist. Mit 6,0 Mrd. Franken entfielen drei Fünftel des Emissionstotal auf den Inlandbereich. Nach Abzug der Rückzahlungen ergab sich eine Nettobeausspruchung des Marktes durch schweizerische Emittenten von knapp 4,2 Mrd. Franken gegenüber 3,7 Mrd. vor Jahresfrist.

Kapitalexport

Im zweiten Quartal ging die Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch ausländische Schuldner erneut stark zurück. Die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte betrugen 6,0 Mrd. Franken. Gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal entspricht dies einem Rückgang von 51%; die Kapitalexportgeschäfte gingen damit zum vierten Mal hintereinander zurück. Während die Anleihen um 68% abnahmen, sanken die Kredite um 8%. Zum schwachen Emissionsvolumen trug vor allem die anhaltend geringe Kapitalnachfrage seitens japanischer Schuldner bei.

Der Rückgang betraf alle Kategorien: Während die gewöhnlichen Anleihen (Straights) um 62% abnahmen, gingen die Wandelanleihen um 82%

und die Optionsanleihen um 73% zurück. Der Anteil der gewöhnlichen Anleihen am Emissionstotal stieg auf 64%, nachdem er vor einem Jahr 54% betragen hatte. Fast drei Viertel des Kapitalexports erfolgte durch Privatplazierungen, gegenüber 67% im zweiten Quartal 1991.

Der Anteil Japans am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport ging markant auf 9% zurück; vor Jahresfrist hatte er noch 36% betragen. Der Anteil der EFTA-Länder sowie derjenige Nordamerikas sank auf rund 4% bzw. 8% (2. Quartal 1991: 13% bzw. 11%). Dagegen erhöhte sich der Anteil der EG-Länder von 31% auf 48% und derjenige der asiatischen Länder von 1% auf 14%. Auf die übrigen Regionen entfielen 18%, gegenüber 9% im entsprechenden Vorjahresquartal. Der Anteil der internationalen Entwicklungsorganisationen am Emissionstotal belief sich auf 5% (2. Quartal 1991: 2%).

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der 64 Banken erhöhte sich zwischen Ende Juni 1991 und Ende Juni 1992 um weniger als 2%, wobei die Guthaben und Verpflichtungen gegenüber dem Ausland um 2% bzw. 5% sanken. Dies ist die tiefste Zuwachsrates des Bilanzsummentotal in der Nachkriegszeit. Ein Teil des geringen Wachstums geht indessen auf die Abschwächung des Dollars zurück; bei einer Bewertung der auf Dollar lautenden Positionen zum Vorjahreskurs hätte die Bilanzsumme um knapp 4% zugenommen.

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

| | Anleihen ¹ | Finanzkredite | Exportkredite | Total |
|------------|-----------------------|---------------|---------------|----------|
| 1988 | 40 029,2 | 9 917,2 | 941,4 | 50 887,8 |
| 1989 | 31 281,0 | 10 154,1 | 517,8 | 41 952,9 |
| 1990 | 32 173,7 | 10 524,6 | 936,3 | 43 634,6 |
| 1991 | 30 115,9 | 11 515,7 | 829,5 | 42 461,1 |
| 1991 1. Q. | 7 862,6 | 2 801,4 | 108,9 | 10 772,9 |
| 2. Q. | 8 665,7 | 3 454,6 | 139,0 | 12 259,3 |
| 3. Q. | 7 770,1 | 1 799,2 | 420,2 | 9 989,5 |
| 4. Q. | 5 817,5 | 3 460,5 | 161,4 | 9 439,4 |
| 1992 1. Q. | 6 904,7 | 2 363,8 | 86,2 | 9 354,7 |
| 2. Q. | 2 741,0 | 2 796,5 | 503,5 | 6 041,0 |

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes; Neugliederung infolge Revision der Kapitalexportbestimmungen vom 29.5.1986

Per Ende Juni wiesen die Banken – wie meistens seit Mitte 1988 – im Jahresvergleich einen markanten Rückgang der Finanzanlagen auf (–15%). Dies ist auf den im Vergleich zur Kreditvergabe schwächeren Zufluss an Publikumsgeldern zurückzuführen. Innerhalb des zweiten Quartals entwickelte sich die Nettokreditvergabe indessen etwa im Gleichschritt mit den Publikumsgeldern, so dass der Abbau der Finanzanlagen im zweiten Quartal (saisonbereinigt) um 1,3% relativ gering ausfiel. Der Rückgang der Finanzanlagen erfolgte jeweils vorwiegend durch Kreditaufnahme bzw. durch den Abbau von Guthaben der 64 Banken bei ausländischen Banken; die Nettoposition gegenüber ausländischen Banken betrug Ende Juni 1992 rund minus 3 Mrd. Franken. Die Wechsel und Geldmarktpapiere sanken im Jahrsvergleich um 5%, während die Wertschriften, die über die Hälfte aller Finanzanlagen ausmachen, um 9% und die liquiden Mittel um 8% zunahmen. Zwischen dem 20. Mai 1992 und dem 19. Juni 1992 überstiegen die bei den Banken vorhandenen greifbaren Mittel die nach dem Bankgesetz geforderten Mittel um 28%. Die Grossbanken wiesen mit 111% den tiefsten Liquiditätsgrad I (Kassenliquidität) auf. Die Gruppe der Kantonalbanken lag mit 124% leicht unter, die Filialen ausländischer Banken mit 130% leicht über dem Gesamtdurchschnitt. Alle anderen Banken wiesen Werte von teilweise deutlich über 150% auf.

Die Summe der ausstehenden Kredite lag am Ende des zweiten Quartals nur um 4% höher als

ein Jahr zuvor. Derart tiefe Jahresveränderungsraten konnten zum letzten Mal während der Rezession zu Beginn der achtziger Jahre festgestellt werden. Während die inländischen Kredite Ende Juni um 5% über ihrem Vorjahreswert lagen, nahmen die ausländischen Kredite nur um ein knappes Prozent zu, wobei die Dollarschwäche entscheidend zu diesem geringen Wachstum beitrug. Unter den inländischen Krediten wuchsen die Hypotheken mit 6% am stärksten. Die eingeräumten Limiten der Baukredite verengten sich per Ende Juni innert Jahresfrist um 8%, während die beanspruchten Kredite um 2% zunahmen.

Bei den Passiven betrug die Jahreswachstumsrate der Publikumsgelder nur noch 1%. Den Banken flossen – gemessen an den Jahreswachstumsraten – noch nie so wenig Publikumsgelder (Kreditoren auf Sicht und Zeit, Spar- und Depositenhefte, Obligationen, Kassenobligationen sowie Pfandbriefe) zu. Die Spar- und Depositenhefte sowie die inländischen, auf Franken lautenden Kreditoren auf Zeit (Festgelder) wuchsen mit 4% ungefähr gleich stark wie die Nettokreditvergabe. Auch die Obligationen, Kassenobligationen und Pfandbriefe nahmen um insgesamt knapp 4% zu. Die Kreditoren auf Sicht und die ausländischen Kreditoren auf Zeit sanken dagegen innert Jahresfrist um 3% bzw. 5%.

Bei den 64 Banken wurden Ende Juni 1992 8% weniger Treuhandgelder plaziert als ein Jahr zuvor.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 18 septembre 1992¹⁾

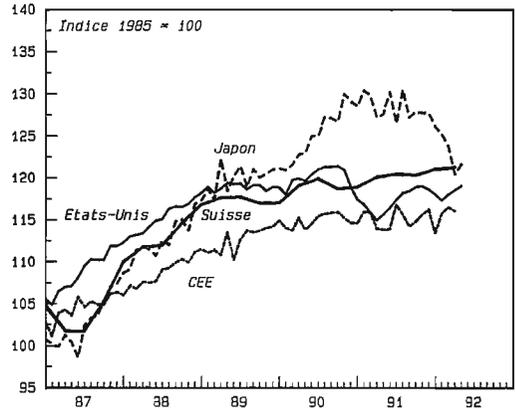
A. Aperçu

1. Etranger

Evolution de la conjoncture

Les pays de l'OCDE n'ont pas enregistré la reprise conjoncturelle durable qui était espérée au début de l'année. Aux Etats-Unis, la croissance est restée modeste au deuxième trimestre de 1992. La consommation privée a stagné et les exportations, jusque-là un soutien de la conjoncture, ont perdu de leur vigueur; la demande européenne et japonaise, en progression très affaiblie, n'a plus joué un rôle stimulant. Au Japon, un nouveau refroidissement de la conjoncture a été observé: la production industrielle a très fortement diminué et de nombreux projets d'investissement ont été une nouvelle fois réduits. L'excédent de la balance commerciale japonaise a encore augmenté nettement au premier semestre, les importations ayant marqué un ralentissement du fait de la mauvaise conjoncture. En Europe, le niveau élevé des taux d'intérêt a pesé sur la demande intérieure. L'économie britannique a continué de stagner à un bas niveau; en Allemagne de l'Ouest et en France, la croissance économique a été beaucoup plus faible qu'au premier trimestre. L'expansion plus soutenue au début de l'année était d'ailleurs imputable au temps clément qui a favorisé l'activité dans la construction. La propension à investir a de nouveau faibli, au deuxième trimestre, tant en Allemagne qu'en France. L'économie italienne a poursuivi son essor modéré; les exportations se sont accrues vigoureusement, comme en France, mais la demande intérieure a stagné.

Graphique 1: Production industrielle



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

Selon les indicateurs avancés de l'OCDE, la conjoncture continuera à marquer des tendances divergentes dans les pays industrialisés occidentaux. Une reprise est attendue depuis un certain temps déjà aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Toutefois, les indicateurs annoncent un repli de la conjoncture dans les autres grands pays industrialisés, en particulier au Japon et en Allemagne.

Au deuxième trimestre, le taux moyen de chômage a augmenté de 7,2% à 7,4% dans la zone de l'OCDE. A l'exception du Japon, tous les grands pays industrialisés enregistraient en juin des taux de chômage plus élevés qu'en mars. Dans les pays de la CE, le taux moyen de chômage atteignait 9,3%, contre 9,2% au premier trimestre.

En moyenne des pays de l'OCDE (sans la Turquie), le taux annuel de renchérissement a reculé

¹⁾ Le rapport, achevé à la mi-août, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de mai et de juillet 1992.

de 3,5% en mars à 3,4% en juin. L'inflation a marqué un repli aux Etats-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, mais la hausse des prix s'est accélérée en Allemagne de l'Ouest.

Politique économique

Au début du troisième trimestre, les autorités monétaires américaines ont encore assoupli leur politique; elles ont ramené le taux de l'escompte de 3,5% à 3%, étant donné la faible expansion de la masse monétaire et les perspectives favorables en matière de renchérissement. La Banque du Japon, vu le nouvel affaiblissement de la conjoncture, a réduit son taux de l'escompte de 3,75% à 3,25% à fin juillet. Alors que la politique monétaire est devenue plus expansionniste dans les deux plus grands pays de l'OCDE, elle est restée restrictive en Europe, en Allemagne tout particulièrement. A mi-juillet, la Banque fédérale d'Allemagne a porté son taux de l'escompte de 8% à 8,75% pour l'adapter au niveau des rémunérations servies sur le marché monétaire. Après avoir relâché un peu les rênes au début de l'année, les autorités monétaires françaises et britanniques ont maintenu inchangée leur politique. En Italie toutefois, l'institut d'émission a relevé son taux de l'escompte, en juillet, de 13/4 point, en deux étapes, pour contrer l'affaiblissement de la lire au sein du SME. Au début du mois d'août, une fois la lire consolidée, ce taux a été réduit d'un demi-point. Comme la livre sterling, la monnaie italienne a subi de nouveau des pressions à la baisse dans la seconde quinzaine d'août.

Aux Etats-Unis, les comptes de l'Etat fédéral pour l'exercice 1992 qui s'achèvera à fin septembre se solderont, selon des estimations, par un déficit dépassant de 65 milliards de dollars l'excédent de dépenses de la période précédente. Cette nouvelle détérioration s'explique principalement par les effets de la conjoncture sur l'évolution des recettes. Au Japon également, le déficit public devrait s'accroître sensiblement; en août, le gouvernement japonais a préparé une enveloppe budgétaire additionnelle en vue de soutenir la conjoncture. En Europe, un fort accroissement du déficit budgétaire se dessine avant tout au Royaume-Uni. Aussi le gouvernement britannique a-t-il réaffirmé sa volonté de contrôler strictement

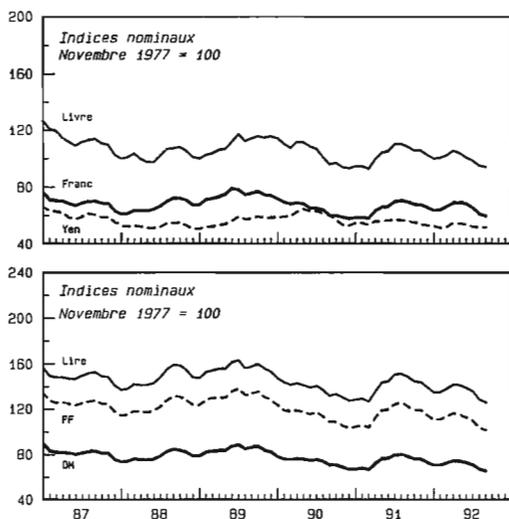
les dépenses publiques à moyen terme. En France également, l'excédent de dépenses atteindra un montant supérieur à celui de 1991; étant donné la fragilité de la conjoncture, le gouvernement français a renoncé à faire des coupes dans les dépenses. Le nouveau gouvernement italien a pris des mesures en vue d'assainir les finances publiques. Le budget adopté par le gouvernement allemand pour 1993 prévoit une croissance des dépenses très faible en termes nominaux; toutefois, ces chiffres ne tiennent pas compte des budgets annexes – celui de la «Treuhandanstalt» notamment – qui sont en forte expansion.

Marchés des changes

Pendant les mois de mai à août, le dollar des Etats-Unis a nettement faibli face à toutes les monnaies importantes. Il a perdu environ 15% vis-à-vis des monnaies du SME, 7% par rapport au yen japonais et 17% face au franc suisse. Etant donné les mouvements opposés des taux d'intérêt aux Etats-Unis et en Allemagne, le dollar a chuté à environ 1,40 mark allemand à fin août, soit à un cours jamais observé jusque-là. Par rapport au franc suisse, il a diminué à fr. 1,24. La baisse rapide de la monnaie américaine a amené les banques centrales des grands pays industrialisés à intervenir sur les marchés des changes. La Banque nationale a participé à ces interventions. Le yen japonais a lui aussi fléchi vis-à-vis de la plupart des monnaies, ce qui a conduit la Banque du Japon à procéder à plusieurs reprises à des achats de soutien. Les fréquentes révisions à la baisse des prévisions de croissance de l'économie nippone, la nouvelle chute des cours à la bourse de Tokyo et le repli des taux d'intérêt japonais pour lutter contre le manque de vigueur de la demande intérieure ont contribué à l'effritement persistant du yen.

Après le rejet du traité de Maastricht par le peuple danois, le 2 juin, de fortes tensions sont apparues au sein du Système monétaire européen (SME). Plusieurs monnaies, en particulier la livre sterling et la lire italienne, ont faibli, alors que le mark allemand s'est raffermi. Ces mouvements ont alimenté les spéculations sur un éventuel réaligement des parités. Après de substantielles inter-

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



ventions, la Banque d'Italie a relevé ses taux directeurs à deux reprises en juillet. La deuxième augmentation, qui a suivi la hausse du taux de l'escompte en Allemagne, a été particulièrement forte. La Banque de Suède a dû elle aussi intervenir massivement sur les marchés des changes pour stabiliser la couronne vis-à-vis de l'Ecu. La couronne suédoise a été rattachée unilatéralement à l'Ecu en mai 1991.

Intégration européenne et coopération monétaire internationale

Le 26 mai 1992, le Conseil fédéral a demandé l'ouverture de négociations en vue de l'adhésion de la Suisse à la Communauté européenne (CE). Le Conseil européen, réuni à fin juin à Lisbonne, a décidé que les négociations avec les candidats à l'adhésion pourront commencer après la ratification du traité de Maastricht et l'adoption du budget de la Communauté pour les prochaines années (le paquet Delors II). Jusqu'à présent, seuls la Belgique, la Grèce, l'Irlande et le Luxembourg ont ratifié le traité sur l'Union européenne. Au Danemark, le peuple en a refusé la ratification lors d'un référendum. En France, un référendum sera

organisé en septembre. Comme le traité, pour entrer en vigueur, doit être ratifié à l'unanimité, le «non» du Danemark a créé des incertitudes sur le plan politique. Les autres pays membres poursuivent néanmoins le processus de ratification.

La Suisse, qui a adhéré au Fonds monétaire international, s'efforce d'obtenir un siège au conseil d'administration de cette institution. Elle doit pour cela constituer un groupe de pays qu'elle pourra représenter au conseil d'administration. Jusque-là, la Pologne et quatre républiques de la CEI, à savoir l'Azerbaïdjan, le Kirghizistan, le Tadjikistan et l'Ouzbékistan, ont formellement accepté de participer à un groupe conduit par la Suisse. L'élection des membres du conseil d'administration aura lieu à fin septembre, à la réunion d'automne du FMI.

Après la dislocation de l'Union soviétique, la zone rouble se désagrège elle aussi. Au début de juillet, les chefs d'Etat de la Communauté des Etats indépendants (CEI) ont signé un accord régissant la sortie de la zone rouble. L'Estonie a été la première république à introduire sa propre monnaie, la couronne, en juin 1992. La Lettonie a adopté, en juillet 1992, le rouble letton, monnaie qui sera remplacée prochainement par le lat. A la mi-août, l'Azerbaïdjan a introduit le manat, qui sert de moyen de paiement au même titre que le rouble. La Lituanie et l'Ukraine ont elles aussi annoncé la création de leur propre monnaie. Les pays restant fidèles au rouble publient, depuis le 1^{er} juillet 1992, un cours de change unique pour cette monnaie. Ce cours est fixé chaque semaine sur le marché interbancaire de Moscou. Le dollar, qui valait 125,26 roubles le 1^{er} juillet, s'établissait à quelque 160 roubles à la mi-août.

Pour la troisième fois, les créanciers étrangers, publics et privés, ont prorogé de trois mois le délai de remboursement des dettes à moyen et long terme de la CEI; ce délai expirera à fin septembre. Les intérêts, exclus de cet accord, ne sont versés qu'irrégulièrement. A fin mai 1992, les arriérés d'intérêts atteignaient environ un milliard de dollars, dont 400 millions étaient dus aux créanciers publics et 600 millions, aux banques. Le FMI a accepté le versement d'une première tranche d'un milliard de dollars du crédit stand-by de 3 milliards de dollars qu'il a accordé

à la Russie; pour bénéficier des autres tranches, celle-ci devra mettre sur pied, en accord avec le FMI, un programme économique. Le recours au fonds de stabilisation du rouble ne sera possible qu'une fois éliminées les incertitudes qui règnent encore au sujet des républiques qui resteront dans la zone rouble et de l'harmonisation de leur politique monétaire.

La Roumanie ayant accompli de substantiels progrès dans l'application de réformes économiques, le FMI et la Banque mondiale lui ont octroyé, en juin, des prêts totaux de 950 millions de dollars. Une partie de cette somme repose sur un crédit stand-by de douze mois qui a pris le relais de l'accord conclu l'an dernier et arrivé à échéance. Au printemps déjà, la Tchécoslovaquie et la Bulgarie ont négocié avec le FMI l'octroi de nouveaux crédits stand-by. Des promesses de crédit à long terme ont été consenties, l'an dernier, à la Pologne et à la Hongrie dans le cadre du mécanisme élargi de prêt du Fonds. Dans le cas de la Pologne, le versement de la deuxième tranche est suspendu, depuis septembre 1991, à cause de l'important déficit budgétaire du pays.

Le grave conflit qui secoue les républiques de l'ancienne Yougoslavie a eu de lourdes répercussions, sur les plans réel et monétaire. Les sanctions économiques que l'ONU a prises à l'encontre de la Serbie et du Monténégro ont influé elles aussi sur la situation. Le gouvernement de la nouvelle République fédérale de Yougoslavie – elle groupe ces deux républiques – a adopté un programme d'urgence au début de juillet. Ce programme porte notamment sur un contrôle des salaires et des prix, un rationnement de l'essence et une forte dévaluation du dinar, qui est maintenant rattaché au dollar et non plus au mark allemand. Ce nouveau dinar n'est valable que dans la République fédérale de Yougoslavie. La Slovénie, la Croatie et la Macédoine ont déjà introduit chacune une nouvelle monnaie, tandis que la Bosnie-Herzégovine utilise, en plus de l'ancien dinar yougoslave, le dinar croate. Au printemps, la Slovénie, la Croatie et la Bosnie-Herzégovine, trois républiques dont l'indépendance a été reconnue, ont présenté leur demande d'adhésion au FMI.

En Amérique latine, plusieurs pays lourdement endettés ont franchi de nouvelles étapes dans la

consolidation de leur situation. A l'issue de près d'une année de négociations, le Brésil est parvenu à un accord avec ses banques créancières étrangères, accord qui porte sur le rééchelonnement de quelque 44 milliards de dollars de dettes à moyen et long terme. Les banques peuvent choisir entre six solutions qui permettent soit une réduction de l'endettement du pays, soit l'apport de nouveaux fonds. Au début de juillet 1992, le Mexique a achevé le programme de reprivatisation de son secteur bancaire. Dix-huit banques ont été vendues pour quelque 12,5 milliards de dollars. Ces fonds serviront notamment à diminuer l'endettement de l'Etat envers les résidents.

En juillet, l'Argentine a pu conclure un cinquième accord de rééchelonnement avec le Club de Paris. Cet accord concerne 2,8 milliards de dollars arrivant à échéance entre juin 1992 et juin 1995. Il prolonge de quinze ans, avec deux années de grâce, le délai de paiement. La part de la Suisse s'élève à 250 millions de francs environ.

2. Suisse

En Suisse, le produit intérieur brut réel était, au deuxième trimestre également, inférieur à son niveau de la période correspondante de 1991. Par rapport au trimestre précédent, son recul n'a été toutefois que de 0,3%. Cette légère amélioration est imputable presque exclusivement aux exportations accrues. En effet, les investissements – biens d'équipement et constructions – ont encore régressé, et seules de faibles impulsions sont venues de la consommation des ménages et de l'Etat.

Le taux annuel de renchérissement a fléchi, passant de 4,8% en avril à 3,6% en août. L'inflation intérieure a poursuivi son mouvement de repli, mais la hausse des prix des marchandises importées s'est accélérée légèrement.

L'emploi a continué à reculer dans l'industrie, dans la construction et dans le secteur des services. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage a encore augmenté, et le nombre des places vacantes a diminué.

Une reprise de la demande intérieure n'est guère probable au cours des prochains mois. Selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entrées de commandes ont diminué dans les branches industrielles qui travaillent essentiellement pour le marché intérieur, et la construction a enregistré une nouvelle baisse de la demande. En revanche, les entreprises à vocation largement exportatrice ont bénéficié d'un flux accru de commandes.

Au deuxième trimestre, la monnaie centrale dessaisonnalisée a augmenté pour s'inscrire à 29,2 milliards de francs, soit approximativement à son niveau du quatrième trimestre de 1991. Les billets en circulation ont stagné, mais les avoirs en comptes de virements ont nettement progressé au cours de ces trois mois. La Banque nationale a ainsi accru les liquidités pour tenir compte des tensions caractérisant le marché monétaire. Pour le troisième trimestre, l'institut d'émission a prévu le maintien à 29,2 milliards de francs environ de la monnaie centrale dessaisonnalisée. En juillet et en août, cet agrégat était légèrement inférieur à la prévision.

Bien que les avoirs en comptes de virements aient progressé, les rémunérations ont augmenté sensiblement sur le marché monétaire, jusqu'au milieu de juin. Ainsi, l'écart entre les taux allemands et suisses à court terme s'est fortement réduit. Les rendements des obligations à long terme ont eux aussi enregistré une hausse.

Au deuxième trimestre, le franc suisse s'est sensiblement raffermi face au dollar. Vers la fin de cette période et en juillet, il a regagné du terrain vis-à-vis également des monnaies du SME, du mark allemand en particulier. La revalorisation du franc a provoqué une détente sur le marché monétaire, à fin juin, et un net mouvement de repli des taux à court terme, en août. Les rendements des obligations sont toutefois restés à leur niveau élevé.

En moyenne du deuxième trimestre, le cours réel du franc, pondéré par le commerce extérieur, était inférieur de 4,9% à son niveau de la période correspondante de 1991. Au premier trimestre, un repli de 6,6% avait été observé.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

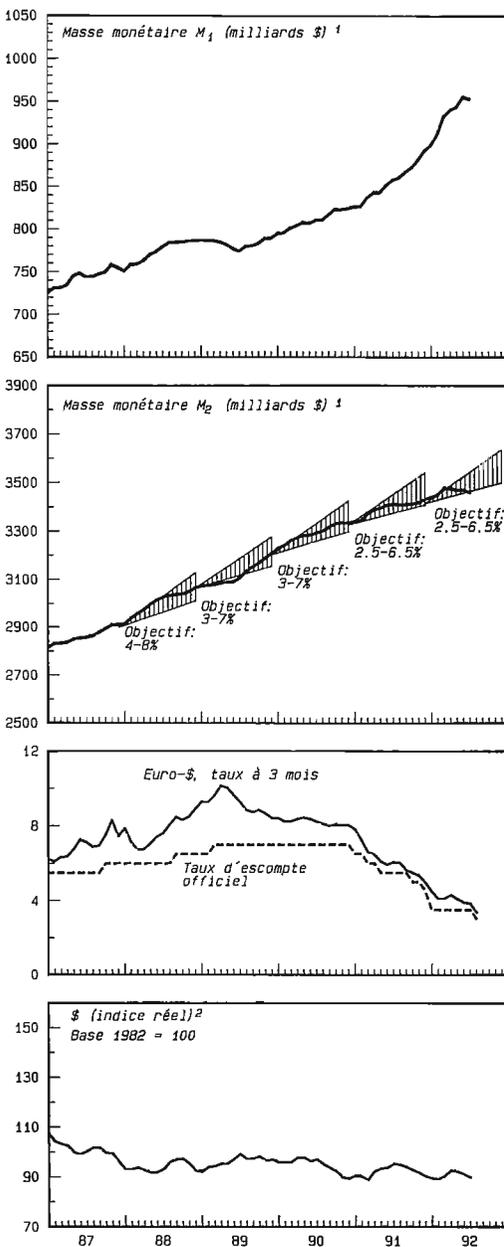
La reprise modérée de l'économie américaine s'est poursuivie au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,4%, en taux annualisé, d'un trimestre à l'autre et de 1,5% en comparaison annuelle.

La consommation privée a stagné, après avoir enregistré, au premier trimestre, une progression sensible grâce à des allègements fiscaux qui avaient relevé vigoureusement le revenu disponible. Seuls les achats de voitures ont donné des signes de reprise au deuxième trimestre. La construction de logements, avec une expansion de près de 9%, a eu des effets stimulants sur la conjoncture. Après un net recul en 1991, les investissements des entreprises et les stocks se sont de nouveau accrus. Mais le commerce extérieur a influé négativement sur la croissance; les exportations ont fléchi de 0,9%, alors que les importations marquaient une hausse de 15,9%.

La production industrielle dépassait de 1,4% son niveau du trimestre précédent et de 1,8% celui de la même période de 1991. Parallèlement à cette évolution, le taux d'utilisation des capacités de production a progressé de 78,1% à 78,7%. En juillet, tant la production que le taux d'utilisation des capacités de production ont enregistré une nouvelle augmentation. Le marché du travail a présenté cependant des aspects contradictoires. Après avoir fléchi en 1991, l'emploi s'est inscrit en légère hausse au premier semestre de 1992. Mais, comme le nombre de demandeurs d'emploi s'est accru entre-temps, le taux de chômage a augmenté de 7,2% à 7,5% au deuxième trimestre. Le nombre des personnes qui s'inscrivent pour la première fois à l'assurance-chômage – il s'agit là de l'indice le plus important pour l'évolution du marché du travail au cours des prochains mois – a toutefois continué à diminuer.

Selon plusieurs indicateurs avancés, la reprise devrait se poursuivre. Comme le niveau des taux hypothécaires n'a jamais été aussi bas depuis plus de vingt ans, la demande de prêts hypothécaires a sensiblement augmenté. La construction

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)

de logements – avec toutes les dépenses de consommation qui lui sont liées – et les ventes de voitures pourraient en bénéficier. Pour le troisième trimestre, les constructeurs automobiles ont prévu une substantielle expansion de la production. Mais des impulsions nettement moins fortes pourraient venir des exportations qui ont été le plus important soutien de la conjoncture ces dernières années.

Le déficit de la balance commerciale américaine a atteint 20 milliards de dollars au deuxième trimestre, soit un montant nettement supérieur aux chiffres des trimestres précédents. Les exportations, du fait de l'évolution de la conjoncture au Japon et en Europe, ont même légèrement diminué, alors que les importations se sont accrues vigoureusement.

Entre le deuxième trimestre de 1991 et la période correspondante de 1992, les prix à la consommation ont augmenté de 3%. Le renchérissement est donc resté à son bas niveau des trois premiers mois de l'année. Dans ce domaine, les perspectives sont toujours favorables, étant donné les faibles augmentations de salaire, l'accroissement de la productivité et la tendance au repli des prix des matières premières.

Dans son rapport publié à fin juillet, l'«Office of Management and Budget» (OMB) estime que les comptes de l'Etat fédéral pour l'exercice 1992 qui s'achèvera le 30 septembre se solderont par un déficit de 333,5 milliards de dollars. Ce montant est supérieur de 65 milliards à l'excédent de dépenses de l'exercice précédent, mais inférieur de 66 milliards de dollars à ce qui avait été prévu en janvier. L'écart par rapport à la prévision de janvier s'explique par le fait que des dépenses destinées à l'assainissement des caisses d'épargne ont été approuvées par le Congrès trop tardivement pour entrer en ligne de compte. Pour l'exercice 1993, l'OMB s'attend à un déficit de 341 milliards de dollars. Le plan financier à long terme indique que, sans l'adoption de mesures supplémentaires, les déficits ne se réduiront pas substantiellement jusqu'en 1998.

Les autorités monétaires américaines ont une nouvelle fois assoupli leur politique au début du troisième trimestre. Le 3 juillet, la Réserve Fédérale

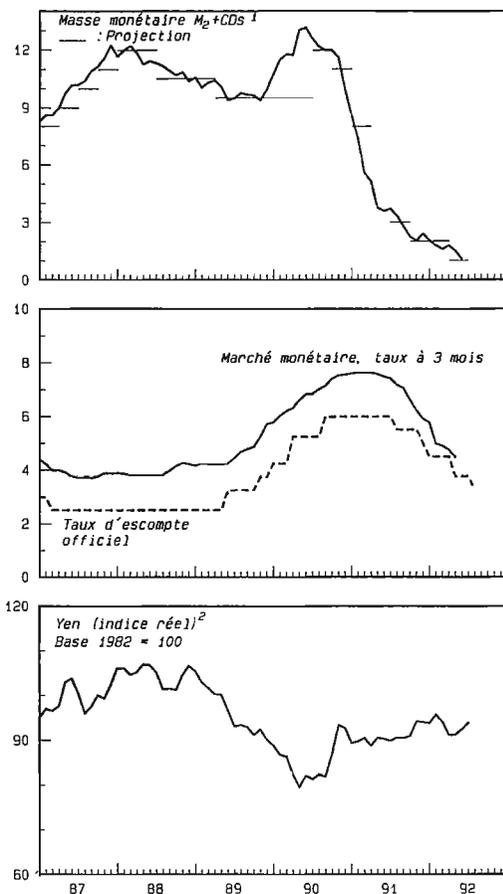
rale a ramené de 3,5% à 3% le taux de l'escompte, et le taux des fonds fédéraux a fléchi de 3,75% à 3,375%. Les rémunérations servies sur le marché monétaire ont ainsi diminué à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis le début des années soixante. L'écart accru entre les taux d'intérêt européens et américains a entraîné une chute du dollar, en particulier face aux monnaies européennes. Les cours du dollar se sont alors rapprochés de leurs records historiques. Pour freiner la baisse de la monnaie américaine, les banques centrales des grands pays industrialisés et de plusieurs autres pays sont intervenues sur les marchés des changes. Le relâchement des rênes monétaires n'a eu que peu de répercussions sur les rendements des obligations à long terme, si bien que la courbe des taux a gardé une forte pente. L'emprunt public à 30 ans, qui sert d'indicateur, a vu son rendement passer de 7,8% à 7,5%. Au deuxième trimestre, la masse monétaire M_2 ne dépassait que de 1,1%, en taux annualisé, son niveau des trois derniers mois de 1991. Sa progression était inférieure au corridor de 2,5 à 6,5% choisi comme objectif.

Japon

Les signes d'un net repli de la conjoncture se sont multipliés au Japon. Au premier trimestre, le produit national brut réel a augmenté de 1% par rapport à la période précédente et de 2,1% face à son niveau des trois premiers mois de 1991. Sa croissance est toutefois imputable en grande partie au nombre plus élevé des jours ouvrables en 1992 et à des effets saisonniers, deux facteurs qui ont particulièrement influencé la consommation. Les dépenses publiques (+1,1%) et les exportations (+1,7%) ont elles aussi stimulé la conjoncture. Par contre, les investissements des entreprises et la construction de logements ont stagné. Les importations n'ont guère progressé, étant donné la demande intérieure globalement faible.

La conjoncture s'est fortement détériorée au deuxième trimestre. La production industrielle a fléchi de 2,7% d'un trimestre à l'autre et de 7,3% par rapport à son niveau de la période correspondante de 1991. Bien que la production ait diminué, les stocks ont fortement augmenté, à cause du manque de vigueur de la demande finale. D'une

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)

année à l'autre, les ventes du commerce de détail ont reculé de 1,4%, et les entrées de commandes de biens d'équipement, de plus de 20%. L'enquête trimestrielle de la Banque du Japon a montré que les entreprises ont de nouveau révisé à la baisse leurs projets d'investissement.

En dépit de l'affaiblissement de la conjoncture, l'emploi a encore progressé au deuxième trimestre, dans les services en particulier. Il dépassait de 1,1% le niveau observé un an auparavant. Le taux de chômage est resté un peu au-dessus de

2%, mais le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi a continué à diminuer.

L'excédent de la balance commerciale, en forte expansion depuis le revirement de la conjoncture au premier semestre de 1991, a atteint 24 milliards de dollars, au premier comme au deuxième trimestre. Le solde actif pour les six premiers mois de l'année dépasse de plus de 50% le niveau de la période correspondante de 1991. Les excédents croissants des balances commerciale et courante s'expliquent principalement par le recul des importations. Les achats à l'étranger de pétrole et, en particulier, de biens de consommation à haute valeur ajoutée ont ainsi nettement diminué. Quant aux exportations, elles n'ont progressé, en volume, que de 2,2%.

Le renchérissement est resté contenu. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, son taux annuel s'inscrivait à 2,2% au deuxième trimestre, contre 1,9% le trimestre précédent. Alors que les prix des marchandises sont restés approximativement stables, ceux des services ont augmenté d'un peu plus de 3% en un an.

La détérioration des perspectives économiques et la chute des cours des actions ont amené le gouvernement à adopter un additif budgétaire. Ainsi, des dépenses atteignant 80 milliards de dollars sont prévues, principalement dans le domaine de l'infrastructure. Elles devraient engendrer une progression de 0,8% environ du produit intérieur brut de l'exercice budgétaire en cours. En outre, le gouvernement a pris des mesures pour stabiliser le marché immobilier et, partant, atténuer les difficultés auxquelles se heurte le secteur bancaire.

Après avoir réduit sensiblement le taux de l'es-compte et la rémunération de l'argent au jour le jour, la Banque du Japon a maintenu sa politique inchangée au deuxième trimestre. Puis, à fin juillet, elle a abaissé ces deux taux d'un demi-point, les ramenant à respectivement 3,25% et 4,1%. L'expansion annuelle de la masse monétaire $M_2 + CD$ a fléchi, passant de 1,8% à 1,2% du premier au deuxième trimestre. La Banque du Japon a fixé à 1% la projection pour la croissance de cet agrégat au troisième trimestre. Dans son

rapport trimestriel, elle constate que les banques commerciales ont enregistré une diminution de 20 à 30% des demandes de crédits par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Les cours des actions ont continué à baisser jusqu'à la mi-août. L'indice Nikkei est tombé à 14 300 points, chutant de plus de 60% par rapport à son niveau record du 31 décembre 1989. Grâce aux mesures gouvernementales pour relancer la conjoncture et maîtriser les problèmes des secteurs immobilier et bancaire, l'indice s'est redressé pour s'établir à 17 000 points à fin août.

Allemagne

Au cours des trois premiers mois de l'année, l'économie ouest-allemande a enregistré une vigoureuse expansion. D'un trimestre à l'autre, le produit national brut réel a augmenté de 1,8% en données corrigées des variations saisonnières, alors qu'il avait fléchi de 0,5% au cours de chacun des deux trimestres précédents. En comparaison annuelle, il a progressé de 0,8%, contre 0,9% au quatrième trimestre de 1991. Les investissements, encore en recul pendant la période précédente, ont été le principal moteur de la croissance au premier trimestre. Par rapport aux trois derniers mois de 1991, ils se sont accrus de 10,7% dans le domaine de la construction – l'hiver a été très doux – et de 4,6% dans celui des biens d'équipement. La progression de la consommation – tant privée que publique – s'est accélérée quelque peu, et les exportations ont marqué une légère hausse.

La conjoncture a nettement perdu de son dynamisme au deuxième trimestre. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a diminué de 0,5 à 1% par rapport à la période précédente. Après correction des variations saisonnières, la production industrielle a reculé de 2,2% d'un trimestre à l'autre. Elle n'a pas non plus atteint le niveau observé un an auparavant. En volume, les entrées de commandes – en particulier celles qui viennent de la clientèle allemande – ont nettement fléchi. La diminution a été plus forte du côté des biens d'équipement que de celui des biens de consommation. Le chiffre d'affaires du

commerce de détail s'est inscrit lui aussi en repli; presque toutes les branches, en particulier l'automobile, ont enregistré un recul.

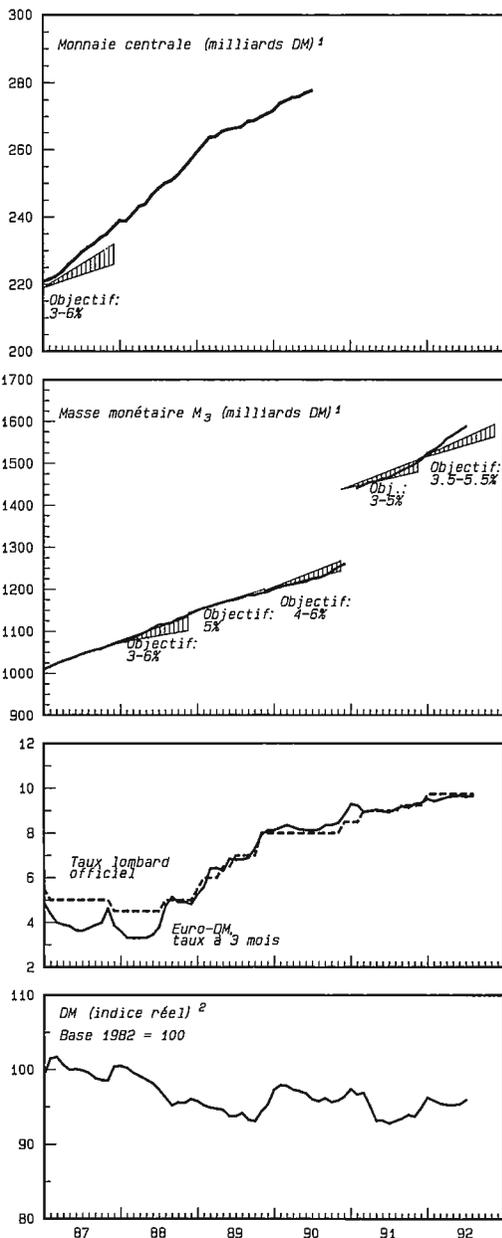
En Allemagne de l'Ouest, l'emploi a cessé de progresser au deuxième trimestre. Le taux de chômage, qui s'inscrivait en moyenne à 6,2 % au premier trimestre, a augmenté à 6,5% au deuxième trimestre et à 6,7% en juillet. En données corrigées des variations saisonnières, le chômage partiel a toutefois légèrement régressé.

De 4,4% en moyenne du premier trimestre, le taux annuel de renchérissement dans la partie occidentale du pays a passé à 4,5% le trimestre suivant, puis à 3,3% en juillet. Ce repli s'explique principalement par un effet de base, l'indice des prix ayant enregistré une forte hausse, en juillet 1991, à la suite des augmentations d'impôts et de taxes. La Banque fédérale d'Allemagne redoute cependant une nouvelle accélération du renchérissement, à cause de l'évolution des salaires notamment. Dans plusieurs branches importantes, les augmentations de salaires se sont inscrites en moyenne à 5,5% en 1992, contre 7% l'année précédente.

Selon les données disponibles, l'économie est-allemande se trouve toujours au creux de la vague. Le recul de la production industrielle a cependant marqué un ralentissement. Après avoir fortement chuté au quatrième trimestre, la production industrielle était inférieure de 4,1%, au premier trimestre, à son niveau des trois mois correspondants de 1991. Dans l'industrie, les entrées de commandes ont diminué moins fortement que pendant les périodes précédentes. Les commandes de la clientèle allemande se sont stabilisées à un bas niveau, mais celles qui viennent de l'étranger ont continué à décroître. L'affaiblissement de la demande étrangère s'explique principalement par l'effondrement des marchés en Europe de l'Est. Dans le secteur principal du bâtiment, la marche des affaires s'est beaucoup améliorée, les commandes ayant de nouveau très fortement augmenté.

Le taux de chômage est-allemand s'établissait à 14,4% au deuxième trimestre, contre 15,7% le trimestre précédent. Il a ainsi enregistré pour la première fois un repli. Le nombre des chômeurs

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)

partiels a également diminué. Quant au nombre des personnes qui ont bénéficié de mesures prises par l'Etat pour promouvoir l'emploi, qui se sont reconverties ou qui ont pris une retraite anticipée, il a continué à augmenter. L'inflation est-allemande s'est modérée, passant de plus de 20% à la fin de 1991 à 14,2% au deuxième trimestre.

Par rapport au premier trimestre, les importations de l'Allemagne ont fléchi de 3,5% en valeur, et les exportations, de 2,5%. En données dessaisonnalisées, l'excédent de la balance commerciale a atteint 6,9 milliards de marks, contre 5,6 milliards le trimestre précédent. Aussi le solde passif de la balance des transactions courantes a-t-il diminué légèrement pour s'inscrire à 9,9 milliards de marks.

La Banque fédérale d'Allemagne a été confrontée, au deuxième trimestre également, à une vigoureuse croissance de la masse monétaire. L'agrégat M₃, pour lequel un objectif de croissance de 3,5 à 5,5% avait été fixé, dépassait de 8,8%, en taux annualisé, son niveau moyen des trois derniers mois de 1991. Parmi les différentes composantes de la masse monétaire, le numéraire en circulation et les dépôts à court terme se sont fortement accrus. La création de monnaie a été stimulée par l'expansion des crédits bancaires. La conjoncture vigoureuse dans la construction et les subventions destinées à favoriser les investissements en Allemagne de l'Est ont contribué à l'essor persistant de la demande de crédits. Etant donné la vive progression de la masse monétaire et le danger d'une nouvelle accélération du renchérissement, la Banque fédérale d'Allemagne a porté son taux de l'escompte de 8% à 8,75% le 17 juillet. Elle a toutefois maintenu le taux lombard à 9,75%.

Les taux d'intérêt à court terme ont de nouveau augmenté. Le taux appliqué aux prises en pension de titres atteignait 9,8% au début d'août, contre 9,6% à fin mars. Sur le marché des capitaux, le rendement des titres à revenu fixe s'inscrivait à 8,4% au deuxième trimestre. Il avait diminué à 8,2% le trimestre précédent.

Au début de juillet, une commission du parlement a approuvé un projet de loi sur l'imposition des revenus sous forme d'intérêts. Aux termes de cette

nouvelle loi qui devrait entrer en vigueur au début de 1993, les banques devront verser directement au fisc 30% des intérêts, mais d'importantes tranches ne seront pas imposables. Une première tentative d'introduire un tel impôt, en 1989, avait dû être abandonnée parce qu'elle avait provoqué une fuite massive de capitaux vers l'étranger.

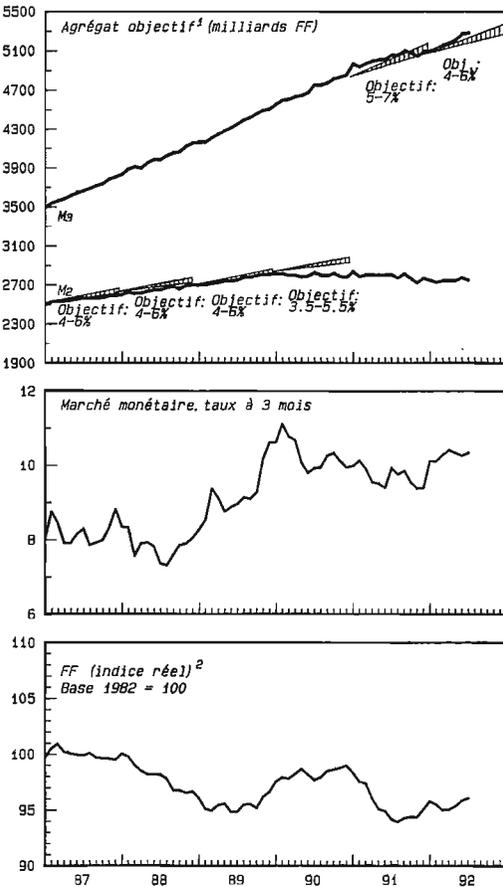
Le gouvernement ouest-allemand a présenté, au début de juillet, le budget pour 1993 et le plan financier jusqu'en 1996. Le budget prévoit une augmentation nominale des dépenses de 2,5% et un déficit de 38 milliards de marks, soit 2,5 milliards de moins qu'en 1992. Le plan financier pour les années 1992 à 1996 limite la croissance des dépenses à 2,3% par an en moyenne, ce qui devrait réduire les déficits. L'excédent de dépenses de 1993 devrait déjà être inférieur à 3% du produit national brut. Comme plusieurs comptes spéciaux ne figurent que partiellement dans le budget principal et dans le plan financier à moyen terme, l'endettement public global sera probablement beaucoup plus important que ce qui est prévu.

France

Du quatrième trimestre de 1991 au premier trimestre de 1992, le produit intérieur brut réel de la France s'est accru de 1% en données corrigées des variations saisonnières; il avait stagné pendant la période précédente. Par rapport aux trois premiers mois de 1991, sa progression a été de 2,9%. Les exportations, dont la croissance s'est accélérée, ont été le principal moteur de la conjoncture. La consommation – privée et publique – n'a augmenté que faiblement. Globalement, les investissements ont diminué, mais moins nettement que le trimestre précédent. Les investissements en constructions ont enregistré une hausse, alors que les biens d'équipement ont continué à reculer.

Au deuxième trimestre, les exportations ont encore considérablement augmenté, alors que la demande intérieure a stagné. D'un trimestre à l'autre, la production industrielle a accusé une baisse de 0,4%. L'indice des ventes du commerce de gros s'est également replié, et aucune impulsion notable n'est venue du commerce de détail. Les entrées de commandes n'ont pas at-

Graphique 6: France



¹ Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque de France)

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

teint leur niveau des trois premiers mois de l'année, davantage à cause de la demande étrangère que de la demande intérieure. Au deuxième trimestre, l'indicateur avancé de l'OCDE a marqué une légère baisse.

La situation s'est encore aggravée sur le marché du travail. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage a augmenté à 10,1% en moyenne du deuxième trimestre. Le nombre des chômeurs de longue durée s'est de nouveau fortement accru. Aujourd'hui, ils repré-

sentent environ un tiers des demandeurs d'emploi. Le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 3,1% au deuxième trimestre, contre 3,0% le trimestre précédent.

Après correction des variations saisonnières, la balance commerciale française a dégagé un excédent de 11 milliards de francs français au deuxième trimestre (premier trimestre: 5,8 milliards), alors qu'un déficit de 8,9 milliards de francs avait été enregistré pour les mois d'avril à juin 1991. En valeur, les exportations ont progressé de 6,2%, et les importations ont légèrement fléchi. Dans l'ensemble, les exportations françaises s'accroissent fortement depuis un an, tandis que les importations ont tendance à stagner. La balance courante s'est soldée par un déficit de 6,7 milliards de francs français pour les quatre premiers mois, contre 28,5 milliards pour la période correspondante de 1991.

Le gouvernement français a présenté, en mai, une révision du budget pour 1992. A cause de la faiblesse de l'économie en 1991, il s'attend à des recettes fiscales nettement moins élevées. Pour ne pas compromettre la reprise de la conjoncture, il a renoncé à réduire fortement les dépenses. De plus, il est confronté à des dépenses supplémentaires, entre autres pour le financement des mesures destinées à lutter contre le chômage de longue durée et des adaptations salariales dans le secteur public. Au total, le déficit devrait atteindre 135 milliards de francs français, soit un montant légèrement supérieur à celui de l'année précédente, mais correspondant de nouveau à 1,9% du produit intérieur brut.

Les taux directeurs français sont restés inchangés au premier semestre de 1992. Le taux des appels d'offres a été maintenu à 9,6%, et celui des prises en pensions, à 10,5%. Etant donné la fermeté du franc français, la Banque de France a toutefois réduit, au deuxième trimestre, le taux des réserves obligatoires sur les dépôts à vue, ce qui a incité les banques commerciales à ramener leur taux de base de 10,35% à 9,85%. Quant au taux interbancaire à trois mois (TIOP), sa moyenne a fléchi de 10,1% au premier trimestre à 10% le trimestre suivant. Par contre, le rendement des emprunts d'Etat à long terme a augmenté de 9,1% en avril à 9,5% en juillet.

La croissance de la masse monétaire M_3 , inférieure à l'objectif en 1991, s'est accélérée au premier semestre de 1992. Après correction des variations saisonnières, elle a atteint 6,2% au premier trimestre et 7,2% au deuxième. Son expansion a donc été légèrement supérieure à l'objectif de 4 à 6% fixé pour 1992.

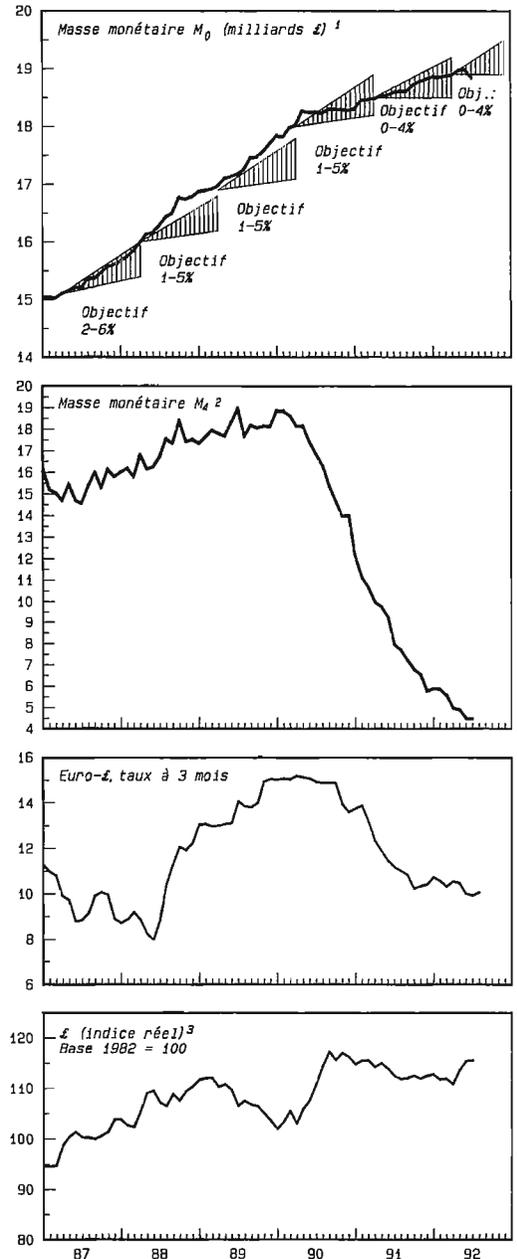
Royaume-Uni

Au premier trimestre de 1992, la récession a continué au Royaume-Uni. D'un trimestre à l'autre, le produit intérieur brut réel s'est contracté de 0,8%, après avoir stagné pendant les trois derniers mois de 1991. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, il a reculé de 1,5%, contre 1,2% au quatrième trimestre de 1991. La consommation – privée et publique – et les exportations ont fléchi, mais les investissements ont légèrement progressé. Seuls les biens d'équipement ont augmenté, les investissements sous forme de constructions étant restés inchangés. Malgré la faible demande intérieure, les importations ont été nettement plus élevées que pendant les trois derniers mois de 1991.

Les premiers indicateurs disponibles pour le deuxième trimestre n'annoncent pas une amélioration notable de la conjoncture. En données corrigées des variations saisonnières, les ventes du commerce de détail n'ont augmenté que faiblement d'un trimestre à l'autre. La croissance de la production industrielle a été elle aussi modeste. Les entrées de commandes ne se sont guère accélérées, mais elles ont été un peu plus élevées qu'aux périodes précédentes. Selon les enquêtes les plus récentes, les entreprises considèrent les perspectives économiques comme peu réjouissantes. Après avoir fléchi au quatrième trimestre de 1991, l'indicateur avancé de l'OCDE pour le Royaume-Uni a marqué une certaine tendance à la hausse au premier semestre de 1992. La «Confederation of British Industry» prévoit pour 1992 une croissance du produit intérieur brut d'à peine 1%.

Le nombre des chômeurs a encore augmenté au premier semestre de 1992; son accroissement a marqué toutefois un ralentissement par rapport à la période précédente. Le taux de chômage s'inscrivait à 9,6% en juin, contre 9,4% en mars.

Graphique 7: Royaume-Uni



¹ Données cvs; objectifs: du mois d'avril au mois de mars de l'année suivante (source: Banque d'Angleterre)

² Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Banque d'Angleterre)

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

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le taux annuel de renchérissement a passé de 4,1% à 4,2%, du premier au deuxième trimestre, puis à 3,7% en juillet. Abstraction faite des taux hypothécaires, il a fléchi de 5,6% au premier trimestre à 5,3% au deuxième trimestre.

Après correction des variations saisonnières, le déficit de la balance commerciale s'est inscrit à 3,1 milliards de livres au deuxième trimestre. Il est resté approximativement à son niveau du trimestre précédent, mais a augmenté sensiblement par rapport à la période correspondante de 1991. En comparaison annuelle, les importations se sont accrues de 6,3% en valeur, et les exportations, de 3,5%. Le solde passif de la balance courante (2,5 milliards de livres) n'a guère varié par rapport au premier trimestre (2,6 milliards).

Le 5 mai, les autorités monétaires britanniques ont réduit d'un demi-point le taux d'intervention. Les banques commerciales ont alors ramené à 10% le taux de base; ce taux, appliqué aux débiteurs de premier ordre, avait été abaissé pour la dernière fois en septembre 1991. En réduisant les taux d'intérêt, les autorités monétaires ont tenu compte de la tendance à la fermeté que la livre montrait dans le mécanisme de change du Système monétaire européen et des perspectives sensiblement plus favorables dans le domaine du renchérissement. Vers le milieu de l'année toutefois, le repli des taux d'intérêt a provoqué un nouvel affaiblissement de la livre; la banque centrale est intervenue à plusieurs reprises pour soutenir sa monnaie. Les autorités monétaires s'efforcent de maintenir la livre à l'intérieur de la marge de fluctuation étroite (+/-2,25%), bien que la marge élargie (+/-6%) s'applique au Royaume-Uni.

Après correction des variations saisonnières, la masse monétaire M_0 s'est accrue, en taux annualisé, de 2% au deuxième trimestre, contre 2,2% au trimestre précédent. Elle a donc évolué à l'intérieur de la fourchette de 0 à 4% qui a été fixée pour la période allant d'avril 1992 à mars 1993. La masse monétaire M_4 , qui englobe les dépôts dans les banques et les caisses d'épargne-logement, a augmenté de 5,2%, soit à un rythme inférieur à celui du premier trimestre (5,7%).

Du fait de la récession, le déficit des comptes de l'Etat pour l'exercice 1992/93 sera très vraisemblablement bien supérieur aux 28 milliards de livres – environ 4,5% du produit intérieur brut – qui figurent au budget. D'une part, les recettes fiscales sont inférieures aux prévisions. D'autre part, les dépenses continuent à progresser, notamment à cause des indemnités versées aux chômeurs. De plus, le gouvernement s'attend à des déficits encore plus importants au cours des prochains exercices. Il entend par conséquent prendre des mesures sévères pour maîtriser l'accroissement des dépenses.

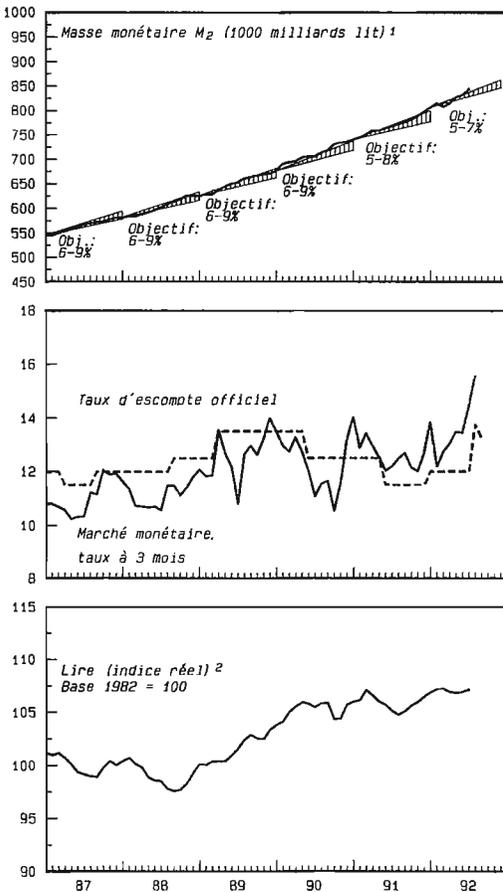
Italie

Au premier trimestre de 1992, l'activité économique est restée très modérée en Italie. En données corrigées des variations saisonnières, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,5% par rapport au dernier trimestre de 1991. Sa progression a été de 1,5% d'une année à l'autre, contre 1,7% au quatrième trimestre de 1991. Les exportations ont été le principal soutien de la conjoncture; elles se sont accrues de 2%, soit à un rythme nettement supérieur à celui de la période allant d'octobre à décembre 1991. La faible amélioration de la demande intérieure (+ 0,4%) n'est due qu'à la consommation. Après avoir enregistré des hausses aux trimestres précédents, les investissements ont stagné au premier trimestre de 1992.

Selon les premiers indicateurs disponibles, la croissance économique a encore été faible au deuxième trimestre. L'indice de la production industrielle est resté au même niveau qu'au trimestre précédent, mais a été inférieur au chiffre observé un an auparavant. L'enquête de l'institut de recherches conjoncturelles ISCO révèle que les commandes – aussi bien de provenance indigène qu'étrangère – sont en recul. De plus, les entreprises estiment que leurs stocks sont toujours trop élevés. L'indicateur avancé de l'OCDE, qui avait accusé une baisse au premier trimestre, n'a pas opéré de revirement entre avril et juin.

Au premier semestre de 1992, le déficit de la balance commerciale italienne s'est inscrit à environ 13 400 milliards, contre 11 600 milliards de lires un an auparavant. Les importations de biens

Graphique 8: Italie



¹ Données cvs. Nouvelle définition de M_2 ; objectifs: de décembre à décembre suivant (source: Banque d'Italie)

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

ont augmenté de 5,1% en valeur, et les exportations, de 4,5%. Le solde passif de la balance courante a atteint 23 100 milliards de lire au premier trimestre, contre 19 100 milliards un an auparavant. Cette dégradation est imputable au résultat négatif des échanges commerciaux, mais aussi en grande partie à des versements d'intérêts à l'étranger.

La situation s'est encore détériorée sur le marché du travail. Dans l'industrie, l'emploi a continué à reculer, et le taux de chômage a passé de 11,3% en janvier à 11,6% en avril. Au début du mois de

juillet, les syndicats et les employeurs se sont mis d'accord pour supprimer l'adaptation automatique des salaires au renchérissement («scala mobile») et pour renoncer, jusqu'à fin 1993, à engager des négociations salariales. Des augmentations de salaires ont également été promises aux salariés pour compenser en partie la perte du pouvoir d'achat.

Le renchérissement annuel a fléchi de 5,7% à 5,6% du premier au second trimestre. En juillet, il s'est inscrit à 5,5%. La croissance des coûts salariaux a également été moins prononcée qu'au début de l'année.

Entre les mois de janvier et de mai, le déficit budgétaire de l'Etat a totalisé 82 900 milliards de lire, dépassant de 25% le chiffre de la période correspondante de 1991. Initialement, un excédent de dépenses de 160 000 milliards de lire, soit 10,7% du produit intérieur brut, avait été prévu pour l'année 1992. Début juillet, le nouveau gouvernement a approuvé un programme d'économie visant à ramener le déficit public au niveau de 1991 (152 000 milliards de lire). Ce programme prévoit des réductions des subsides de l'Etat, des subventions et des dépenses militaires. En outre, un impôt spécial sera perçu sur les immeubles ainsi que sur les dépôts bancaires et postaux. Différentes taxes seront d'autre part majorées. Le gouvernement table également sur des recettes qui proviendront de la privatisation partielle de grandes entreprises publiques, une privatisation réalisée grâce à l'émission d'actions.

Après avoir augmenté un peu au premier trimestre, la lire a été de nouveau soumise à de fortes pressions au sein du Système monétaire européen vers le milieu de l'année. La Banque d'Italie est alors intervenue massivement sur les marchés des changes pour la soutenir. Au début et à la mi-juillet, elle a relevé le taux de l'escompte – la dernière hausse remontait à décembre 1991 – de 12% à 13,75%. Elle a également adapté le taux lombard, le portant à 15,25%. Le taux moyen des dépôts interbancaires a progressé de 12% à 15,6% de mars à juillet, et le rendement des bons du Trésor à douze mois (BoT), de 10,9% à 12,6%.

Au début du mois d'août, l'institut d'émission italien a réduit ses deux taux directeurs d'un demi-

point chacun. Cette mesure a été motivée par le relâchement de la pression exercée sur la lire et par l'amélioration des anticipations inflationnistes. Plusieurs grandes banques ont ramené leur taux de base à 15,25%. Selon des données provisoires, la croissance de la masse monétaire M_2 a été supérieure, tant au premier qu'au second trimestre, à l'objectif de 5 à 7%.

C. Situation économique et monétaire de la Suisse

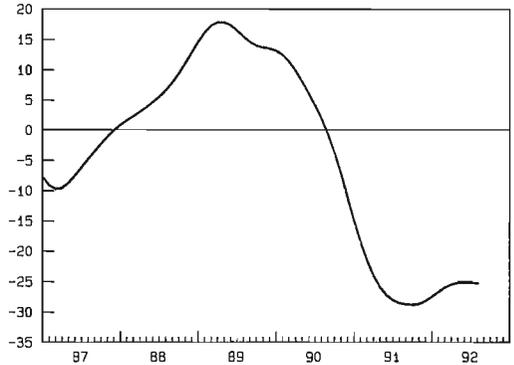
1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

La tendance à l'affaiblissement de la conjoncture s'est atténuée au deuxième trimestre de 1992. En données corrigées des variations saisonnières, le produit intérieur brut réel a stagné du premier au deuxième trimestre. Par rapport au deuxième trimestre de 1991, il a diminué de 0,3%. Son rythme de baisse a ainsi été nettement moins prononcé qu'aux quatre trimestres précédents (premier trimestre: -0,6%). Le dynamisme qui a persisté dans le secteur des exportations a contribué en grande partie à cette éclaircie conjoncturelle. Pour ce qui est de la demande intérieure, tant la consommation privée que publique – cette dernière étant même orientée à la baisse – ont constitué les seuls soutiens de la conjoncture. Les investissements en constructions et en biens d'équipement ont continué leur mouvement de recul.

Selon l'enquête de juin du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la marche des affaires dans l'industrie est restée au niveau peu satisfaisant des mois précédents. Les entrées de commandes ont diminué en comparaison annuelle, notamment dans les branches axées sur le marché intérieur, alors qu'elles ont augmenté dans la plupart de celles qui relèvent de l'exportation. En outre, la grande majorité des participants à l'enquête estimait que le niveau des carnets de commandes était trop bas. Au total, la production de l'industrie a fléchi par rapport à la période correspondante de 1991. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est maintenu à 82%, soit au

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹

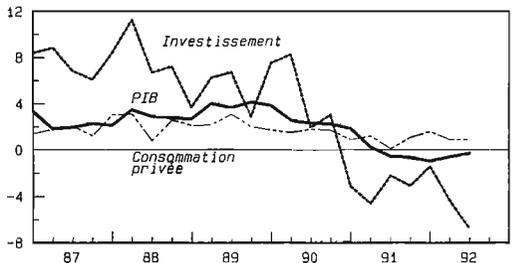


¹ Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis)
Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, test conjoncturel

niveau du premier trimestre. La part des heures supplémentaires à l'ensemble des heures de travail n'a également pas varié, puisqu'elle a été de 1,4%. Comme les stocks de produits semi-finis et finis sont jugés trop élevés par les participants à l'enquête, ces derniers n'envisagent pas d'accroître la production dans un avenir rapproché.

Pour les mois à venir, les appréciations sont divergentes. Alors que les entreprises axées principalement sur le marché intérieur s'attendent à un nouveau recul des commandes et de la pro-

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



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

Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

| | 1988 | 1989 | 1990 ^{a)} | 1991 ^{a)} | 1991 ^{a)} | | | | 1992 ^{a)} | |
|-------------------------------------|------|------|--------------------|--------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| | | | | | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. |
| Etats-Unis | 3,9 | 2,4 | 0,9 | -1,2 | -1,9 | -1,7 | -1,0 | 0,1 | 1,6 | 1,5 |
| Japon ^{b)} | 6,3 | 4,7 | 5,6 | 4,4 | 5,9 | 5,0 | 4,2 | 2,5 | 2,1 | |
| Allemagne occidentale ^{b)} | 3,6 | 3,9 | 4,7 | 3,2 | 5,4 | 4,5 | 2,0 | 0,9 | 0,8 | |
| France | 4,5 | 4,1 | 2,2 | 1,3 | 0,3 | 1,0 | 1,7 | 1,8 | 2,9 | |
| Royaume-Uni | 4,3 | 2,3 | 1,0 | -2,2 | -2,1 | -3,4 | -2,1 | -1,2 | -1,5 | |
| Italie | 4,1 | 2,9 | 2,2 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,4 | 1,7 | 1,5 | |
| Suisse | 2,9 | 3,9 | 2,2 | -0,5 | 0,2 | -0,6 | -0,7 | -1,0 | -0,6 | -0,3 |

a) Chiffres provisoires

b) PNB

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

| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | | 1992 | | | |
|-----------------------|------|------|------|------|-----------------------|----------------------|-------|-----|------|---------|
| | | | | | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | avril | mai | juin | juillet |
| Etats-Unis | 4,1 | 4,6 | 5,5 | 4,3 | 2,9 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,1 | 3,2 |
| Japon | 0,7 | 2,3 | 3,1 | 3,3 | 1,9 | 2,2 | 2,4 | 2,0 | 2,3 | 1,7 |
| Allemagne occidentale | 1,3 | 2,8 | 2,7 | 3,5 | 4,4 | 4,5 | 4,6 | 4,6 | 4,3 | 3,3 |
| France | 2,7 | 3,6 | 3,4 | 3,1 | 3,0 | 3,1 | 3,1 | 3,1 | 3,0 | 2,9 |
| Royaume-Uni | 4,9 | 7,8 | 9,5 | 5,9 | 4,1 | 4,2 | 4,3 | 4,3 | 3,9 | 3,7 |
| Italie | 5,0 | 6,6 | 6,1 | 6,5 | 5,7 | 5,6 | 5,6 | 5,7 | 5,5 | 5,5 |
| Suisse | 1,9 | 3,2 | 5,4 | 5,9 | 4,8 | 4,4 | 4,8 | 4,2 | 4,2 | 3,8 |

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

| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 ^{a)} | 1992 ^{a)} | | 1992 ^{a)} | | | |
|-------------------------------------|------|------|------|--------------------|-----------------------|----------------------|--------------------|------|------|---------|
| | | | | | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | avril | mai | juin | juillet |
| Etats-Unis | 5,5 | 5,2 | 5,5 | 6,8 | 7,2 | 7,5 | 7,2 | 7,5 | 7,8 | 7,7 |
| Japon | 2,5 | 2,3 | 2,1 | 2,1 | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 2,1 | 2,1 | 2,2 |
| Allemagne occidentale ^{b)} | 8,7 | 7,9 | 7,2 | 6,3 | 6,2 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 6,6 | 6,7 |
| France | 10,0 | 9,4 | 9,0 | 9,4 | 9,9 | 10,1 | 10,0 | 10,0 | 10,3 | |
| Royaume-Uni ^{c)} | 8,1 | 6,3 | 5,8 | 8,1 | 9,3 | 9,6 | 9,5 | 9,6 | 9,6 | 9,7 |
| Italie ^{c)} d) | 12,2 | 12,1 | 11,2 | 10,9 | 11,3 | | | | | |
| Suisse ^{e)} | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 1,2 | 1,9 | 2,4 | 2,2 | 2,4 | 2,6 | 2,7 |

a) Chiffres provisoires

b) En % des salariés

c) Sans les jeunes sortant de l'école

d) Variations saisonnières non déduites

e) Chômeurs complets

1.4 Balance des transactions courantes

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

| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 ^{a)} | 1991 ^{a)} | | | | 1992 ^{a)} | |
|-------------------------------------|--------|--------|-------|--------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| | | | | | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. |
| Etats-Unis | -126,2 | -106,3 | -92,1 | -3,7 | 12,2 | 2,4 | -11,1 | -7,2 | -5,3 | |
| Japon | 79,6 | 57,2 | 33,7 | 72,6 | 10,3 | 18,8 | 19,5 | 22,9 | 28,6 | |
| Allemagne occidentale ^{b)} | 50,3 | 57,4 | 47,1 | -19,8 | -6,5 | -5,9 | -3,2 | -4,2 | -7,5 | -6,2 |
| France | -3,5 | -3,8 | -9,4 | -5,6 | -4,4 | -1,6 | -0,9 | 0,7 | -1,0 | |
| Royaume-Uni | -27,6 | -33,4 | -27,6 | -11,1 | -4,4 | -0,4 | -2,1 | -1,1 | -4,7 | -4,5 |
| Italie | -5,7 | -10,8 | -14,7 | -21,5 | -8,2 | -4,6 | -3,7 | -5,0 | -9,0 | |
| Suisse ^{c)} | 9,0 | 7,0 | 8,6 | 10,0 | 3,7 | 1,7 | 1,8 | 2,9 | 4,3 | 2,9 |

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

duction, celles à vocation exportatrice escomptent une hausse des entrées de commandes et une stabilisation de la production.

Consommation

La consommation privée, qui avait été jusque-là un soutien de la conjoncture, a marqué un repli du premier au deuxième trimestre. Par rapport au deuxième trimestre de 1991, elle a progressé de 0,9% en termes réels, comme au premier. L'affaiblissement a surtout affecté les biens de consommation durables ainsi que les services. La consommation publique a faibli également par rapport au premier trimestre, puisque son rythme de croissance a été inférieur à celui des trimestres précédents en données corrigées des variations saisonnières.

Du deuxième trimestre de 1991 à la période correspondante de 1992, le chiffre d'affaires du commerce de détail a augmenté de 1,9% en termes réels et en données corrigées des jours ouvrables (premier trimestre: -2,7%). Les ventes dans l'alimentation, les boissons et le tabac ont progressé nettement, tandis que celles dans l'habillement et les textiles, mais aussi dans les autres catégories, accusaient une baisse. Selon la statistique des ventes publiées par l'Union suisse des impor-

tateurs d'automobiles, le nombre des voitures vendues a diminué de 7,5% par rapport au deuxième trimestre de 1991. Le nombre des nuitées dans l'hôtellerie a été, au deuxième trimestre, de 0,3% inférieur à celui de la période correspondante de 1991. Seule la clientèle suisse a contribué à cette diminution, le nombre des nuitées des touristes étrangers augmentant nettement.

L'indice du climat de consommation établi en juillet par l'Office des questions conjoncturelles est tombé à son plus bas niveau, après avoir enregistré une légère amélioration en avril lors de la précédente enquête. Tous les éléments constitutifs de l'indice ont contribué à cette détérioration. L'évolution de l'économie est appréciée d'une manière plus pessimiste que lors de l'enquête d'avril. En outre, les consommateurs interrogés voient leur situation financière tant passée que future sous un jour nettement plus défavorable que précédemment. Pour ce qui est de la sécurité de l'emploi, elle n'a jamais fait l'objet d'un jugement aussi négatif.

Investissements

Le mouvement de recul des investissements a continué du premier au deuxième trimestre. Par rapport au deuxième trimestre de 1991, le fléchis-

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

| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1991 | | | | 1992 | |
|--|------|-------|------|-------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| | | | | | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. |
| Importations de biens d'équipement (volume) ¹ | - | 5,7 | 3,0 | -2,9 | -5,9 | 0,0 | -5,3 | 0,1 | -6,2 | -7,9 |
| Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes | 7,5 | -0,1 | -9,1 | 7,6 | -9,1 | 2,6 | 35,6 | 2,4 | 33,8 | 40,0 |
| Logements construits dans 96 villes | 2,1 | -11,9 | -3,1 | 1,3 | 5,6 | 22,8 | -3,7 | -11,9 | -1,8 | -21,5 |
| Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux | | | | | | | | | | |
| Total | 18,0 | 12,0 | 2,0 | -4,0 | -3,0 | -5,0 | -6,0 | -3,0 | -10,0 | -14,2 |
| Secteur privé | 15,0 | 12,0 | -1,0 | -10,0 | -12,0 | -12,0 | -12,0 | -4,0 | -15,0 | -18,9 |
| Secteur public | 21,0 | 14,0 | 7,0 | 4,0 | 11,0 | 2,0 | 3,0 | -1,0 | -5,0 | -9,1 |
| Renchérisssement dans la construction ² | 3,9 | 3,8 | 5,8 | 6,7 | 5,8 | 7,2 | 6,6 | 7,1 | 4,4 | 4,6 |

¹ Du fait de la révision de la statistique douanière, les données pour 1988 par catégories d'utilisation ne sont pas comparables à celles des années précédentes.

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)

| | 1988 ^{a)} | 1989 | 1990 | 1991 ^{b)} | 1992 ^{b)} | | | | | |
|----------------------------------|--------------------|------|------|--------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| | | | | | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. |
| Exportations, volume | | | | | | | | | | |
| dont: mat. prem. et prod. | 7,0 | 5,2 | 4,5 | -1,4 | -3,9 | 0,2 | -1,0 | -0,1 | 6,7 | 3,5 |
| semi-ouvr. | - | 4,3 | 1,9 | -1,2 | -2,9 | 2,2 | -2,6 | -1,0 | 3,2 | 0,7 |
| biens d'équipement | - | 5,5 | 5,1 | -4,0 | -5,1 | -3,1 | -3,8 | -3,5 | 2,4 | 0,8 |
| biens de consommation | - | 5,9 | 6,3 | 1,4 | -3,7 | 1,8 | 3,5 | 4,5 | 15,2 | 9,6 |
| Valeurs moyennes à l'exportation | - | 6,4 | 1,0 | 2,8 | 1,1 | 1,3 | 3,8 | 4,4 | 2,8 | 1,5 |
| Importations, volume | 5,2 | 5,3 | 2,7 | -1,4 | -4,0 | -0,3 | -1,7 | 1,0 | -0,2 | -4,9 |
| dont: mat. prem. et prod. | | | | | | | | | | |
| semi-ouvr. | - | 6,7 | 1,8 | -5,2 | -4,9 | -3,7 | -6,1 | -6,6 | -1,6 | -3,2 |
| biens d'équipement | - | 6,0 | 3,0 | -2,9 | -5,9 | 0,0 | -5,3 | 0,1 | -6,2 | -7,9 |
| biens de consommation | - | 4,6 | 2,7 | 2,7 | -2,2 | 3,5 | 4,5 | 6,1 | 3,4 | -4,8 |
| Valeurs moyennes à l'importation | - | 8,5 | -0,7 | 0,1 | -3,5 | -0,3 | 3,0 | 1,1 | 4,1 | 4,2 |

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)} Estimations de l'Office fédéral des questions conjoncturelles (OFQC). Du fait de la révision de la statistique douanière, les données pour 1988 par catégories d'utilisation ne sont pas comparables à celles des années précédentes.

^{b)} Chiffres provisoires

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

sement a été de 6,8% en termes réels (premier trimestre: -4,4%). Aucun signe de reprise n'est apparu dans les investissements en constructions comme en biens d'équipement.

Les investissements en constructions ont accusé une baisse de 5% en termes réels (premier trimestre: -3%) par rapport à la période correspondante de 1991. La persistance du niveau élevé des taux d'intérêt, la très faible marge de manœuvre des collectivités publiques en matière financière et le nombre des bureaux et dépôts inoccupés montrent dans quel environnement peu favorable se trouve la construction. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, la réserve réelle de travail a fléchi de 19%, en termes réels, en l'espace d'une année dans le secteur principal de la construction (premier trimestre: -15%). La construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services a été nettement plus touchée par cette évolution que la construction de logements, la première reculant de 23% et la seconde, de 15%. Dans la construction publique, les carnets de commandes ont diminué de 14%.

Les anticipations toujours aussi moroses des entreprises sur la conjoncture se sont reflétées dans le nouveau recul des investissements en biens

d'équipement au deuxième trimestre. D'un trimestre à l'autre, cette évolution n'a toutefois pas été aussi prononcée, en données corrigées des variations saisonnières, qu'au premier trimestre. Par rapport au deuxième trimestre de 1991, les investissements en biens d'équipement ont diminué de 9,9% en termes réels (premier trimestre: -6,1%). Selon les résultats de l'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines, la demande suisse et étrangère de biens d'équipement a évolué inégalement au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, les entrées de commandes de la clientèle étrangère ont progressé en valeur dans une mesure nettement plus forte que celles de la clientèle suisse. En volume, elles étaient par contre toujours orientées à la baisse. A fin juin, la réserve de travail s'inscrivait au même niveau que trois mois auparavant, soit à 5,4 mois.

Commerce extérieur et balance courante

Au deuxième trimestre, le commerce extérieur de la Suisse a été caractérisé par des exportations en hausse et des importations en baisse. Les exportations de marchandises étaient, au deuxième trimestre, de 5% en valeur (premier trimestre:

9,6%) et de 3,5% en volume (6,7%) supérieures aux niveaux de la période correspondante de 1991. Les prix à l'exportation n'ont augmenté que faiblement, puisque l'indice des valeurs moyennes dépassait de 1,5% (2,8%) le chiffre enregistré un an auparavant. De leur côté, les importations ont diminué de 1% en valeur et même de 4,9% en volume. Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'importation ont haussé de 4,2% (4,1%) en l'espace d'une année.

L'essor des exportations a reposé pour une bonne part sur les ventes à l'étranger de biens de consommation, un rythme de croissance élevé de ces dernières étant notamment enregistré dans l'horlogerie et la bijouterie. L'expansion n'a pas été aussi soutenue dans les exportations de biens d'investissement, de matières premières et de produits semi-finis. L'industrie chimique a, dans l'ensemble, enregistré une croissance élevée des exportations, alors que les livraisons à l'étranger de l'industrie des machines et de la construction électrique se sont repliées en termes réels. Sur le plan géographique, l'essor des exportations a

bénéficié d'une large assise. Seules les exportations vers la CEI et vers les pays d'Europe orientale ont reculé nettement par rapport au deuxième trimestre de 1991. Les fournitures au Japon ont également diminué, mais dans une très faible mesure. En revanche, les ventes aux Etats-Unis ont progressé notablement. Pour ce qui est des exportations vers la CE, de sensibles différences ont été observées. Si l'expansion des livraisons à l'Allemagne a ralenti, celle des exportations vers l'Italie, la Belgique, l'Espagne et la Grèce a été supérieure à la moyenne. Parmi les importations, la plus forte baisse, tant en termes nominaux que réels, a touché les biens d'investissement. Les importations de biens de consommation ont également fléchi en valeur comme en volume, les biens de consommation durables subissant ce mouvement de plein fouet.

Du fait de la hausse des exportations et de la baisse des importations, le déficit traditionnel de la balance commerciale (commerce spécial et autres exportations de marchandises) s'est encore réduit nettement au deuxième trimestre. Il a

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

| | 1989 | 1990 ^{a)} | 1991 ^{a)} | 1991 ^{a)} | | | | 1992 ^{b)} | |
|--|--------------|--------------------|--------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| | | | | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. |
| Recettes, total | 153,2 | 160,6 | 161,6 | 39,8 | 40,6 | 40,8 | 40,4 | 42,4 | 42,1 |
| Exportations de marchandises | 87,0 | 91,1 | 90,9 | 21,9 | 23,1 | 21,6 | 24,3 | 24,0 | 24,4 |
| <i>Commerce spécial (Indice I)</i> | 84,3 | 88,3 | 87,9 | 21,2 | 22,3 | 20,9 | 23,5 | 23,3 | 23,6 |
| <i>Autres exportations de marchandises²</i> | 2,7 | 2,8 | 2,9 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,7 | 0,8 |
| Exportations de services | 23,5 | 24,0 | 25,9 | 6,6 | 6,2 | 7,9 | 5,2 | 7,1 | 6,4 |
| Revenus du travail et des capitaux | 39,6 | 42,3 | 41,5 | 10,5 | 10,6 | 10,3 | 10,1 | 10,4 | 10,3 |
| Transferts sans contrepartie | 3,1 | 3,3 | 3,4 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Dépenses, total | 141,7 | 148,6 | 147,0 | 35,0 | 38,1 | 37,9 | 36,1 | 35,9 | 37,7 |
| Importations de marchandises | 98,7 | 100,6 | 98,9 | 24,5 | 25,7 | 23,7 | 25,0 | 24,9 | 25,1 |
| <i>Commerce spécial (Indice I)</i> | 95,2 | 96,6 | 95,0 | 23,5 | 24,7 | 22,9 | 24,0 | 23,9 | 24,1 |
| <i>Autres importations de marchandises²</i> | 3,4 | 4,0 | 3,8 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 0,9 |
| Importations de services | 12,4 | 12,8 | 13,3 | 1,9 | 3,5 | 5,3 | 2,6 | 2,1 | 3,8 |
| Revenus du travail et des capitaux | 24,8 | 28,7 | 27,7 | 7,0 | 7,1 | 6,9 | 6,8 | 6,9 | 6,9 |
| Transferts sans contrepartie | 5,9 | 6,5 | 7,2 | 1,7 | 1,8 | 1,9 | 1,7 | 2,0 | 2,0 |
| Solde de la balance des transactions courantes | 11,5 | 12,0 | 14,6 | 4,8 | 2,6 | 2,9 | 4,3 | 6,5 | 4,3 |

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

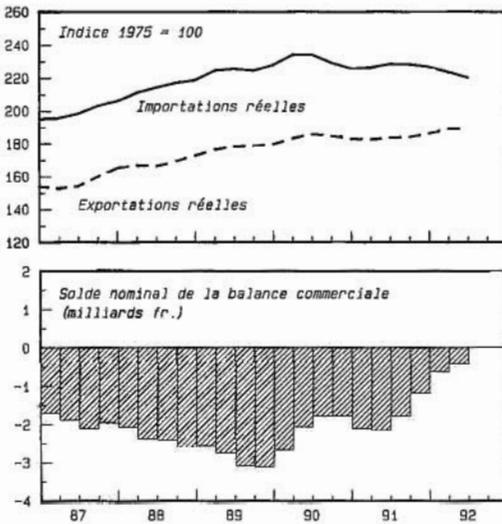
² Y compris l'énergie électrique

^{a)} Chiffres provisoires

^{b)} Selon de premières estimations

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

Graphique 11: Commerce extérieur¹



¹ Données cvs et lissées

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

passé en effet de 2,6 milliards de francs au deuxième trimestre de 1991 à 0,7 milliard au trimestre correspondant de 1992. S'inscrivant à 2,7 milliards de francs, l'excédent tout aussi traditionnel de la balance des services n'a quasiment pas varié. Les commissions bancaires ont fléchi par rapport au deuxième trimestre de 1991 à la suite du repli des opérations d'émission et de bourse passées avec l'étranger. Le nombre des frontaliers et, partant, les salaires transférés à l'étranger ont été orientés à la baisse. Dans le même temps, les revenus des capitaux provenant de l'étranger ont également fléchi. L'excédent de la balance des transactions courantes a passé de 2,6 milliards de francs au deuxième trimestre de 1991 à 4,4 milliards de francs à la période correspondante de 1992. Au premier semestre de 1992, il a atteint 10,7 milliards de francs, contre 7,4 milliards de francs pour la même période de 1991.

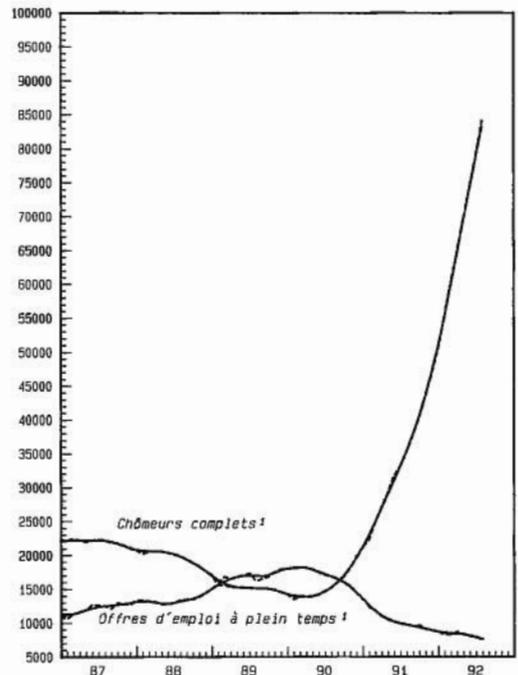
Emploi et marché du travail

Au deuxième trimestre, l'emploi a fléchi de 2,1% par rapport à la période correspondante de 1991

(premier trimestre: -1,8%). En l'espace d'une année, la baisse de la main-d'œuvre a de nouveau été prononcée dans l'industrie (4,4%) et la construction (-4,8%). Le secteur principal de la construction a été plus fortement touché par cette évolution que celui de l'aménagement et du parachèvement, ce dernier ayant pu profiter d'une activité accrue dans le domaine de la rénovation et des transformations d'habitations. Dans les services, le nombre de personnes occupées a diminué de 0,6%; un recul avait déjà été observé au trimestre précédent. Si les assurances ont enregistré une progression de 0,9% de l'emploi, les banques et les sociétés financières ont encore réduit leur personnel (-0,6%).

L'indice Manpower de l'emploi n'a pas fait encore apparaître de revirement de tendance. Les offres d'emploi publiées dans la presse quotidienne ont continué de reculer d'avril à mai. En outre, le nom-

Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et lissées

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

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

| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|-----------------------|--------|----------------------|--------|----------------------|--------|----------------------|--------|-----------------------|--------|----------------------|-----|-------|-----|-----|-----|------|-----|---------|--|
| | | | | 1 ^{er} trim. | | 2 ^e trim. | | 3 ^e trim. | | 4 ^e trim. | | 1 ^{er} trlm. | | 2 ^e trim. | | avril | | mai | | juin | | juillet | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Indice de l'emploi ¹ | 1,2 | 1,4 | -0,3 | 0,4 | 0,0 | -0,6 | -0,9 | -1,8 | -2,1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Taux de chômage ^{2,3} | 0,5 | 0,5 | 1,1 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,5 | 2,1 | 2,4 | 2,3 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,6 | 2,6 | |
| Chômeurs ³ | 15 133 | 15 980 | 35 064 | 27 521 | 30 949 | 35 155 | 46 634 | 64 696 | 73 280 | 71 000 | 73 416 | 75 423 | 80 172 | | | | | | | | | | |
| Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³ | 603 | 734 | 20 269 | 9 137 | 21 888 | 19 222 | 30 829 | 41 108 | 35 823 | 39 813 | 36 158 | 31 499 | | | | | | | | | | | |
| Offres d'emploi à plein temps ³ | 17 007 | 16 711 | 10 145 | 11 600 | 10 464 | 9 858 | 8 658 | 8 307 | 8 326 | 8 486 | 8 234 | 8 258 | 7 854 | | | | | | | | | | |

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

Source: La Vie économique, OFIAMT

bre des places vacantes annoncées aux offices du travail a encore fléchi pour s'établir à 8100 en moyenne et en données corrigées des variations saisonnières.

Le nombre des chômeurs a passé de 60 000, en chiffre rond, au premier trimestre à 74 000 au deuxième trimestre, en données corrigées des variations saisonnières. Le taux de chômage a ainsi augmenté à 2,4% en données corrigées des variations saisonnières. Le chômage frappe la main d'œuvre étrangère dans une mesure supérieure à la moyenne. Cela est dû notamment au fait que les branches qui sont touchées tout particulièrement par le tassement conjoncturel emploient une forte part de main d'œuvre étrangère. En outre, le manque de qualifications professionnelles a certainement aussi contribué dans de nombreux cas à des pertes d'emploi.

Les disparités régionales entre la Suisse romande et le Tessin, d'une part, et la Suisse alémanique, d'autre part, sont restées fortes. Dans le canton de Genève, le taux de chômage a atteint plus de 5% au deuxième trimestre.

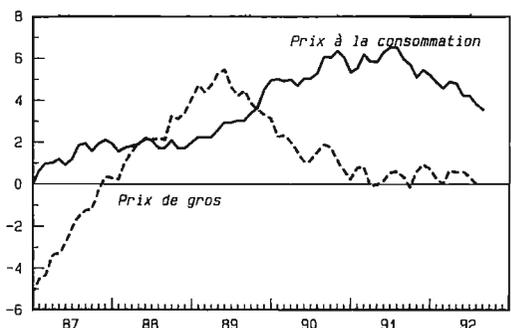
Au deuxième trimestre, le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail s'est stabilisé à un niveau élevé, soit à 36 000, contre à peine 22 000 un an auparavant. Dans la plupart des branches, la durée du chômage partiel a diminué par rapport au trimestre précédent, un recul qui s'explique surtout par des facteurs saisonniers.

Prix

Le renchérissement a continué de faiblir, puisque l'indice des prix à la consommation dépassait de 4,4%, au deuxième trimestre, le niveau observé un an auparavant, contre 4,8% au premier trimestre.

L'inflation intérieure s'est repliée nettement. S'inscrivant à 5,2% (premier trimestre: 6%), elle est restée toutefois à un haut niveau. Bien qu'atténuées, des poussées à la hausse des prix ont persisté dans les services. En mai, les loyers des appartements, qui sont pris en compte deux fois par année dans l'indice, étaient de 6,3% supérieurs au niveau enregistré une année auparavant.

Graphique 13: Evolution des prix¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

En revanche, les prix de la viande de bœuf, de veau et de porc ont fléchi entre 3% et 10% en l'espace d'une année.

Le renchérissement importé a passé de 1,4% au premier trimestre à 1,9% au deuxième. Le prix du mazout est resté au niveau enregistré une année auparavant, alors que celui de l'essence a diminué très légèrement.

Le repli du renchérissement s'est poursuivi en juillet. L'indice des prix à la consommation s'est inscrit 3,8% au-dessus du niveau observé une année auparavant; il s'agit de la plus faible hausse depuis le mois d'octobre 1989. De juin à juillet, cet indice a faibli de 0,3%. Parmi les quatre groupes qui sont pris nouvellement en compte en juillet, l'alimentation, le chauffage et l'éclairage ainsi que les transports ont enregistré une diminution de leurs indices, tandis que la santé et les soins personnels augmentaient très légèrement. Le taux annuel d'inflation était de 3,6% en août.

L'indice des prix de gros dépassait de 0,5%, au deuxième trimestre, le niveau enregistré une année auparavant, contre 0,3% au premier trimestre. Les prix des matières premières et des produits semi-finis ont reculé de 0,6%. Par contre, ceux des produits énergétiques et connexes ont augmenté de 1,6% et ceux des biens de consommation, de 1,9%. Une répartition des produits selon leur origine montre que les prix des biens importés ont faibli de 0,7%, alors que ceux des biens et des services indigènes ont marqué une hausse de 0,9%.

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

Au deuxième trimestre, la Banque nationale a maintenu le cours restrictif de sa politique monétaire. La monnaie centrale dessaisonnalisée s'est

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 |
|----------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|---|-----------------------------|-------------------|--------------------------|--------------------|-----------------------------|
| 1987 | 24 785 | 4,0 | 8 647 | 4,5 | 33 432 | 1,001 | 33 403 | 4,9 |
| 1988 | 25 819 | 4,3 | 5 667 | -54,0 | 31 486 | 0,999 | 31 521 | -11,0 |
| 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 | 2,2 | 2 832 | -11,2 | 29 274 | 1,001 | 29 247 | 1,4 |
| 1991 3 ^e trim. | 26 231 | 3,0 | 2 671 | -12,3 | 28 884 | 0,987 | 29 254 | 1,4 |
| 4 ^e trim. | 26 864 | 2,2 | 2 634 | -11,2 | 29 498 | 1,010 | 29 217 | 1,4 |
| 1992 1 ^{er} trim. | 26 624 | 0,5 | 2 538 | -17,0 | 29 162 | 1,001 P | 29 142 P | -0,4 P |
| 2 ^e trim. | 26 413 | 0,8 | 2 571 | -13,1 | 28 984 | 0,992 P | 29 228 P | -0,1 P |
| 1992 janv. | 27 077 | 0,6 | 2 529 | -20,3 | 29 606 | 1,015 P | 29 168 P | -0,5 P |
| févr. | 26 329 | 0,5 | 2 495 | -16,7 | 28 824 | 0,990 P | 29 115 P | -0,4 P |
| mars | 26 466 | 0,4 | 2 591 | -14,1 | 29 057 | 0,997 P | 29 144 P | -0,2 P |
| avril | 26 521 | 1,2 | 2 505 | -16,4 | 29 026 | 0,993 P | 29 168 P | -0,1 P |
| mai | 26 306 | 0,3 | 2 570 | -14,2 | 28 876 | 0,990 P | 29 168 P | -0,7 P |
| juin | 26 412 | 1,0 | 2 639 | -8,7 | 29 051 | 0,992 P | 29 285 P | 0,4 P |
| juillet | 26 377 | 0,1 | 2 502 | -7,6 | 28 879 | 0,992 P | 29 112 P | -0,4 P |
| août | 26 016 | -0,6 | 2 354 | -12,4 | 28 370 | 0,981 P | 28 919 P | -1,5 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; en regard des trimestres figurent les moyennes des taux calculés chaque mois

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

⁴ Monnaie centrale dessaisonnalisée = 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 dessaisonnalisée 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

de nouveau inscrite près du niveau du quatrième trimestre de 1991, soit à 29,2 milliards de francs, après avoir reculé légèrement au premier trimestre. Pour le deuxième trimestre, la Banque nationale avait tablé sur un montant de 29,1 milliards de francs. L'écart est dû principalement à l'évolution des avoirs en comptes de virements.

Comme prévu, les billets en circulation n'ont augmenté que faiblement au deuxième trimestre. Ils dépassaient de 0,8% le niveau enregistré un an auparavant (premier trimestre: 0,5%). D'avril à juin, les avoirs en comptes de virements se sont accrus d'environ 100 millions de francs. En moyenne du deuxième trimestre, ils ont atteint 2571 millions de francs, contre 2537 millions de francs au premier trimestre. La tendance à l'affaiblissement du franc, qui a persisté jusqu'en mai sur le marché des changes, a été accompagnée d'une hausse des rémunérations à court terme suisses. La Banque nationale s'est efforcée d'atténuer ce mouvement en relevant les avoirs en comptes de virements un peu plus que prévu. Le franc suisse s'est de nouveau raffermi. Le repli du renchérissement et le «non» du peuple danois au traité de Maastricht ont accru l'attrait du franc. Cette revalorisation a été suivie, à partir du mois de juillet, d'un net recul des rémunérations à court terme. En juillet et en août, les avoirs en comptes de virements ont passé à environ 2,5 milliards et 2,4 milliards de francs.

Pour le troisième trimestre, la Banque nationale table sur un volume de monnaie centrale dessaisonnalisée de 29,2 milliards de francs. L'agrégat devrait ainsi se maintenir à son niveau du quatrième trimestre de 1991. En juillet et en août, il s'est établi un peu au-dessous de cette prévision.

Au deuxième trimestre, l'évolution des agrégats monétaires au sens plus large a subi les effets de transferts de fonds vers les dépôts à terme, des transferts dus à la hausse prononcée des rémunérations à court terme. La masse monétaire M_1 , qui avait augmenté au premier trimestre, s'est repliée nettement au deuxième pour s'inscrire 0,5% au-dessous du niveau enregistré une année auparavant. Le numéraire en circulation a progressé une nouvelle fois légèrement; il dépassait de 1% son niveau du deuxième trimestre de 1991 (premier trimestre: 1,1%). Les dépôts à vue ont

par contre réagi fortement à la hausse des rémunérations, puisque, après un accroissement de 1,4% au premier trimestre, ils ont diminué de 1,2% par rapport à la période correspondante de 1991.

Les dépôts à terme se sont accrus de 3,4% par rapport au deuxième trimestre de 1991 à la suite de transferts de fonds dus à la hausse des rémunérations; au premier trimestre, ils avaient reculé de 1,3% par contre. Parallèlement à cette évolution, la masse monétaire M_2 a également augmenté sensiblement. Elle s'est accrue de 2% en l'espace d'une année, alors qu'elle avait diminué de 0,4% au premier trimestre. Les fonds d'épargne dont les rémunérations n'ont guère varié depuis une année ont progressé à un rythme moins rapide que précédemment. Ils dépassaient toutefois nettement le niveau du deuxième trimestre de 1991, enregistrant un taux de croissance de 6%. Comme une part des fonds qui ont afflué vers les dépôts à terme provenaient de formes de place-

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

| | M_1 | M_2 | M_3 |
|---|-------|-------|-------|
| 1987 | 7,5 | 9,8 | 9,5 |
| 1988 | 14,4 | 7,8 | 9,8 |
| 1989 | -5,5 | 20,0 | 6,2 |
| 1990 | -4,2 | 13,3 | 2,4 |
| 1991 | 1,7 | 3,2 | 3,4 |
| 1991 3 ^e trim. ² | 2,7 | 2,4 | 3,5 |
| 4 ^e trim. ² | 0,6 | 0,7 | 3,3 |
| 1992 1 ^{er} trim. ² | 1,3 | -0,4 | 3,0 |
| 2 ^e trim. ² | -0,5 | 2,0 | 3,8 |
| 1992 janv. ² | 0,7 | -0,8 | 2,8 |
| févr. ² | 1,4 | -0,2 | 3,3 |
| mars ² | 1,8 | -0,2 | 2,9 |
| avril ² | 1,7 | 2,0 | 3,9 |
| mai ² | -2,1 | 1,5 | 3,7 |
| juin ² | -1,0 | 2,5 | 3,7 |
| juillet ² | -2,9 | 2,1 | 3,2 |

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

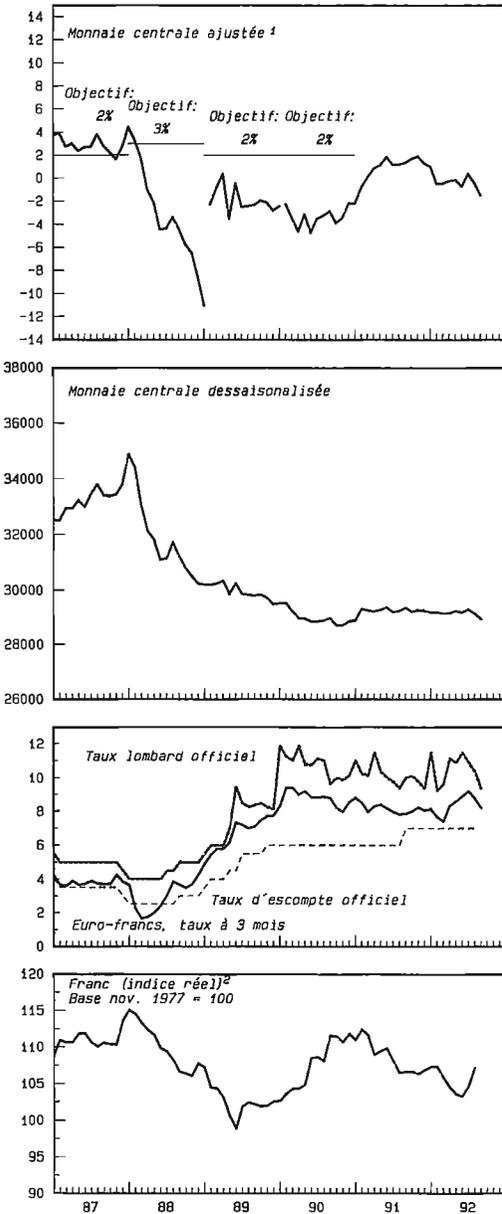
² Chiffres provisoires

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

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

M_3 = M_2 + dépôts d'épargne

Graphique 14: Suisse



¹ Depuis 1989: monnaie centrale dessaisonnalisée
Jusqu'en 1988 et depuis 1990: les variations de la monnaie centrale ajustée (puis dessaisonnalisée) sont calculées par rapport à la période correspondante de l'année précédente
Pour 1989: les variations de la monnaie centrale dessaisonnalisée sont calculées en taux annualisé, par rapport

ment n'entrant pas dans la composition de la masse monétaire M_3 , cet agrégat s'est élevé, au deuxième trimestre, de 3,8% par rapport à la période correspondante de 1991; il avait augmenté de 3% au premier trimestre.

Marché monétaire

Du début de mars à la mi-juin, les rémunérations ont augmenté d'environ deux points de pourcentage sur le marché monétaire suisse. Par la suite, une détente a été observée jusqu'au mois d'août.

Le taux moyen de l'argent au jour le jour a atteint 8,8% au deuxième trimestre, contre 7,6% au premier. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois s'est élevé à 8,9%, dépassant ainsi également de plus de un point de pourcentage le niveau de la période précédente. Les grandes banques ont servi un taux de près de 8,6% sur les dépôts à terme de même durée, contre 7,4% au premier trimestre. Quant au rendement des créances comptables à trois mois sur la Confédération, il a augmenté de 1,4 point de pourcentage pour atteindre 8,8%.

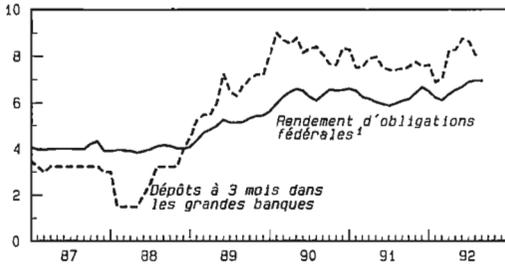
La situation moins tendue du marché monétaire depuis le milieu de l'année s'est surtout traduite par un fort recul du taux de l'argent au jour le jour, qui a passé à 7,5% en moyenne du mois d'août. Les taux des dépôts à trois mois ont aussi été nettement orientés à la baisse, fléchissant à 8,2% sur le marché des euro-francs et à 7,3% dans les grandes banques.

Comme les taux allemands ne se sont accrus que légèrement et que les taux suisses, moins élevés, ont enregistré une sensible hausse jusqu'au milieu de l'année, l'écart entre les rémunérations allemandes et suisses s'est nettement réduit pendant cette période. Sur l'euro-marché, le taux des dépôts à trois mois en marks ne dépassait que de 0,7 point de pourcentage le taux des placements

au niveau moyen du quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est centrée sur novembre
Objectifs: Jusqu'en 1989, moyenne des taux de variation calculés chaque mois
Pour 1990, variation du quatrième trimestre au quatrième trimestre de l'année précédente

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

correspondants en francs suisses; au premier trimestre, la différence avait été de 1,7 point de pourcentage. Jusqu'au mois d'août, l'écart s'est toutefois de nouveau creusé pour s'élever à 1,5%. Déjà inférieurs aux taux suisses de 3,7 points de pourcentage au premier trimestre, les taux américains se sont inscrits environ 5 points de pourcentage au-dessous de ceux-ci au deuxième trimestre.

Marché des changes

Après avoir faibli jusqu'en avril face à toutes les principales monnaies, le franc suisse s'est redressé nettement de mai à août. Il s'est raffermi de 17% vis-à-vis du dollar des Etats-Unis, de 11% par rapport au yen japonais et de 2% face aux monnaies du SME.

Au deuxième trimestre, la Banque nationale est intervenue sur les marchés des changes en achetant, au total, 95 millions de dollars contre des francs suisses.

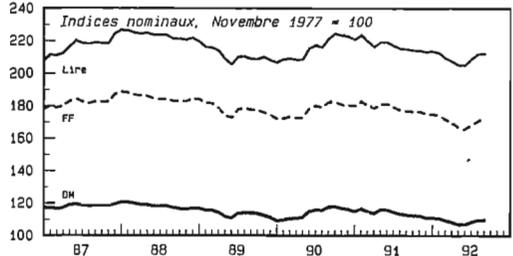
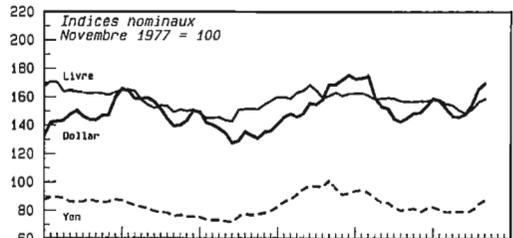
La dépréciation du franc en termes réels s'est atténuée au deuxième trimestre. Pondéré par les exportations et corrigé des variations des indices des prix à la consommation, le franc a diminué de 4,9% par rapport au deuxième trimestre de 1991 (premier trimestre: -6,6%). Face au dollar, il s'est revalorisé de 1,3% en termes réels.

Marché des capitaux

Dans le sillage de la forte hausse des rémunérations à court terme, les rendements des obligations se sont également accrus nettement du début mars jusqu'au milieu de l'année. Par la suite, ils se sont stabilisés, bien que les rémunérations à court terme se soient repliées sensiblement. Le rendement moyen des obligations fédérales atteignait 7% à la mi-août, contre près de 6,2% six mois auparavant. Pour ce qui est des rendements des autres catégories d'emprunts suisses, ils se sont situés entre 0,1 et 0,7 point de pourcentage au-dessus de celui des emprunts fédéraux. La structure des taux d'intérêt est restée inverse.

De début mars à début août, les banques cantonales ont relevé de 0,4 point de pourcentage les taux des nouvelles obligations de caisse pour les porter à 7% en moyenne. Les rémunérations habituelles se situaient à 7,5% pour les titres à trois ans, à 7% pour ceux à cinq ans et à 6,5% pour ceux à huit ans. Malgré la hausse générale des rémunérations, les taux que la plupart des banques cantonales servent sur leurs anciennes et nouvelles hypothèques en premier rang sont restés qua-

Graphique 16: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

siment stables à environ 6,9% et 7,9%. Les banques cantonales ont encore appliqué un taux moyen de 5,1% sur les fonds d'épargne.

Le montant d'argent frais demandé au marché suisse des capitaux par les émissions d'emprunts et d'actions s'est inscrit à 9,7 milliards de francs au deuxième trimestre. Il était par conséquent de 22% inférieur à celui de la période correspondante de 1991. Un montant de 6 milliards de francs, ou trois cinquièmes du total des émissions, revenait à des débiteurs suisses. Ces derniers ont effectué, après déduction des remboursements, des prélèvements nets pour près de 4,2 milliards de francs, contre 3,7 milliards de francs au deuxième trimestre de 1991.

Exportations de capitaux

Le recours au marché suisse des capitaux par des débiteurs étrangers a de nouveau accusé une forte baisse au deuxième trimestre. Les autorisations que la Banque nationale a délivrées ont porté sur 6 milliards de francs, reculant ainsi de 51% par rapport au deuxième trimestre de 1991. Les exportations de capitaux ont ainsi enregistré le quatrième repli successif. Si les emprunts ont fléchi de 68%, les crédits ont diminué de 8%. Le volume d'émissions peu élevé s'explique surtout par la persistance d'une faible demande de capitaux de la part des débiteurs japonais.

Le recul a touché toutes les catégories d'emprunts. Les emprunts ordinaires («straights») ont

reculé de 62%, les emprunts convertibles, de 82% et les emprunts à option, de 73%. La part des emprunts ordinaires au total des émissions a passé de 54% à 64% en l'espace d'une année. Presque trois quarts des exportations de capitaux ont revêtu la forme de placements privés, contre 67% au deuxième trimestre de 1991.

La part des débiteurs japonais au total des exportations de capitaux soumises à autorisation a été de 9%, alors qu'elle atteignait encore 36% un an auparavant. Pour ce qui est des parts des débiteurs domiciliés dans les pays de l'AELE et en Amérique du Nord, elles ont fléchi de 13% à 4% et de 11% à 8% en l'espace d'une année. En revanche, les parts des débiteurs domiciliés dans les pays de la CE et dans les pays asiatiques ont progressé de 31% à 48% et de 1% à 14%. La part des autres régions a passé de 9% à 18%. Finalement, les organisations internationales de développement ont prélevé 5%, contre 2% au deuxième trimestre.

Bilans bancaires et crédits

De fin juin 1991 à la fin du deuxième trimestre de 1992, la somme des bilans des 64 banques a progressé de moins de 2%, les avoirs à l'étranger et les engagements envers l'étranger ayant diminué de 2% et de 5%. Il s'agit du taux annuel d'expansion le plus bas depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Cette évolution est toutefois due en partie à l'affaiblissement du cours du dollar; si ce dernier était resté constant en l'espace

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

| | Emprunts ¹ | Crédits financiers | Crédits à l'exportation | Total |
|----------------------------|-----------------------|--------------------|-------------------------|----------|
| 1988 | 40 029,2 | 9 917,2 | 941,4 | 50 887,8 |
| 1989 | 31 281,0 | 10 154,1 | 517,8 | 41 952,9 |
| 1990 | 32 173,7 | 10 524,6 | 936,3 | 43 634,6 |
| 1991 | 30 115,9 | 11 515,7 | 829,5 | 42 461,1 |
| 1991 1 ^{er} trim. | 7 862,6 | 2 801,4 | 108,9 | 10 772,9 |
| 2 ^e trim. | 8 665,7 | 3 454,6 | 139,0 | 12 259,3 |
| 3 ^e trim. | 7 770,1 | 1 799,2 | 420,2 | 9 989,5 |
| 4 ^e trim. | 5 817,5 | 3 460,5 | 161,4 | 9 439,4 |
| 1992 1 ^{er} trim. | 6 904,7 | 2 363,8 | 86,2 | 9 354,7 |
| 2 ^e trim. | 2 741,0 | 2 796,5 | 503,5 | 6 041,0 |

¹ Y compris les emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies ainsi que les «notes»; nouvelle ventilation due à la révision du 29 mai 1986 des dispositions régissant les exportations de capitaux

d'une année, la somme des bilans aurait augmenté de près de 4%.

A fin juin, les banques ont enregistré – comme cela s'est produit le plus souvent depuis le milieu de 1988 – un recul marqué des placements financiers (-15%) en comparaison annuelle. Ce mouvement résulte du fait que l'afflux des fonds du public a été inférieur à l'augmentation des crédits. Durant le deuxième trimestre, l'octroi net de crédits a évolué toutefois à peu près au même rythme que l'afflux de fonds du public. C'est pourquoi le recul des placements financiers n'a été que de 1,3% au cours du deuxième trimestre, en données corrigées des variations saisonnières. Il a découlé surtout du recours à des crédits et de la réduction d'avoirs que les 64 banques détiennent dans des établissements bancaires à l'étranger. A fin juin, l'endettement net envers des banques à l'étranger s'élevait à environ 3 milliards de francs. Les effets de change et les papiers monétaires ont diminué de 5%, alors que les titres, qui représentent plus de la moitié des placements financiers, et les disponibilités progressaient de 9% et de 8%. Durant la période d'application allant du 20 mai au 19 juin 1992, les disponibilités des banques dépassaient de 28% celles qu'elles étaient tenues de détenir en vertu de l'ordonnance d'exécution de la loi sur les banques. Dans les grandes banques, le degré de liquidités I (liquidité de caisse) était de 111%, soit au niveau le plus bas de toutes les catégories de banques. Il s'inscrivait à 124% dans les banques cantonales et à 130% dans les succursales de banques étrangères, étant ainsi légèrement inférieur à la moyenne dans les premières et supérieur à celle-ci dans les secondes. Quant à toutes les autres banques, elles ont enregistré parfois des taux nettement plus élevés que 150%.

A la fin du deuxième trimestre, les crédits ne dépassaient que de 4% leur niveau observé un an auparavant. Un taux aussi bas avait été enregistré la dernière fois lors de la récession du début des années huitante. Les crédits à la clientèle suisse ont augmenté de 5% en l'espace d'une année. De leur côté, ceux à la clientèle étrangère se sont accrus d'à peine 1%, mais la faiblesse du dollar a joué un rôle déterminant à cet égard. Parmi les crédits à la clientèle suisse, les prêts hypothécaires ont progressé dans la plus forte mesure, à savoir de 6%. Les crédits de construction ouverts par les banques ont fléchi de 8% de fin juin 1991 à la fin du deuxième trimestre de 1992, alors que les limites utilisées ont marqué une hausse de 2%.

Au passif, le taux annuel de croissance des fonds du public n'a été que de 1%. Les banques n'ont jamais vu affluer aussi peu – en termes de taux annuel d'expansion – de fonds du public (créanciers à vue et à terme, dépôts d'épargne et livrets et carnets de dépôts, obligations, obligations de caisse et obligations d'emprunts de centrales d'émission de lettres de gage). Les fonds d'épargne et les créanciers à terme en comptes suisses et en francs (dépôts à terme fixe) ont augmenté de 4%, soit environ au même rythme que l'octroi net de crédits. Les obligations, les obligations de caisse et les obligations d'emprunts de centrales d'émission de lettres de gage se sont accrus de près de 4%, alors que les créanciers à vue et les créanciers à terme en comptes étrangers reculaient de 3% et de 5% en l'espace d'une année.

Dans les 64 banques, les affaires fiduciaires ont fléchi de 8% de fin juin 1991 à la fin du deuxième trimestre de 1992.

Der Wettbewerb unter den internationalen Finanzplätzen – Die Sicht eines Schweizer

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

1. Die Rolle der Auslandbanken

Auswärtsspiele sind – die einige Tage zurückliegenden Europa-Meisterschaften bestätigten es – schwerer als Wettkämpfe auf heimischem Boden zu gewinnen. Diese Fussball-Weisheit gilt auch im Finanzgewerbe. Banken bekunden oft Mühe, sich fremdem Terrain anzupassen. Ein gut gepflegter Platz verspricht aber stets Erfolg. Ein Finanzplatz, auf dem eine grosse Zahl von Auslandbanken mit Gewinn tätig ist, stellt sich daher – ich darf am zwanzigjährigen Jubiläum ihres Verbandes zusammen mit meiner Gratulation daran erinnern – ein gutes Zeugnis aus.

Der Finanzplatz Schweiz erwies sich in der Tat während vieler Jahre als gutes Terrain für ausländische Banken. Die Serie spektakulärer Erfolge scheint aber abzureissen. Ich will diese Feststellung mit einigen Fakten und Zahlen illustrieren:

- Zahlreiche ausländische Institute vermochten die Werte, die sie im Rekordjahr 1989 in den wichtigsten Geschäftssparten erreicht hatten, nicht zu wiederholen. Der aggregierte Kommissionsertrag aller ausländischen Finanzintermediäre fiel von 1989 bis 1991 von 2,7 auf 2,35 Milliarden Franken. Der Reingewinn reduzierte sich um 800 Millionen auf gut 1 Milliarde Franken.
- Diese negative Entwicklung veranlasste die meisten Auslandbanken zu teils taktischen, teils sogar strategischen Umstellungen. Die Mehrheit verband die Anpassung mit einer Redimensionierung des bilanzwirksamen Geschäfts. Einige Institute entschlossen sich, ihren Börsensitz aufzugeben. Dies zeigt, dass die Anpassung auch das indifferente Geschäft nicht aussparte. Der Personalbestand der Auslandbanken verringerte sich in den vergange-

nen zwei Jahren um etwa 2000 auf insgesamt 17 000 Personen.

- Einige Institute verliessen unser Land. Sie suchen den Erfolg nun auf anderen Finanzplätzen. Die Zahl der ausländisch beherrschten Finanzintermediäre, die in der Schweiz tätig sind, reduzierte sich binnen Jahresfrist von 245 auf 233 Institute.

Die Auslandbanken sind bedeutende Mitspieler auf dem Finanzplatz Schweiz. Ihre Formschwäche schmälert – um bei meinem Bild aus dem Sport zu bleiben – die Leistungsfähigkeit des ganzen Teams. Auch das schweizerische Bankwesen profitiert von seinen ausländischen Stars. Die Auslandbanken machten unseren Finanzplatz in wichtigen Bereichen attraktiver. Sie sind – vielleicht noch stärker als die Grossbanken, die sich mehr und mehr zu internationalen Banken schweizerischer Herkunft entwickeln – auf den Export von Bankdienstleistungen spezialisiert. Ihre Geschäfte – grenzüberschreitende und bilanzunwirksame Transaktionen – reagieren empfindlich auf Veränderungen der Standortgunst. Die aktuelle Formschwäche der in unserem Land domizilierten Auslandbanken darf deshalb nicht nur die Anhänger dieser Gruppe beschäftigen. Sie geht uns alle an. Die Probleme der Auslandbanken machen uns auf Unebenheiten unseres Finanzplatzes aufmerksam. Droht das Terrain gar unbespielbar zu werden?

2. Der Wettbewerb unter den internationalen Finanzplätzen

Der Wettbewerb unter den internationalen Finanzplätzen gewann an Schärfe. Drei Faktoren sind dafür verantwortlich:

- Die weltweite Deregulierung und Globalisierung – erster Faktor – eröffnete den Marktteil-

* gehalten in Bern am 8. Juli 1992

nehmern nicht nur neue Wahlmöglichkeiten unter verschiedenen Währungen. Sie erschloss ihnen auch neue Wahlmöglichkeiten unter den Finanzplätzen.

- Verschiedene Länder förderten – zweiter Faktor – die internationale Konkurrenzfähigkeit ihrer Finanzplätze sehr aktiv. Sie setzten dabei gezielt Deregulierungen wie fiskalische Erleichterungen ein. Dies gilt nicht zuletzt für unsere Nachbarstaaten.
- Die Kapazitäten, die das Finanzgewerbe in den achtziger Jahren aufbauten – dritter Faktor –, erweisen sich heute angesichts der konjunkturellen Abkühlung als zu gross. Sie müssen in schmerzlicher Anpassung redimensioniert werden.

Die Gangart im Banken- und Finanzbereich wurde als Folge dieser Entwicklungen rauher. Auch der Finanzplatz Schweiz bekommt dies zu spüren. Die grösseren Finanzzentren erwiesen sich als kampfstärker. Der schärfere Wettbewerb behagt ihnen aus drei Gründen besser:

- Die grossen Finanzplätze vermögen dank der weltweiten Deregulierung ihre Agglomerationsvorteile – erstens – noch ungehinderter auszuspielen. Die Ballung von Infrastruktur, wirtschaftlicher Tätigkeit und finanziellem Know-how, der wir in New York, London und Tokio begegnen, übt einen beträchtlichen Sog aus. Kleinere Finanzplätze vermögen sich ihm immer weniger zu entziehen. Der Banken- und Börsenplatz Schweiz sieht sich doppelt betroffen. Er ist regional noch immer stark diversifiziert. Seine Agglomerationsvorteile werden dadurch geschmälert.
- Der globale Handel mit Finanzprodukten kennt – zweitens – keine Pause. Er läuft rund um die Uhr. Die drei grossen Zentren decken – jedes für seine Zeitzone – je einen Teil des Handelstages ab. Die bevorzugte Lage der Schweiz inmitten Europas – lange Zeit eine Trumpfkarte unseres Finanzplatzes – verliert damit an Bedeutung. Sie erhöht jedoch – zusammen mit unserer kulturellen und sprachlichen Vielfalt – dort, wo die persönliche Beratung im Zentrum steht, noch immer die Konkurrenzfähigkeit.

- Hinter den drei grossen Finanzplätzen stehen – drittens – grosse Faktormärkte. Unser Arbeits- und Ausbildungsmarkt ist klein. Arbeitsrechtliche Restriktionen verteuern und beschränken den wichtigsten Produktionsfaktor des Finanzplatzes Schweiz zusätzlich. Der Eintritt in den Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) – die damit verbundene Öffnung des Arbeitsmarktes – würde zwar neue, positive Perspektiven öffnen. Machen wir uns aber keine Illusionen! Die Infrastruktur und das Know-how, die einmal ins Ausland exportiert wurden, dürften schwerlich in die Schweiz zurückfinden.

Ein milderes Wettbewerbsklima ist nicht in Sicht. Der Finanzplatz Schweiz hat sich vielmehr auf weitere Attacken vorzubereiten. Ich will auf drei Entwicklungen, die für diese Annahme sprechen, hinweisen:

- Die politische Stabilität der Schweiz verliert – erste Entwicklung – angesichts der Entschärfung des Ost-West-Konflikts, des Entstehens einer grossen Friedenszone in Europa und der weltweiten Verbreitung der Marktwirtschaft an Bedeutung.
- Die letzten, heute noch bestehenden Restriktionen im Kapitalverkehr wie beim Angebot von Finanzdienstleistungen werden – zweite Entwicklung – im Zuge des europäischen Integrationsprozesses abgebaut. Die Rahmenbedingungen des Finanzgeschäfts werden vereinheitlicht.
- Die zunehmende internationale Harmonisierung der Banken- und Finanzmarktaufsicht wird – dritte Entwicklung – bestehende Regularungs-Unterschiede mehr und mehr einleiten.

Marktteilnehmer können ausweichen. Standorte nicht. Wir müssen deshalb jede Chance, unser Terrain in Ordnung zu bringen, nutzen. Die Marktteilnehmer sind in erster Linie angesprochen. Der Wandel an den Finanzmärkten stellt sie vor grosse Herausforderungen. Die Banken und Börsen werden sich anstrengen müssen, ihre Leistungen noch effizienter und kostengünstiger anzubieten. Die Bereitschaft, Innovationen zu fördern, wird ebenfalls zur besseren Konkurrenzfähigkeit unseres Finanzplatzes beitragen. Die Behörden sind

ebenfalls gefordert. Sie müssen die Rahmenbedingungen des Finanzplatzes vor allem im monetären, steuerlichen und regulatorischen Bereich überprüfen.

3. Ausgewählte Standortfaktoren des Finanzplatzes

a) Die Geld- und Währungspolitik

Geld ist der Rohstoff jedes Finanzkontraktes. Der Wahl der Währung kommt eine Schlüsselrolle zu. Sie kann nicht nur den Ertrag sondern auch das Risiko einer Position wesentlich verändern. Die Bindung der Währungen an die nationalen Finanzplätze verlor mit der weltweiten Liberalisierung und mit dem Wachstum der Euro-Märkte zwar an Bedeutung. Vorteile blieben aber bezüglich der Informations- wie der Transaktionskosten erhalten. Sie sorgen dafür, dass die nationalen Finanzplätze nach wie vor einen Heimvorteil beim Geschäft in der eigenen Währung besitzen. Die Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz wird deshalb durch die Geld- und Währungspolitik der Schweizerischen Nationalbank mitbestimmt.

Die Hauptaufgabe der Nationalbank ist gesamtwirtschaftlicher Natur. Wir wollen mit unserer stabilitätsorientierten Geldpolitik den Binnenwert des Frankens stabilisieren. Die Früchte dieser Politik – tiefe Zinsen und ein starker Franken – bedürfen oft der geduldigen Pflege. Sie schmeckten unseren Banken in der Vergangenheit aber stets gut.

Tiefe nominelle Zinsen sind primär Ausdruck geringer Steuerungsleistungen. Sie können sekundär aber auch auf eine tiefe Real-Verzinsung zurückgehen. Das Zusammenspiel beider Faktoren liess die «Zinsinsel» Schweiz entstehen.

- Die zurückhaltende Fiskalpolitik unserer Gebietskörperschaften, die rege Spartätigkeit der privaten Haushalte und die Präferenz für die heimische Währung führten am Kapitalmarkt zu Realzinsen, die 1,5 bis 2 Prozentpunkte unter jenen anderer Industrienationen lagen.
- Rationale Anleger verlangen, dass sie sowohl für den Verlust an Kaufkraft als auch für die da-

mit üblicherweise einhergehende grössere Variabilität der Zinsraten entschädigt werden. Die stabilitätsorientierte Geldpolitik der Nationalbank vermochte beide Komponenten zu reduzieren.

Der Wechselkurs ist – jedenfalls langfristig – ebenfalls kein «random walk». Zwei Kräfte wirken auf ihn ein:

- Reale Faktoren wie Verschiebungen der Nachfrage im internationalen Handel und unterschiedliche Produktivitätsfortschritte beeinflussen – erstens – die realen Austauschverhältnisse zwischen den Währungen. Tiefe Steuerungsleistungen gehören zu den Rahmenbedingungen, die gedeihliches Wirtschaften und Produktivitätsfortschritte erst ermöglichen.
- Die Preise international gehandelter Güter können – zweitens – gemäss der Kaufkraftparitäten-Theorie in den verschiedenen Währungsräumen nicht beliebig voneinander abweichen. Die Angleichung erfolgt im Falle eines Fixkursystems über das Preisniveau. Ein Land, das wie die Schweiz flexible Wechselkurse kennt, hat zusätzlich die Option, die Anpassung über den Aussenwert seiner Währung vorzunehmen. Die starke Aufwertung, die der Schweizer Franken nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods erfuhr, war die Folge vergleichsweise tiefer Inflationsraten.

Der starke Franken und die tiefen Zinsen erhöhten die Fitness der Schweizer Banken. Unsere Banken entfalten vor allem in der Vermögensverwaltung und im Emissionsgeschäft eine hohe Leistungsfähigkeit. Sie ist zu einem grossen Teil auf die Auswirkungen der stabilitätsorientierten Geldpolitik zurückzuführen. Ich will dies verdeutlichen:

- Das Geschäft der Vermögensverwaltung profitierte enorm vom starken Aussenwert unserer Währung. Er erlaubt sicherheitsbewussten Anlegern, ihr Vermögen vor den Gefahren inflationärer Entwertung wie finanzieller Krisen zu schützen. Der starke Franken trug deshalb – zusammen mit dem ausgeprägten Schutz der Privatsphäre, wie er im schweizerischen Bankge-

heimnis zum Ausdruck kommt – entscheidend zur führenden Position, die der Finanzplatz Schweiz im private banking einnimmt, bei. Der Marktanteil des Finanzplatzes Schweiz am weltweiten private banking wird auf 30 bis 50 Prozent geschätzt. Diese starke Stellung verschafft dem schweizerischen Bankensystem seine enorme Plazierungskraft. Der Schweizerfranken profitiert als Emissionswährung von dieser Potenz.

- Die Zinssätze sind für das Emissionsgeschäft – eine zweite Nische unseres Finanzplatzes – noch wichtiger. Der Vorteil eines tiefen Zinsniveaus dominiert erfahrungsgemäss das Risiko, das ausländische Schuldner im Hinblick auf eine allfällige Frankenaufwertung eingehen.

Wird der Finanzplatz Schweiz – werden die Auslandbanken – auch künftig auf die Trümpfe einer starken Währung und tiefer Zinsen zählen können?

Die Nationalbank muss den Stabilitätsbonus, den der Schweizer Franken im Wettbewerb der Währungen besass, zurückgewinnen. Die Chancen stehen gut. Das Inflationspotential, das sich durch einen zu zaghaften Abbau der Bankenliquidität nach Einführung der neuen Liquiditätsvorschriften und des SIC und durch die Konjunkturüberhitzung aufbaute, ist eingedämmt. Die restriktive Geldpolitik zeitigt endlich die lange erhofften Wirkungen auf das Preisniveau. Der gegenwärtige Inflationszyklus überschritt seinen Gipfel im Sommer des vergangenen Jahres. Die Inflationsrate nähert sich der 4-Prozent-Grenze. Eine weitere Normalisierung der Teuerung ist wahrscheinlich. Das Ausland holte allerdings auf. Das Europäische Währungs-System (EWS) entwickelte sich zu einer Stabilitätsgemeinschaft. Die deutsche Wiedervereinigung und die Unsicherheiten über den künftigen Verlauf des europäischen Integrationsprozesses schufen im EWS aber neue Spannungsmomente. Der Finanzplatz Schweiz kann, falls es unserer Geldpolitik gelingt, den Finanzmärkten einen attraktiven Franken anzubieten, aus dieser Entwicklung einmal mehr Nutzen ziehen.

Das letzte Wort in Sachen Schweizer Franken wird allerdings unseren Stimmbürgern vorbehalten

bleiben. Wir werden vermutlich noch dieses Jahr über den Beitritt zum Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) und einige Jahre später über die Mitgliedschaft in der Europäischen Gemeinschaft (EG) abstimmen. Der EWR-Vertrag enthält noch keine monetären Bestimmungen. Er ist mit jedem Wechselkurssystem vereinbar. Unsere Geldpolitik bleibt im wesentlichen unberührt. Dies würde sich bei einem EG-Beitritt dagegen ändern. Er wäre – je nach dem Zeitpunkt unseres Beitritts – mit einer Teilnahme am EWS oder sogar an der geplanten Europäischen Währungsunion verbunden. Die Währungsunion ist durch unwiderruflich fixierte Wechselkurse charakterisiert. Sie mündet letztlich in die Ausgabe einer einheitlichen europäischen Währung. Eine einzige Währungsbehörde wäre für die Geldpolitik verantwortlich. Die Schweiz – ihr Finanzplatz – verlöre als Mitglied dieser Währungsunion zwei ihrer stärksten Trümpfe: den starken Schweizer Franken und die vergleichsweise tiefen Zinsen. Verstehen Sie mich recht! Die Schweiz darf sich nicht dem Risiko, isoliert zu werden, aussetzen. Sie muss sich nach meiner Überzeugung am europäischen Integrationsprozess beteiligen. Der EWR-Vertrag bildet einen ersten wichtigen Schritt. Der EG-Beitritt kann sich als sinnvoller zweiter Schritt herausstellen. Wir vermögen dies aber erst zu beurteilen, wenn die Ergebnisse der Verhandlungen mit der EG, die der Bundesrat mit seinem Beitritts-gesuch auslösen wollte, vorliegen. Könnte zu diesen Verhandlungen auch der Versuch gehören, uns möglichst lange eine mindestens beschränkte geldpolitische Autonomie zu erhalten? Das Vereinigte Königreich handelte sich in Maastricht eine opting-out-Klausel aus. Die Vor- und Nachteile einer ähnlich auf die Schweiz zugeschnittenen Klausel wären angesichts der Bedeutung, die der Franken für die Zukunft des Finanzplatzes hat, wenigstens einer näheren Prüfung wert.

Der Wandel im Finanzgewerbe berührt die Nationalbank auch in ihrer Rolle als lender of last resort. Sie hat als Notenbank auch die Aufgabe, das Bankensystem im Falle einer Krise mit der erforderlichen Liquidität zu versorgen. Der Finanzplatz Schweiz profitiert vor allem zu einer Zeit, in der ausländische Bankensysteme von Krisen geschüttelt werden, von der Potenz seines lenders of last resort. Die Nationalbank, die an einem geordneten Ablauf des Strukturwandels im

schweizerischen Bankengewerbe interessiert ist, ist bereit, solventen Instituten kurzfristig mit einem Notenbankkredit auszuweichen. Sie sieht sich aber keinesfalls als permanente Liquiditätsquelle für Banken mit finanziellen Problemen. Sie liefe damit – wie die Erfahrungen in anderen Staaten bestätigen – Gefahr, die Banken zu einem allzu risikofreudigen Geschäftsgebaren zu verleiten. Die Politik der Nationalbank bleibt deshalb auf den Systemschutz ausgerichtet.

b) Steuern und Steuerpolitik

Steuersysteme sind Ausdruck der kulturellen und rechtlichen Struktur der nationalen Gesellschaften. Sie sind das Ergebnis eines sehr langen Prozesses von Regulierung und Deregulierung. Bestrebungen zur internationalen Harmonisierung stossen im Steuerbereich deshalb auf noch mehr Widerstand als in anderen Sektoren.

Steuern werden die Konkurrenzfähigkeit von Finanzplätzen umgekehrt auch in Zukunft stark beeinflussen. Ihre Bedeutung wird sogar noch zunehmen. Unterschiedliche Steuersysteme und unterschiedliche Usancen in der Buchführung bieten – die Marktteilnehmer sprechen von tax-driven-deals – Arbitragemöglichkeiten. Die Liberalisierungen wie die sinkenden Kosten der Telekommunikation werden die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer für steuerliche Aspekte noch schärfen.

Steuerklima wie Steuerbelastung sind in der Schweiz – insgesamt gesehen – immer noch relativ günstig. Dies wirkt sich auch auf den Finanzsektor positiv aus. Einzelne Spezialsteuern drohen jedoch in dem Masse, in dem sie mehr und mehr zu schweizerischen Spezialitäten werden, die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz zu beeinträchtigen. Dies gilt vor allem dort, wo die EG-Staaten vergleichbare Steuern nicht kennen oder aber abbauen.

Die Stempelsteuer

Ich spreche damit vor allem die Problematik der Stempelsteuer an. Die politischen Behörden – Bundesrat wie Parlament – sind sich zwar

bewusst, dass die Erhaltung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz nach einer Anpassung des Stempelsteuergesetzes ruft. Eine von beiden Räten kürzlich verabschiedete Vorlage wurde aber mit einem Referendum angefochten. Die Revision würde – findet der Erlass in der Volksabstimmung vom kommenden September eine Mehrheit – wichtige Entlastungen bringen:

- Das sogenannte «Ausland-Ausland-Geschäft» mit ausländischen Wertpapieren – Aktien und Obligationen – würde stempelfrei.
- Die Handelsbestände gewerbsmässiger Wertpapierhändler sähen sich von der Besteuerung befreit.
- Die Emission ausländischer Wertpapiere in Fremdwährungen würde keiner Abgabe unterliegen.
- Die Ausgabe von Anlagefondszertifikaten würde nicht mehr durch die Emissionsabgabe belastet.
- Die Sitzverlegung ausländischer Unternehmungen in die Schweiz löste keine Emissionsabgabe mehr aus.

Diese Erleichterungen vermöchten Wettbewerbsnachteile der Banken und Wertschriftenhändler, die von der Schweiz aus operieren, in fünf Schlüsselbereichen zu beseitigen oder zu reduzieren:

- Die steuerliche Belastung des «Ausland-Ausland-Geschäfts» wirkt sich auf die Wettbewerbsposition des Standortes Schweiz im Portfolio-Management – auf die eigentliche Nische unseres Finanzplatzes – negativ aus. Die Strukturverschiebung in Richtung institutionelles Sparen wird die Wettbewerbsfähigkeit der Finanzinstitute in der Schweiz ohnehin vor grosse Herausforderungen stellen. Die neuen Finanzinstrumente zeitigen ähnliche Wirkungen. Die vom Parlament vorgeschlagene Neuordnung des Stempelrechts könnte die dadurch nötigen Anpassungen erleichtern.
- Der Stempel drängt den Handel mit Aktien grosser schweizerischer Publikumsgesellschaften

und mit Schweizerfranken-Obligationen ausländischer Schuldner heute zunehmend ins Ausland ab. Schätzungen beziffern den Anteil, den der Londoner SEAQ im Handel mit schweizerischen Dividendenpapieren inzwischen erzielt, gegen 30 Prozent. Der organisierte Blockhandel der Jumbo-Anleihen, den die Weltbank und die Europäische Investitionsbank (EIB) kürzlich in der Schweiz emittierten, findet ebenfalls in London statt. Die Umsatzabgabe behindert so die Bestrebungen, den schweizerischen Kapitalmarkt liquider – und damit attraktiver – zu machen.

- Die Ausgabe von Euro-Obligationen wie von Euro-Aktien wird durch die Stempelabgabe verunmöglicht. Die Schweizer Banken vermöchten dank ihrer grossen Plazierungskraft gerade in diesem Geschäft eine bedeutende Rolle zu spielen.
- Die Stempelsteuer bewirkt zusammen mit der starren Anlagefonds-Gesetzgebung, dass der Finanzplatz Schweiz unterproportional am starken Wachstum des – für das private banking wichtigen – Geschäfts mit Anlagefonds partizipiert. Die Anlagefonds, die die schweizerischen Banken in den letzten Jahren auflegten, wurden mehrheitlich in Luxemburg domiziliert. Das Verhältnis liegt bei den Neugründungen inzwischen bei 4 zu 1 zugunsten Luxemburgs. Die Fonds mit Luxemburger Domizil verwalten heute mehr als die Hälfte des Gesamtvermögens aller Anlagefonds schweizerischer Banken. Wer wundert sich da, dass selbst die bekannte Zürcher Confiserie an jener Ecke des Paradeplatzes, an der mancher aus Symmetriegründen die dritte Grossbank vermuten würde, «Luxemburgerli» zu ihrem Verkaufsschlager machte.
- Die Emissionsabgabe, die ausländische Gesellschaften bei einer Verlegung ihres Sitzes in die Schweiz zu entrichten haben, fordert von ausländischen Finanz- und Holdinggesellschaften einen hohen Eintrittspreis. Verschiedene EG-Staaten – zum Beispiel die Niederlande und Luxemburg – offerieren den Holdinggesellschaften heute günstigere steuerliche Rahmenbedingungen als das einstige Holdingparadies Schweiz.

Die Stempelvorlage, die im September zur Abstimmung kommt, beseitigt einige, aber nicht alle Probleme. Sie bleibt im Bereich der Schweizerfranken-Emissionen ausländischer Schuldner einstweilen beim Status quo. Die Revision gäbe dem Bundesrat jedoch die Kompetenz, dieses Geschäft – sollte es wegen erhöhter Abwanderungsgefahr erforderlich werden – vom Stempel auszunehmen. Der Bundesrat wird – vor allem wenn wir im Dezember dem EWR-Vertrag zustimmen – schnell handeln müssen. Unsere Unterhändler in den EWR-Vertrags-Verhandlungen gaben die Syndizierungsregel – unter Verzicht auf eine Übergangsfrist – auf den 1. Januar 1993 auf. Die Bereitschaft der ausländischen Notenbanken, unser Syndizierungsspiel mitzuspielen, wird damit weiter schwinden. Wir riskierten, würden wir die steuerlichen Rahmenbedingungen in diesem Bereich nicht anpassen, ein verhängnisvolles Eigentor zu schießen. Wir müssten deshalb auch im Falle einer Verwerfung der Stempelsteuer-Vorlage rasch handeln. Die Gefahr, das wichtige internationale Emissionsgeschäft aus der Schweiz abzudrängen, liesse sich dann nur noch mit einem besonderen Erlass, der die Auslandsanleihen vom Stempel befreit, bannen.

Vermag der Finanzplatz Schweiz nach den vorgeschlagenen Regeländerungen im Stempelbereich seine Attraktivität besser zu verteidigen? Wird er gar verlorene Aktivitäten zurückgewinnen? Ich sehe Chancen in der Defensive wie in der Offensive. Unser Finanzplatz muss eine wirksame Defensive gegen Angriffe auf den Bereich der Schweizerfranken-Emissionen vorbereiten. Er sollte gleichzeitig in die Offensive gehen, um am grossen Volumen der Euro-Emissionen teilzuhaben. Beides wird die Banken zwingen, mit der Abschaffung der Stempelabgabe auch ihre Kommissionen im Emissionsgeschäft zu überprüfen und anzupassen. Der Finanzplatz Schweiz liesse sich dadurch für internationale Emittenten noch attraktiver gestalten.

Die Verrechnungssteuer

Die Verrechnungssteuer beginnt in dem Masse, in dem der einheitliche Finanzmarkt der EG an Gewicht gewinnt, die Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz ebenfalls zu beeinträchtigen.

tigen. Sie stellt die Banken im internationalen Geschäft vor drei Probleme:

- Die Verrechnungssteuer weist mit ihrem Abgabensatz von 35 Prozent – erstens – eine höhere Belastung als die Quellensteuern der meisten anderen Länder – namentlich aber der EG-Staaten – auf. Der hohe Satz wirkt sich wegen des Zinsverlustes, der zwischen der Fälligkeit der Quellensteuer und deren Rückerstattung entsteht, selbst bei voller Rückerstattung negativ aus.
- Ausländer müssen – zweitens – auf den Erträgen aus ihren Guthaben bei schweizerischen Schuldnern die Verrechnungssteuer ebenfalls entrichten. Die meisten off-shore-Zentren kennen demgegenüber überhaupt keinen Vorsteuerabzug. Aber auch Länder wie die Vereinigten Staaten, Frankreich und die Bundesrepublik Deutschland eliminierten in den achtziger Jahren die Quellensteuern für Gebietsfremde. Die Zinsabschlagssteuer, die zurzeit in Deutschland diskutiert wird, sieht die Befreiung der Ausländer ebenfalls vor.
- Die Belastung der ausländischen Investoren lässt sich grundsätzlich zwar auch durch zwischenstaatliche Abkommen zur Vermeidung der Doppelbesteuerung beheben. Die Schweiz besitzt jedoch – drittens – nur ein vergleichsweise schwach ausgebautes Netz von Doppelbesteuerungsabkommen. London profitiert davon, dass Grossbritannien über 80 Doppelbesteuerungsabkommen unterhält. Das entsprechende Vertragsnetz der Schweiz erstreckt sich auf nur 35 Staaten. Die volle Rückforderung ist zudem nur im Verkehr mit 5 Ländern möglich. In allen anderen Fällen verbleibt eine Sockelsteuer von 5 bis 15 Prozent.

Die Wettbewerbsnachteile des Finanzplatzes Schweiz im Bereich der Verrechnungssteuer sind weit schwerer als jene, die sich aus dem Stempel ergeben, zu beheben. Zwei Gründe vor allem lassen den Spielraum für Entlastungen als gering erscheinen:

- Bereits eine Reduktion und erst recht eine Streichung des Vorsteuerabzuges für Gebietsfremde wäre – erstens – kurzfristig. Das Ausland würde zum einen den Anreiz, mit dem Gläu-

bigerland Schweiz Doppelbesteuerungsabkommen zu unterhalten, verlieren. Es würde zum andern den Druck, der auf eine Lockerung der restriktiven Rechtshilfepraxis in Steuer-sachen abzielt, erhöhen.

- Das Postulat einer gerechten und effizienten Besteuerung lässt – zweitens – eine Reduktion des Steuersatzes mindestens vorläufig als inopportun erscheinen. Das schweizerische Bankgeheimnis schliesst aus, dass Banken und Steuerbehörden Informationen zur Überprüfung der Steuerdeklaration oder zur Bekämpfung der einfachen Steuerhinterziehung austauschen. Die Verrechnungssteuer dient der Steuersicherung. Ihr Satz muss sich deshalb konsequenterweise an den Höchstsätzen des Steuertarifs orientieren. Die Einführung einer Mehrwertsteuer im Sinne der Richtlinien der EG – die Belastung des Umsatzes mit einem Satz von 15 Prozent – würde Entlastungen im Bereich der direkten Steuern ermöglichen. Der Spielraum für Anpassungen der Verrechnungssteuer an die Quellensteuern der EG-Länder würde damit erweitert.

c) Bankgeheimnis und Rechtshilfe

Das Bankgeheimnis und die restriktive Rechtshilfepraxis – ich sprach beide mit meinen Überlegungen zur Verrechnungssteuer an – verschaffen dem Finanzplatz Schweiz komparative Vorteile vor allem im Geschäft mit Anlegern, die Wert auf den Schutz ihrer Privatsphäre legen. Drei Entwicklungen gilt es im Hinblick auf die Attraktivität des Bankgeheimnisses aber im Auge zu behalten.

- Das starke Wachstum institutioneller Vermögen und die Lockerung der Portfolio-beschränkungen wird – erstens – das Gewicht der institutionellen Anleger am international operierenden Anlegerpublikum erhöhen. Diese Investoren sind an der performance orientiert. Die Qualität des research und die Kosten bestimmen den Finanzplatz, auf dem sie ihre Portefeuilles verwalten lassen. Die Anonymität tritt in den Hintergrund.
- Andere Staaten bieten den Anlegern – zweitens – heute einen vergleichbaren Schutz vor dem

Zugriff des Staates an. Die Regulierungen, die das Bankgeheimnis in Luxemburg schützen, decken sich mit den schweizerischen Vorschriften. Österreich, das die anonyme Anlage von Geldern erlaubt, geht weiter. Die lange Tradition des Schutzes der Privatsphäre verschafft dem Finanzplatz Schweiz auf absehbare Zeit im private banking aber trotzdem einen Standortvorteil.

- Die Notwendigkeit, Verbrechen wie etwa die Geldwäscherei international zu bekämpfen, wird - drittens - nicht abnehmen. Sie soll zwar nicht zu einer Aushöhlung des Bankgeheimnisses führen. Das legitime Interesse am Schutz der Privatsphäre darf andererseits aber die Bekämpfung neuer Formen der Wirtschaftskriminalität nicht verunmöglichen. Die Bestimmungen, mit denen die Schweiz gegen die Geldwäscherei und das insider-trading vorgeht, haben wie ihre Rechts- und Amtshilfe Modellcharakter. Sie bannen die Gefahr, dass der Ruf des Finanzplatzes durch eine zu lasche Verbrechensbekämpfung oder durch einen zu schwachen Schutz des Bankgeheimnisses geschädigt werden.

Der freie Kapitalverkehr - und die europäische Integration - werden die Rechtshilfepraxis künftig vor neue Herausforderungen stellen. Wir sollten aber international klarstellen, dass wir mit einer seriösen Güterabwägung dafür sorgen werden, dem Finanzplatz Schweiz sein besonderes Angebot im Bereich des Schutzes der Privatsphäre zu erhalten.

d) Die Finanzmarktaufsicht

Bankengesetz und Bankenaufsicht

Der Erfolg der off-shore-Zentren verdeutlicht plakativ, welche Bedeutung regulatorische Eingriffe auf den Wettbewerb der Finanzplätze haben. Dieser Erfolg beruht - nebst tiefen Steuern - auf einer deutlich geringeren Regulierungsdichte und -tiefe. Wir sind mit dem Problem des Trittbrettfahrers konfrontiert. Die off-shore-Zentren profitieren von den positiven Externalitäten der stärker regulierten Finanzplätze. Die Regulierungen gut überwachter Finanzplätze senken das Risiko,

dass Liquiditäts- oder Solvenz-Probleme eines grossen Finanzintermediärs das ganze internationale Bankensystem in Mitleidenschaft ziehen. Die Schweiz verfügt über eine wirksame Bankenaufsicht. Beeinträchtigt sie die Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes?

Die Bankenaufsicht vermag die Konkurrenzfähigkeit eines Finanzplatzes in dreierlei Hinsicht zu tangieren:

- Sie kann - erstens - die regionalen und spartenmässigen Geschäftsmöglichkeiten der Finanzinstitute einschränken. Das schweizerische Bankengesetz tut dies nicht. Alle Sparten des Bankgeschäfts stehen unseren Banken ohne geographische Beschränkung offen. Der Einsatz neuer Finanzinstrumente wird nicht behindert. Der Standortfaktor «Universalbankensystem» verliert mit den Liberalisierungen in den Ländern, die bisher ein Trennbankensystem kannten, allerdings an Bedeutung.
- Aufsichtsgesetz und Aufsichtspraxis können - zweitens - die Eintrittsschranken zu hoch setzen und die Intensität des Wettbewerbs auf einem schädlichen, tiefen Niveau einfrieren. Der Finanzplatz Schweiz steht - sehen wir vom Erfordernis der Gewährung des Gegenrechts durch das Herkunftsland ab - jedoch den Banken aus der ganzen Welt offen. Die kartellistischen Strukturen, von denen lange eine Bedrohung ausging, gehören weitgehend der Vergangenheit an. Die verstärkte Konkurrenz, zu der Auslandbanken und ausländische Wertpapierhäuser beitrugen, machte den Finanzplatz international wettbewerbsfähiger.
- Die Bankenregulierung vermag - drittens - die Produktionskosten der Banken unnötig zu verteuern.

Das Aufsichtsrecht erfuhr in diesem Bereich in den letzten Jahren zwei bedeutsame Revisionen, die die Wettbewerbskraft unserer Banken - insgesamt gesehen - stärkten:

- Die Liquiditätsvorschriften - erstens - zwangen die Banken in der Vergangenheit zu einer im internationalen Vergleich überhöhten Kassenhaltung und erschwerten ihnen wegen technischer

Mängel gleichzeitig das Cash-Management. Anpassungen auf der Stufe der Verordnung zum Bankengesetz erlaubten bedeutende Erleichterungen. Die Banken vermochten dank der neu gefassten Liquiditätsvorschriften – und des gleichzeitig eingeführten Interbank-Zahlungssystems SIC – ihren Bestand an unverzinslichen Mitteln massiv von früher rund 12 Milliarden auf gut 7 Milliarden Franken für die Unterlegungsperiode per 20. Mai 1992 zu senken. Die Kostenersparnisse sind beachtlich. Sie lassen sich – berechnen wir die Opportunitätskosten der Kassenhaltung mit 8 Prozent – für das gesamte schweizerische Bankensystem auf jährlich 400 Millionen Franken veranschlagen. Die ausländischen Institute wickeln im Verhältnis zur Bilanzsumme überdurchschnittlich hohe Transaktionsvolumen ab. Sie vermochten ihre Kassenhaltung von 1,8 Milliarden auf rund 600 Millionen Franken zu reduzieren. Dies entspricht einer Kostenersparnis von fast 100 Millionen Franken pro Jahr.

- Die schweizerischen Eigenmittelvorschriften – zweitens – zählen im internationalen Vergleich auch nach der Revision von 1989 zu den restriktivsten. Hohe Anforderungen an die Eigenmittel verursachen aber nicht nur Kosten, sondern ermöglichen – dank gestärktem Vertrauen in die Bonität der Bank – gleichzeitig eine günstigere Refinanzierung. Eine adäquate Berücksichtigung der Risiken, die nicht in der Bilanz erfasst werden, bei der Berechnung der Eigenmittel erhöht die Stabilität des Finanzsystems ebenfalls. Dieser Vorteil darf in einer Zeit, in der das Bankgewerbe sich national wie international einem Strukturwandel ausgesetzt sieht, nicht unterschätzt werden. Auch die Gefahren im Emissionsgeschäft können wichtige Marktteilnehmer in Schwierigkeiten bringen. Das Risiko, dass ein Underwriter den Marktkurs falsch einschätzt oder dass er eine Emission nicht richtig zu plazieren vermag, ist zwar kurzfristiger Natur. Es kann gemessen an der Eigenkapitalbasis einer Emissionsbank aber recht hoch ausfallen. Der rauhere Wettbewerb unter den Emissionsbanken verschärfte das Klumpen-Risiko im Emissionsgeschäft. Wer die Anpassung der Eigenmittelvorschriften an solche Risiken als zweckmässig bejaht, muss umgekehrt aber bereit sein, Unterlegungs-

sätze für Risiken, die bereits an anderen Stellen berücksichtigt sind oder an Gewicht verloren, zu reduzieren oder zu streichen. Der Verzicht auf den Eigenmittelzuschlag auf Auslandaktiven verdeutlicht diesen Gedanken. Der Zuschlag von 1,5 Prozent auf Auslandaktiven war sachlich nicht mehr gerechtfertigt. Er beeinträchtigte die Konkurrenzfähigkeit der international tätigen Banken. Die Revision, die die Eigenmittelvorschriften in diesem Punkt erfuhren, reduzierte die Anforderung an das schweizerische Bankensystem um insgesamt 3,5 Prozent. Der Anteil der Aktiven, den die ausländisch beherrschten Institute im Ausland halten, ist mit 70 Prozent sehr hoch. Die Auslandsbanken profitierten mit einer Reduktion der Anforderungen an die Eigenmittel um insgesamt 5 Prozent deshalb überdurchschnittlich stark.

Der Anlegerschutz im Nichtbanken-Bereich – Börsen- und Anlagefondsgesetz als Anwendungsfälle

Das Börsengesetz und die Revision des Anlagefondsgesetzes bilden zwei aktuelle, gesetzgeberische Vorhaben zur Verbesserung des Anlegerschutzes. Beide werfen die philosophische Frage, wie der Begriff «Anlegerschutz» im Nichtbanken-Bereich zu verstehen sei, auf:

- Soll der Anlegerschutz im Bereiche von Börse und Anlagefonds – erste Variante – dem Schutz von Treu und Glauben gleichgesetzt werden? Wer dies bejaht, wird zunächst die minimalen Anforderungen an Wertpapierhändler oder Anlagefondsleistung umschreiben. Er wird sich im übrigen aber mit Massnahmen, die der Erhöhung der Transparenz und der Verlässlichkeit von Reglementen und Prospekten und der Vermeidung von Interessenkonflikten dienen, begnügen.
- Oder muss umgekehrt der Erwerber von Wertpapieren oder von Anteilen an Anlagefonds – zweite Variante – als unkundiger Kleinanleger betrachtet und behandelt werden? Er würde dann – ähnlich wie der Bankeinleger – zusätzlich noch einen gesetzlichen Schutz der von ihm getätigten Anlagen benötigen.

Wer Wertpapiere oder Fondsanteile erwirbt, ist sich meines Erachtens bewusst, dass er den streng geschützten Bereich der Bankeinlage verlässt. Das breite Publikum ist nicht im selben Masse auf den Erwerb von Wertschriften oder Fondsanteilen angewiesen wie auf den Unterhalt von – auch für den Zahlungsverkehr wichtigen – Bankkonti. Dieses Argument gewinnt mit der Verschärfung des Wettbewerbs an Gewicht. Der Bankgläubiger kommt – mit wachsender Intensität des Wettbewerbs – in den Genuss kompetitiver Zinssätze. Er ist weniger als früher darauf angewiesen, zur Erzielung einer angemessenen Rendite auf die Wertpapiermärkte oder auf Anlagefonds auszuweichen.

Ich begegne deshalb auch dem Versuch, Anlagen in diesen beiden Bereichen ein offizielles Gütesiegel zu verleihen, mit Skepsis. Diese Skepsis galt früher der inzwischen aufgegebenen Praxis der Zulassungsstelle, die Kotierung an den Wertpapierbörsen mit einer Bonitätsprüfung zu verbinden. Die Bonität bildet heute bei der Zulassung nur noch einen Nebenaspekt. Meine Skepsis gilt neu auch der vorgeschlagenen Unterscheidung von «Anlagefonds mit gewöhnlichem Anlagerisiko» und von «Risikofonds». Der Vorentwurf des Anlagefondsgesetzes verwendet die Handelbarkeit der Fondsanlagen an einem regelmässigen Markt als Hauptmerkmal dieser Klassierung. Die Handelbarkeit mag dann, wenn ein Fonds infolge Häufung von Kündigungen rasch einen grossen Teil seiner Anlagen liquidieren muss, eine wichtige Rolle spielen. Sie wird aber der Vielfalt der Risikoquellen und der graduellen Risikounterschiede wie auch der Anlagetechniken kaum gerecht. Es erschiene mir deshalb als klüger, auf dieses gesetzliche Gütesiegel zu verzichten und statt dessen die Pflicht zur Transparenz in Reglementen und Prospekten noch zu verstärken.

Börsengesetz wie Revision des Anlagefondsgesetzes versprechen – vor allem wenn im einen oder andern Punkt noch etwas Ballast abgeworfen wird – insgesamt liberale und flexible Aufsichtsordnungen. Ihr rascher Erlass ist erwünscht. Ein eidgenössisches Börsengesetz vermöchte das Vertrauen in unsere Börsen zu stärken. Es würde die Attraktivität des Wert-

papierhandels in der Schweiz erhöhen. Ein Anlagefondsgesetz, das die Anlagepolitik der Fonds nicht länger in ein enges Korsett zwingt – das die Fonds am Wettkampf mit der Konkurrenz nicht hindert –, vermöchte, falls das Stempelrecht ebenfalls angepasst wird, die Abwanderung dieses Geschäftes zu stoppen. Anlegerschutz kann ja nicht darin bestehen, Anlagefonds wie Anleger auf fremde Bankplätze abzudrängen.

4. Folgerungen und Ausblick

Der Wettbewerb unter den internationalen Finanzplätzen – der Kampf um einen Spitzenplatz – ist in vollem Gang. Andere Länder bereinigen ihr Terrain von Unebenheiten. Die Banken erzielen heute – die Bilanzen unserer Grossbanken zeigen es – auch auf ausländischem Boden schöne Erfolge. Der Zustand des Finanzplatzes Schweiz war lange Zeit so gut, dass wir nachlässig wurden und den teilweisen Verlust unseres Vorsprungs nicht bemerkten. Die ausländischen Spieler, die unser Terrain bisher mit Erfolg nutzten, bekommen die Versäumnisse als erste zu spüren. Dies lässt Gedanken an einen Platzwechsel aufkommen. Transfergerüchte machen die Runde. Wir alle – Banken und politisch Verantwortliche – müssen im In- und Ausland deshalb klarstellen, dass die Schweiz eine Provinzialisierung ihres Finanzplatzes nicht zulassen wird. Sie wäre das Aus im Wettbewerb mit den ausländischen Konkurrenten. Wir können dies verhindern, wenn wir fähig sind, störende Wettbewerbsnachteile im steuerlichen Bereich zu beseitigen. Dies ist bei der angespannten Haushaltlage des öffentlichen Sektors nicht leicht. Es erscheint mir deshalb als um so wichtiger, steuerliche Erleichterungen gezielt dort einzusetzen, wo unsere Banken erfolgreich Nischen kultivieren. Die Nationalbank wird sich konsequent um die Erhaltung günstiger Rahmenbedingungen im monetären Bereich bemühen. Die Banken sind vor allem gefordert. Sie müssen ihre Fähigkeit beweisen, die hohe Qualität ihrer Dienstleistungen auch im zunehmenden Preis- und Kostenwettbewerb als Trümpele auszuspielen. Der Wettbewerb unter den internationalen Finanzplätzen kennt kein Finale. Permanente Semi-Finals sind in vollem Gang. Gewinnen wir unsere Halbfinals!

Stabilitätspolitik in einem Mehrländermodell: Simulationsergebnisse für die Schweiz

Mathias Zurlinden

Einleitung

Dieser Aufsatz stellt Simulationsergebnisse einer erweiterten Version von MULTIMOD vor. MULTIMOD ist ein System zusammengehängter Submodelle, das von Ökonomen des Internationalen Währungsfonds (IWF) entwickelt worden ist. Die Erweiterung besteht aus der Addition eines Submodells für die Schweiz.¹

Die Simulationen rücken die Stabilisierungswirkungen verschiedener Währungsordnungen in den Brennpunkt. Sie fügen sich damit in die bereits recht umfangreiche Literatur zur Evaluierung von Währungsordnungen (oder allgemeiner von geldpolitischen Regeln) ein. Zwei Untersuchungen zu diesem Thema wurden ebenfalls mit MULTIMOD durchgeführt (Frenkel *et al.* [1989b] und EG-Kommission [1990]). Sie beschränkten sich indessen auf wenige grosse Industrieländer, während der vorliegende Aufsatz den Schwerpunkt auf die Implikationen für die Schweiz legt.

MULTIMOD eignet sich aus mehreren Gründen für diese Untersuchung. Ein Hauptmerkmal des Modells besteht in der Annahme modell-konsistenter Erwartungen. Dies bedeutet, dass der Erwartungswert einer Variablen (z.B. des Wechselkurses) mit der Modelllösung für die entsprechende Periode übereinstimmen muss und die Erwartungen somit endogen auf Änderungen der Wirtschaftspolitik reagieren können. MULTIMOD geht damit einen grossen Schritt in Richtung einer expliziten Berücksichtigung der Lucas-Kritik.² Andere Vorteile von MULTIMOD ergeben sich aus der kompakten Modellstruktur der nationalen und regionalen Submodelle. Dadurch wird die Interpretation der Resultate erleichtert, und die Lösung des Modells benötigt weniger Zeit, was vor allem bei rechenintensiven Simulationen, wie sie für Modelle mit modell-konsistenten Erwartungen typisch sind, ins Gewicht fällt.

Die vorliegende Untersuchung betrachtet zwei einfache geldpolitische Regeln: Die Schweiz kann entweder ein Geldmengenziel verfolgen und den Wechselkurs frei schwanken lassen, oder sie kann den Franken an die D-Mark binden und sich damit gleich verhalten wie die Länder des Europäischen Währungssystems (EWS). Um die Wirkungen des EWS auf Drittländer zu isolieren, wird ausserdem die Möglichkeit berücksichtigt, dass sämtliche Länder, d.h. auch die EWS-Länder, individuelle Geldmengenziele verfolgen und die Wechselkurse frei schwanken lassen. Die Hauptfrage lautet damit, welche dieser polaren Ordnungen eine Volkswirtschaft besser gegen externe Schocks abschirmt.

Unsere Simulationen lassen sich (für eine gegebene geldpolitische Regel) je nach Definition und Herkunft der Schocks in drei Gruppen unterteilen, nämlich

- standardisierte, permanente Veränderungen des Geldangebots bzw. der Staatsausgaben,

¹ Ich danke Herrn Steven Symansky vom IWF für seine Unterstützung. Für Fehler bei der Konstruktion des Schweizer Sektors und der Durchführung der Simulationen bin ich allein verantwortlich.

² Lucas (1976) zeigte, dass die geschätzten Verhaltensparameter traditioneller makroökonomischer Modelle nicht als unabhängig vom wirtschaftspolitischen Regime angenommen werden können, so dass eine saubere Evaluierung alternativer wirtschaftspolitischer Massnahmen im Rahmen dieser Modelle nicht möglich ist. MULTIMOD entzieht sich der Lucas-Kritik allerdings insofern nicht völlig, als die geschätzten Parameter nicht die fundamentalen Parameter der Wirtschaftssubjekte sind, die allein gegenüber Veränderungen der Wirtschaftspolitik unempfindlich sind. Mit Ausnahme des privaten Konsums sind die strukturellen Gleichungen des Modells nicht aus der Maximierung von Zielfunktionen abgeleitet und selbst die Konsumfunktion schliesst eine Liquiditätsrestriktion ein, die einfach postuliert und nicht aus der intertemporalen Nutzenmaximierung hergeleitet ist.

- standardisierte, individuelle Schocks auf die Residuen einzelner Gleichungen des Modells (Angebots-, Nachfrage-, Terms-of-Trade-, Portfolionachfrage- und Geldnachfrageschocks) und
- wiederholte, simultane Schocks auf die Residuen mehrerer Gleichungen des Modells, wobei die durchschnittliche Grösse und Korrelation dieser Schocks aus den historischen Residuen des Modells gewonnen wird (stochastische Simulationen).

Zur globalen Beurteilung der beiden geldpolitischen Regeln dienen die stochastischen Simulationen, in welchen die Varianzen der Schocks ihre relative Bedeutung widerspiegeln. Die anderen Simulationen haben in erster Linie den Zweck, die Eigenschaften und Mechanismen von MULTIMOD (bzw. des neuen Schweizer Sektors) zu illustrieren. Sie sollten, da wir über die kurzfristige Dynamik der Wirtschaft nach wie vor weniger wissen als über die langfristigen Zusammenhänge, nicht als präzise Voraussagen des Anpassungspaths betrachtet werden. Dies gilt um so mehr, als die Annahme modell-konsistenter Erwartungen davon ausgeht, dass die Wirtschaftssubjekte die wahre stochastische Struktur der Wirtschaft und die herrschenden geld- und fiskalpolitischen Regeln kennen. Zeitaufwendige Lernprozesse der Wirtschaftssubjekte über die Wirtschaft und kürzlich aufgetretene Schocks werden somit ignoriert.

Der Rest dieses Aufsatzes gliedert sich in drei Teile. Der *erste* Teil gibt einen Überblick zum MULTIMOD des IWF und beschreibt die für die vorliegende Studie vorgenommenen Anpassungen. Der *zweite* Teil diskutiert die Simulationen und deren Resultate. Einige Schlussbemerkungen folgen im *dritten* Teil.

1. Das Modell

Das MULTIMOD des IWF im Überblick

MULTIMOD ist von Masson *et al.* (1988, 1990) ausführlich dargestellt worden. Unsere Version datiert vom Januar 1991 und unterscheidet sich in dreifacher Hinsicht von der 1990er Publikation: (1) neue Importgleichungen, (2) eine neue Phillips-

Kurve und (3) eine neue Datenbasis. Die folgende Beschreibung fasst die wichtigsten Züge von MULTIMOD zusammen.

MULTIMOD ist ein makroökonomisches Mehrländermodell mit Submodellen für die Länder der G-7 (Vereinigte Staaten, Japan, Deutschland, Frankreich, Italien, Grossbritannien und Kanada) und drei Regionen, die den Rest der Welt abdecken (die Gruppe der kleineren Industrieländer, die Gruppe der einkommensstarken Entwicklungsländer und die Gruppe der einkommensschwachen Entwicklungsländer). Die acht Submodelle der Industrieländer weisen je rund zehn mit Jahresdaten geschätzte ökonomische Verhaltensgleichungen auf. Die Spezifikation der Gleichungen ist für jedes Land identisch, und in vielen Fällen teilen die Länder gemeinsame Parameterwerte; diese Bindung der Parameter erfolgt aufgrund der geringen Zahl der Beobachtungen und mangelnder Evidenz, dass sich das Verhalten der Wirtschaftssubjekte in den verschiedenen Industrieländern tatsächlich signifikant unterscheidet. Die grössere Einfachheit erhöht die Transparenz des Modells und erleichtert die Vergleichbarkeit der Resultate. Dafür besteht die Gefahr einer geringeren Realitätsnähe, die sich in grösseren Residuen widerspiegelt.

Das Modell ist im wesentlichen ein dynamisches Mundell-Fleming-Modell mit modell-konsistenten Erwartungen beim Wechselkurs, den Zinssätzen, den Produktionspreisen und dem realen Vermögen. Die wichtigsten Verbindungen zwischen den Ländern und Regionen bilden die endogene Bestimmung des Wechselkurses, der Zinssätze sowie der Mengen und Preise der international gehandelten Güter. Jedes Land und jede Region hat Gleichungen, die die Komponenten der Nachfrage und das Angebot der produzierten Güter erklären.

Der Konsum wird aus der intertemporalen Optimierung der Wirtschaftssubjekte hergeleitet. Die Gleichung stellt in Form eines Fehlerkorrekturmodells sicher, dass sich der Konsum langfristig proportional zum Vermögen entwickelt, wobei das Verhältnis zwischen Konsum und Vermögen durch den realen Zinssatz und eine demographische Variable bestimmt wird. Kurzfristig wird der Konsum auch durch das verfügbare Einkommen

beeinflusst. Diese Formulierung geht davon aus, dass zumindest einige Haushalte kurzfristig Liquiditätsrestriktionen spüren, so dass ihr Konsumverhalten durch Veränderungen des verfügbaren Einkommens statt durch die langfristige Vermögenssituation bestimmt wird.

Die Modellierung der Investitionen folgt dem von Tobin entwickelten Ansatz, wonach die Veränderung des Nettokapitalbestandes durch die Lücke zwischen dem Marktwert des Kapitalbestandes und seinen Wiederbeschaffungskosten bestimmt wird. Je grösser der Marktwert relativ zu den Wiederbeschaffungskosten ist, desto stärker sind die Anreize, neue Investitionen zu tätigen.

Im Aussenhandel unterscheidet das Modell zwischen Erdöl, Rohwaren (ohne Erdöl) und verarbeiteten Gütern. Für die Industrieländer sind die Erdölexporte exogen, während die -importe sich residual aus der Differenz zwischen der (exogenen) einheimischen Erdölproduktion und der Summe aus dem einheimischen Erdölkonsum und allfälligen Erdölexporten ergeben. Anbieter von Rohwaren (ausser Erdöl) sind nur die Entwicklungsländer, während verarbeitete Güter von jedem Land bzw. jeder Region angeboten werden und unvollkommene Substitute sind. Die Gleichungen der Industrieländer für den Erdölkonsum, den Import von Rohwaren sowie den Import und Export von verarbeiteten Gütern werden als Fehlerkorrekturmodelle geschätzt, wobei die relativen Preise und die Wirtschaftsaktivität die langfristigen Bestimmungsgründe bilden.³

Die Phillips-Kurve unterstellt zeitlich gestaffelte Lohnabschlüsse. Zwar hat sich die Spezifikation des IWF zwischen der Publikation von Masson *et al.* (1990) und der Formulierung der uns zur Verfügung stehenden Version von MULTIMOD verändert, doch bleibt die Grundidee dieselbe. Die nominalen Löhne werden von den Tarifpartnern für eine bestimmte Periode vereinbart. Beträgt die Vertragsdauer mehr als eine Periode, gehen verzögerte Anpassungen in den Inflationsprozess ein. Da die Tarifpartner aber auch versuchen, zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses die Wirtschaftsentwicklung über die ganze Dauer des Vertrages vorherzusehen, weisen die Löhne nicht nur rückwärts-, sondern auch vorausschauende Elemente auf.

Die Fiskalpolitik muss der Tatsache Rechnung tragen, dass der Staat seine Schulden, ausgedrückt als Anteil am Bruttosozialprodukt (BSP), nicht grenzenlos erhöhen kann. Eine fiskalpolitische Regel setzt den Steuersatz deshalb in jedem Land so fest, dass das Verhältnis zwischen Staatsverschuldung und BSP langfristig stabil bleibt.

Der geldpolitische Kurs wird in jedem Land durch eine Zinssatz-Reaktionsfunktion bestimmt. Für die EWS-Länder wird angenommen, dass sie den Wechselkurs der D-Mark zu stabilisieren versuchen. Für alle anderen Industrieländer wird angenommen, dass sie ein Ziel für die monetäre Basis festlegen. Kurzfristig sind Zielabweichungen zugelassen, so dass die Zinsentwicklung glatter verläuft, als wenn Abweichungen unter allen Umständen zu verhindern wären. Langfristig bewegt sich der Wechselkurs bzw. die Geldmenge jedoch auf dem Zielpfad.

Die Bestimmung des nominalen Wechselkurses erfolgt bei gegebenem erwartetem Wechselkurs durch die offene Zinsparität. Es wird weder eine konstante Risikoprämie unterstellt noch wird eine Risikoprämie modelliert. Der langfristige Zinssatz ergibt sich durch eine einfache Arbitragebedingung aus dem gegenwärtigen und den für die Zukunft erwarteten kurzfristigen Zinssätzen. Die realen kurz- und langfristigen Zinssätze resultieren aus der Korrektur der entsprechenden nominalen Zinssätze um die erwartete Veränderung des Preisniveaus.

Die Erweiterung von MULTIMOD

Die Erweiterung von MULTIMOD besteht aus der Addition eines Schweizer Submodells, dessen Spezifikation auf dem Bauplan der Submodelle der anderen Industrieländer beruht. Die Schätzgleichungen wurden über den Zeitraum von Ende der sechziger Jahre bis 1987 mit der Kleinstquadratmethode geschätzt. Alle Parameter, die in den acht Submodellen der Industrieländer iden-

³ Kurzfristig hängt die Importnachfrage für verarbeitete Güter auch von den Exporten verarbeiteter Güter ab.

tisch sind, wurden auch dem Schweizer Sektor auferlegt.⁴

Ein wichtiges Merkmal dieser Erweiterung besteht darin, dass die Gleichungen und die Daten der anderen Submodelle unverändert belassen wurden. Dies bedeutet, dass die Daten und die Modellparameter der Gruppe der kleineren Industrieländer, zu der im originalen MULTIMOD auch die Schweiz zählt, unverändert bleiben. Dies bedeutet auch, dass keine Schweizer Variablen in die Gleichungen der anderen Submodelle eingehen. Von der Schweiz gehen somit keine Wirkungen auf die anderen Länder und Regionen des Modells aus.

Diese Behandlung der Schweiz geschieht, um die Untersuchung zu vereinfachen. Aufgrund der verhältnismässig geringen Grösse der schweizerischen Volkswirtschaft dürften die Ergebnisse dadurch kaum wesentlich beeinflusst werden.

2. Die Simulationen

Allgemeine Bemerkungen

Die Simulationen unterscheiden sich hinsichtlich der geldpolitischen Regeln und der Schocks voneinander. Die geldpolitischen Regeln sind die oben beschriebenen zwei einfachen Zinssatzreaktionsfunktionen, die sich an einem Geldmengenziel bzw. einem Wechselkursziel orientieren. Die fiskalpolitische Regel, die dafür sorgt, dass das Verhältnis zwischen Staatsverschuldung und BSP langfristig stabil bleibt, ist in allen Simulationen in Kraft.

Jeder Schock wird unter drei verschiedenen Zuordnungen der beiden geldpolitischen Regeln auf die neun Industrieländer bzw. -regionen simuliert. In den Ausgangssimulationen verfolgen die Vereinigten Staaten, Japan, Deutschland, Kanada und die Schweiz ein individuelles langfristiges Geldmengenziel, während die EWS-Länder (ausser Deutschland), d.h. Frankreich, Italien Grossbritannien und die Gruppe der kleineren Industrieländer⁵, ihren Wechselkurs der D-Mark stabilisieren. Diese Konstellation wird als FL bezeichnet und beschreibt die gegenwärtig

herrschende Situation. Davon werden zwei alternative, hypothetische Konstellationen unterschieden. In der einen, die als FI bezeichnet wird, verfolgt die Schweiz gleich wie die EWS-Länder (ausser Deutschland) ein Wechselkursziel gegenüber der D-Mark. Diese Alternative wird eingeführt, um zu zeigen, wie eine Ausrichtung der Schweizer Geldpolitik auf die D-Mark die schweizerische Volkswirtschaft beeinflusst. In der anderen Alternative, die als FF bezeichnet wird, verfolgen sämtliche Länder, d.h. auch die Länder, die heute dem EWS angehören, individuelle Geldmengenziele und lassen ihre Wechselkurse freischwanken. Diese Alternative wird eingeführt, um den Beitrag der festen EWS-Kurse zu isolieren. *Tabelle 1* fasst die drei Konstellationen oder Ordnungen zusammen.

Die Durchführung der Simulationen folgt dem Vorgehen, das von Masson *et al.* (1990) ausführlich dargestellt worden ist. Zunächst wurden die exogenen und mehrere endogene Variablen über den historischen Zeitraum hinaus in die Zukunft verlängert.⁶ Bei diesen Projektionen griff der IWF in der Regel auf seine für den World Economic Outlook erstellten mittelfristigen Prognosen zurück. Da der IWF für die Schweiz keine solchen Prognosen vorlegt, lehnt sich unsere Projektion der schweizerischen Datenreihen an die in den IWF-Projektionen für die Gruppe der kleineren Industrieländer (in einigen wenigen Fällen für Deutschland) implizierten Veränderungen und Veränderungsrate an. Eine Ausnahme bildet die Bevölkerungsprognose, die sich am mittleren Szenario des Bundesamtes für Statistik von 1987 orientiert. Langfristig unterstellen die Projektionen ausgeglichene Handelsbilanzen, die Zinssätze und Wechselkurse sind konstant, die realen

⁴ Ein Arbeitspapier, das die Gleichungen des Schweizer Submodells ausweist und die Variablen erklärt, kann auf Verlangen beim Sekretariat der Volkswirtschaftlichen Abteilung der SNB bezogen werden.

⁵ Die Gruppe der kleineren Industrieländer umfasst jene Industrieländer, die nicht zur G-7 gehören. Darunter sind viele westeuropäische Länder, die entweder Mitglieder des EWS sind oder ihre Politik auf das EWS ausrichten. Zur Gruppe gehören aber auch einige aussereuropäische Länder wie Australien und Neuseeland.

⁶ Die Notwendigkeit, im Hinblick auf ein Simulationsexperiment auch endogene Variablen über den historischen Zeitraum hinaus zu verlängern, ergibt sich aus der Modellannahme modell-konsistenter Erwartungen.

Tabelle 1

Simulierte Währungsordnungen: Alternative Zinssatzreaktionsfunktionen

| Ordnung | Beschreibung |
|-------------------|--|
| <i>beobachtet</i> | |
| FL | Die Vereinigten Staaten, Japan, Deutschland, Kanada und <i>die Schweiz</i> verfolgen ein Geldmengenziel (flexible Wechselkurse); Frankreich, Italien, Grossbritannien und die Gruppe der kleineren Industrieländer verfolgen ein Wechselkursziel gegenüber der D-Mark (fixer Wechselkurs). |
| <i>alternativ</i> | |
| FI | Die Vereinigten Staaten, Japan, Deutschland und Kanada verfolgen ein Geldmengenziel; Frankreich, Italien, Grossbritannien, <i>die Schweiz</i> sowie die Gruppe der kleineren Industrieländer verfolgen ein Wechselkursziel gegenüber der D-Mark. |
| FF | <i>Alle</i> Industrieländer verfolgen ein Geldmengenziel. |

Variablen wachsen mit der Rate des realen Zinssatzes und die Preise steigen im Gleichschritt mit der Geldmenge.

Das Modell wurde dann verwendet, um die Residuen der Verhaltensgleichungen zu berechnen, die bei gegebenen Werten für die exogenen Variablen die Werte der endogenen Variablen ergeben würden. Das Modell wird mit anderen Worten nicht dazu verwendet, selber eine Prognose zu machen. Vielmehr wird dem Modell eine Basisprojektion auferlegt, um anschliessend die Wirkungen exogener Schocks und verschiedener geldpolitischer Regeln auf die Abweichungen von der Basisprojektion zu untersuchen.⁷

Die Lösung des Modells wird durch die Einführung modell-konsistenter Erwartungen erschwert. Mit einem TROLL-Programm, das den Algorithmus von Fair und Taylor (1983) implementiert, steht für dieses Problem seit wenigen Jahren eine Lösungsmethode zur Verfügung, die relativ einfach zu handhaben ist. Das Programm sorgt durch einen iterativen Prozess dafür, dass die Erwartungen und die Lösungen des Modells (für die relevanten zukünftigen Zeitperioden) bis auf eine vorgegebene Toleranzgrenze gleich sind. Das Modell wird dabei mehrere Perioden über die interessierende Zeitperiode hinaus gelöst, um den Einfluss der Endbedingung auf die Resultate zu reduzieren.⁸

Geld- und fiskalpolitische Schocks

Dieser Abschnitt beschreibt den Einfluss alternativer geldpolitischer Regeln auf die Wirksamkeit

der Geld- und Finanzpolitik. Die Schocks gehen von drei Ländern aus: den Vereinigten Staaten, Deutschland und der Schweiz. Jeder Schock wird unter den in *Tabelle 1* zusammengefassten drei geldpolitischen Konstellationen (FL, FI und FF) simuliert. Dies ergibt 18 Simulationen. Betrachtet werden die Wirkungen auf eine Auswahl von vier Ländern, die neben der Schweiz die Vereinigten Staaten als grösstes Industrieland sowie Deutschland und Frankreich als grösste Handelspartner der Schweiz umfasst. Für jedes dieser vier Länder werden die Auswirkungen auf die Produktion (gemessen am Bruttoinlandprodukt [BIP]), die Produktionspreise (gemessen am BSP-Deflator), den kurzfristigen Zinssatz, die Ertragsbilanz und den Wechselkurs (gemessen am gewichteten Aussenwert der Währung) angegeben.

Den Anfang machen die Simulationen von *geldpolitischen* Schocks. Es wird angenommen, dass das Ziel für die monetäre Basis im Jahre 1990 um 10% (gegenüber der Basisprojektion) angehoben wird und anschliessend auf diesem neuen Zielpfad gehalten wird. Dieser geldpolitische Kurswechsel sei zum Zeitpunkt seiner Realisierung

⁷ Eine Alternative würde darin bestehen, den Erwartungswert der zukünftigen Residuen gleich Null zu setzen und die Basisprojektion für die endogenen Variablen mit dem Modell zu simulieren. Für die vorliegende Untersuchung ist die Basisprojektion von untergeordneter Bedeutung, da allein die Wirkungen der geldpolitischen Regeln auf die Abweichungen von der Basisprojektion interessieren und MULTIMOD relativ log-linear ist. In einem log-linearen Modell wären diese Wirkungen unabhängig von der Basisprojektion.

⁸ Vgl. Hollinger (1988) für eine Beschreibung des TROLL-Programms und seines theoretischen Hintergrunds.

Tabelle 2

MULTIMOD: Geld- und Finanzpolitik unter alternativen Währungsordnungen

Erhöhung des Geldangebots in den Vereinigten Staaten um 10%

(Abweichungen von der Basisprojektion)

| | Ordnung | Jahr 1 | Jahr 2 | Jahr 3 | Jahr 4 | Jahr 5 | Jahr 10 |
|-----------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| SCHWEIZ | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL | 0,02 | -0,24 | -0,19 | -0,11 | -0,08 | 0,05 |
| | FI | -0,05 | -0,29 | -0,18 | -0,06 | -0,03 | 0,03 |
| | FF | 0,03 | -0,24 | -0,2 | -0,12 | -0,09 | 0,04 |
| BSP-Deflator ¹ | FL | -0,18 | -0,16 | -0,07 | 0,03 | 0,06 | -0,21 |
| | FI | -0,21 | -0,18 | -0,03 | 0,1 | 0,13 | -0,42 |
| | FF | -0,18 | -0,17 | -0,06 | 0,03 | 0,06 | -0,21 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL | -0,27 | -0,27 | -0,09 | 0,14 | 0,28 | -0,21 |
| | FI | -0,09 | -0,09 | -0,05 | 0,05 | 0,1 | -0,1 |
| | FF | -0,29 | -0,29 | -0,09 | 0,14 | 0,29 | 0,21 |
| Ertragsbilanz ¹ | FL | -0,86 | -2,0 | -1,83 | -1,15 | -0,39 | -0,63 |
| | FI | -0,83 | -2,01 | -1,86 | -1,17 | -0,38 | -0,66 |
| | FF | -0,86 | -2,0 | -1,83 | -1,15 | -0,39 | -0,63 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL | 3,32 | 2,73 | 2,16 | 1,84 | 1,82 | 2,63 |
| | FI | 3,54 | 2,77 | 2,01 | 1,64 | 1,69 | 2,84 |
| | FF | 3,39 | 2,79 | 2,19 | 1,84 | 1,81 | 2,67 |
| VEREINIGTE STAATEN | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FI | 2,81 | 3,13 | 1,87 | 0,48 | -0,46 | 0,12 |
| | FF | 2,82 | 3,13 | 1,86 | 0,48 | -0,46 | 0,11 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FI | 2,75 | 5,9 | 8,47 | 9,97 | 10,45 | 9,59 |
| | FF | 2,74 | 5,9 | 8,47 | 9,97 | 10,45 | 9,59 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FI | -2,64 | -2,76 | -1,48 | 0,05 | 1,07 | -0,27 |
| | FF | -2,64 | -2,77 | -1,48 | -0,05 | 1,07 | -0,27 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FI | -0,39 | 0,44 | 0,53 | 0,33 | 0,04 | 0,04 |
| | FF | -0,39 | 0,44 | 0,53 | 0,33 | 0,04 | 0,04 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FI | -11,96 | -10,06 | -7,96 | -6,77 | -6,66 | -9,58 |
| | FF | -11,87 | -10,0 | -7,95 | -6,78 | -6,67 | -9,55 |
| DEUTSCHLAND | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FI | -0,07 | -0,31 | -0,05 | 0,06 | 0,02 | 0,02 |
| | FF | -0,06 | -0,31 | -0,06 | 0,05 | 0,01 | 0,02 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FI | -0,15 | -0,18 | -0,07 | 0,06 | 0,13 | -0,22 |
| | FF | -0,16 | -0,18 | -0,07 | -0,07 | 0,14 | -0,22 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FI | -0,19 | -0,23 | -0,1 | 0,1 | 0,25 | -0,22 |
| | FF | -0,21 | -0,24 | -0,1 | 0,11 | 0,26 | -0,23 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FI | -0,15 | -0,59 | -0,44 | -0,18 | 0,07 | -0,03 |
| | FF | -0,14 | -0,59 | -0,45 | -0,18 | 0,07 | -0,03 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FI | 2,73 | 2,3 | 1,88 | 1,66 | 1,64 | 2,22 |
| | FF | 2,85 | 2,39 | 1,91 | 1,65 | 1,63 | 2,29 |
| FRANKREICH | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FI | 0,12 | -0,27 | -0,18 | -0,04 | 0,03 | -0,03 |
| | FF | 0,16 | -0,23 | -0,15 | -0,02 | 0,04 | -0,05 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FI | -0,05 | -0,15 | -0,2 | -0,18 | -0,13 | -0,2 |
| | FF | -0,02 | -0,08 | -0,09 | -0,05 | -0,0 | -0,15 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FI | -0,02 | -0,02 | -0,01 | 0,06 | 0,1 | -0,1 |
| | FF | -0,04 | -0,08 | -0,06 | 0,0 | 0,08 | -0,12 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FI | 0,13 | -0,14 | -0,12 | -0,06 | -0,02 | -0,08 |
| | FF | 0,13 | -0,14 | -0,13 | -0,06 | -0,02 | -0,09 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FI | 3,05 | 2,46 | 1,8 | 1,46 | 1,49 | 2,5 |
| | FF | 2,99 | 2,38 | 1,68 | 1,33 | 1,42 | 2,49 |

¹ Abweichungen in Prozent.² In Prozent des BSP.³ Gewichteter Aussenwert der eigenen Währung.

Tabelle 3**MULTIMOD: Geld- und Finanzpolitik unter alternativen Währungsordnungen**

Erhöhung des Geldangebots in Deutschland um 10%

(Abweichungen von der Basisprojektion)

| | Ordnung | Jahr 1 | Jahr 2 | Jahr 3 | Jahr 4 | Jahr 5 | Jahr 10 |
|-----------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| SCHWEIZ | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL | 0,58 | 0,21 | -0,43 | -0,89 | -0,9 | 0,53 |
| | FI | 3,79 | 3,62 | 1,87 | -0,04 | -1,16 | 0,53 |
| | FF | 0,04 | 0,03 | -0,09 | -0,2 | -0,23 | 0,13 |
| BSP-Deflator ¹ | FL | -0,69 | -0,34 | 0,13 | 0,28 | 0,1 | -0,23 |
| | FI | 2,79 | 6,48 | 9,5 | 10,98 | 11,04 | 8,94 |
| | FF | -0,28 | -0,18 | -0,0 | 0,09 | 0,06 | -0,08 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL | -1,34 | -1,34 | -0,54 | 0,34 | 0,83 | -0,36 |
| | FI | -2,19 | -2,21 | -1,46 | -0,11 | 0,78 | -0,08 |
| | FF | -0,47 | -0,49 | -0,22 | 0,1 | 0,28 | -0,1 |
| Ertragsbilanz ² | FL | 0,15 | -0,05 | -0,9 | -0,1 | -0,12 | -0,05 |
| | FI | -1,29 | -0,0 | 0,69 | 0,89 | 0,67 | -0,1 |
| | FF | -0,09 | -0,12 | -0,06 | 0,0 | 0,02 | -0,04 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL | 6,02 | 5,89 | 5,77 | 5,44 | 5,1 | 5,3 |
| | FI | -5,12 | -4,44 | -3,75 | -3,24 | -3,18 | -4,27 |
| | FF | 1,43 | 1,45 | 1,49 | 1,46 | 1,38 | 1,32 |
| VEREINIGTE STAATEN | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FI | 0,26 | -0,23 | -0,23 | -0,15 | -0,06 | 0,06 |
| | FF | -0,02 | -0,08 | -0,03 | -0,01 | -0,0 | 0,01 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FI | -0,2 | -0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,05 | -0,1 |
| | FF | -0,09 | -0,09 | -0,04 | 0,01 | 0,04 | -0,03 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FI | -0,28 | -0,35 | -0,2 | 0,03 | 0,22 | -0,16 |
| | FF | -0,11 | -0,14 | -0,08 | 0,02 | 0,09 | -0,05 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FI | 0,34 | -0,06 | -0,14 | -0,12 | -0,07 | 0,01 |
| | FF | 0,04 | -0,04 | -0,03 | -0,01 | -0,0 | -0,0 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FI | 7,34 | 6,24 | 5,16 | 4,45 | 4,37 | 6,0 |
| | FF | 1,67 | 1,4 | 1,13 | 0,98 | 0,96 | 1,29 |
| DEUTSCHLAND | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FI | 4,07 | 3,05 | 1,29 | -0,1 | -0,78 | 0,23 |
| | FF | 3,64 | 3,1 | 1,63 | 0,32 | -0,43 | 0,02 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FI | 2,77 | 5,99 | 8,47 | 9,83 | 10,24 | 9,67 |
| | FF | 3,13 | 6,26 | 8,53 | 9,74 | 10,13 | 9,83 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FI | -2,7 | -2,85 | -1,57 | -0,02 | 1,03 | -0,2 |
| | FF | -2,02 | -2,07 | -1,15 | -0,12 | 0,56 | 0,02 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FI | 0,58 | 0,71 | 0,53 | 0,3 | 0,21 | 0,27 |
| | FF | -0,03 | 0,58 | 0,67 | 0,54 | 0,4 | 0,22 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FI | -4,86 | -3,78 | -2,58 | -2,06 | -2,08 | -3,84 |
| | FF | -11,41 | -9,88 | -8,3 | -7,4 | -7,27 | -9,24 |
| FRANKREICH | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FI | 2,49 | 2,59 | 1,77 | 0,72 | -0,12 | -0,09 |
| | FF | 0,22 | -0,02 | -0,15 | -0,16 | -0,1 | 0,05 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FI | 2,17 | 5,35 | 8,4 | 10,51 | 11,46 | 9,16 |
| | FF | -0,07 | -0,04 | -0,01 | -0,0 | -0,02 | -0,03 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FI | -2,2 | -2,22 | -1,47 | -0,1 | 0,79 | -0,08 |
| | FF | -0,17 | -0,19 | -0,1 | 0,02 | 0,1 | -0,05 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FI | -0,23 | 0,12 | 0,23 | 0,23 | 0,15 | -0,03 |
| | FF | 0,27 | 0,07 | -0,06 | -0,1 | -0,09 | 0,02 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FI | -4,2 | -3,68 | -3,17 | -2,76 | -2,69 | -3,53 |
| | FF | 2,41 | 2,06 | 1,69 | 1,49 | 1,47 | 2,01 |

¹ Abweichungen in Prozent.² In Prozent des BSP.³ Gewichteter Aussenwert der eigenen Währung.

Tabelle 4

MULTIMOD: Geld- und Finanzpolitik unter alternativen Währungsordnungen
 Erhöhung des Geldangebots in der Schweiz um 10%
 (Abweichungen von der Basisprojektion)

| | Ordnung | Jahr 1 | Jahr 2 | Jahr 3 | Jahr 4 | Jahr 5 | Jahr 10 |
|-----------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| SCHWEIZ | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FF | 3,32 | 3,4 | 2,12 | 0,65 | -0,37 | 0,03 |
| | FI | 0,17 | 0,16 | 0,11 | 0,05 | 0,01 | 0,07 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FF | 3,44 | 6,63 | 8,96 | 10,22 | 10,6 | 9,78 |
| | FI | 0,07 | 0,18 | 0,26 | 0,3 | 0,29 | 0,16 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FF | -1,45 | -1,43 | -0,7 | 0,07 | 0,55 | -0,04 |
| | FI | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FF | -1,54 | 0,07 | 0,85 | 0,98 | 0,72 | 0,04 |
| | FI | -0,2 | -0,13 | -0,1 | -0,09 | -0,1 | -0,16 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FF | -10,61 | -9,4 | -8,18 | -7,57 | -7,62 | -9,44 |
| | FI | -0,03 | -0,03 | -0,03 | -0,03 | -0,03 | -0,02 |

¹ Abweichungen in Prozent.

² In Prozent des BSP.

³ Gewichteter Aussenwert der eigenen Währung.

nicht antizipiert, werde aber sofort voll und richtig erkannt.

Tabelle 2 fasst die Resultate für eine Ausdehnung der *amerikanischen* Geldmenge zusammen. Um die Eigenschaften von MULTIMOD besser zu verstehen, betrachten wir zunächst die Wirkungen der expansiven amerikanischen Geldpolitik auf die Vereinigten Staaten selber. Die unmittelbare Folge der Erhöhung der Geldmenge ist eine Reduktion des kurzfristigen Zinssatzes und eine Tieferbewertung des Dollars an den Devisenmärkten. Vor allem die Wechselkursbewegung fällt, wie dies in einem Modell mit unvollkommen flexiblen Preisen zu erwarten ist, massiv aus. Die niedrigen Zinssätze und der schwache Dollar stimulieren die Produktion, was wiederum die Produktionspreise steigen lässt. Da das Modell in bezug auf nominelle Schocks langfristig neutral ist, resultiert langfristig ein Anstieg des Preisniveaus um 10% und eine Tieferbewertung des Dollars an den Devisenmärkten um den gleichen Prozentsatz. Die Resultate zeigen, dass der Wechselkurs seinen langfristigen Gleichgewichtswert in den ersten beiden Jahren überschiesst. Das Preisniveau, das bis zum fünften ziemlich regelmässig ansteigt, überschiesst seinerseits den langfristigen Gleichgewichtswert im fünften Jahr. Es ist schliesslich bemerkenswert, dass die Ertragsbilanz auf die Veränderung der Geldmenge

nur geringfügig reagiert; der Schlüssel zur Behebung der amerikanischen Ertragsbilanzprobleme dürfte damit kaum in der Geldpolitik zu suchen sein.

Die Wirkungen der expansiven amerikanischen Geldpolitik auf die anderen Länder sind relativ klein. Dies ist das Spiegelbild der schwachen Wirkungen auf die amerikanische Ertragsbilanz. Massive Folgen ergeben sich zwar, wie gesehen, bei den Dollarwechselkursen, doch bewegen sich die gewichteten Aussenwerte der Währungen der anderen Länder nur geringfügig. Im ersten Jahr beträgt deren Anstieg in allen drei Ländern rund 3%. Die Resultate verändern sich kaum, wenn die beiden alternativen Konstellationen (FI und FF) betrachtet werden. Wie nicht anders zu erwarten, hat das EWS kaum einen Einfluss auf die Wirksamkeit der amerikanischen Geldpolitik.

Die Simulationsresultate einer Expansion der *deutschen* Geldmenge sind in *Tabelle 3* zusammengefasst. Sie zeigen neben Parallelen verschiedene Unterschiede zu den amerikanischen Resultaten. So führt der Wechselkursmechanismus des EWS dazu, dass die anderen EWS-Länder ihre Geldpolitik im Anschluss an eine Lockerung der deutschen Geldpolitik ebenfalls lockern müssen, um die Wechselkurse ihrer Währungen gegenüber der D-Mark stabil zu halten. Der han-

delsgewichtete Aussenwert der D-Mark gerät dadurch weniger unter Druck, als wenn das EWS nicht existieren würde, was sich in Deutschland kurzfristig in einem niedrigeren Preisauftrieb niederschlägt. Der vergleichsweise schwache Effekt auf den gewichteten Aussenwert der D-Mark behindert die Stimulierung der deutschen Produktion allerdings kaum. Dank der positiven Rückkoppelungswirkungen aus den EWS-Ländern erfährt die deutsche Produktion sogar eine stärkere Stimulierung, als wenn das EWS nicht existieren würde.

Die Simulation einer Expansion der *Schweizer* Geldmenge ergibt nur Wirkungen auf das eigene Land. Dies ist kein Simulationsresultat, sondern die Folge der früher beschriebenen Modellierung des Schweizer Submodells als kleine offene Volkswirtschaft. Die Wirkungen auf das eigene Land sind, wie *Tabelle 4* zeigt, jenen von geldpolitischen Schocks in den Vereinigten Staaten und Deutschland vergleichbar. Einzig die (negative) Wirkung auf die Ertragsbilanz ist im schweizerischen Fall im ersten Jahr deutlich stärker. Die Simulation einer Erhöhung des Geldmengenziels unter festen Wechselkursen bringt das bekannte Ergebnis, dass ein Land unter fixen Wechselkursen die Kontrolle über die Geldmenge verliert.

Die Simulationen von *finanzpolitischen* Schocks bilden die zweite Gruppe von Simulationen. Dabei wird angenommen, dass die Staatsausgaben im Jahre 1990 um 5% des BIP angehoben und anschliessend auf diesem neuen Pfad gehalten werden. Der finanzpolitische Kurswechsel sei erneut nicht antizipiert und werde sofort richtig erkannt.

Tabelle 5 fasst die Simulationsresultate einer Ausdehnung der *amerikanischen* Staatsausgaben zusammen. Die Lockerung der Finanzpolitik führt kurz- und mittelfristig zu einem Anstieg der Zinssätze und zu einer Höherbewertung des Dollars an den Devisenmärkten. Das BIP und die Produktionspreise steigen, während sich die Ertragsbilanz verschlechtert. Die stimulierende Wirkung auf die Produktion ist allerdings nur relativ schwach und vorübergehender Natur. Der niedrige Multiplikator widerspiegelt die vorausschauenden Erwartungen der Wirtschaftssubjekte. Die höheren langfristigen Zinssätze und die absehbare höhere Steuerbelastung dämpfen die

Investitionen und führen längerfristig zu einem niedrigeren Kapitalstock und zu einer niedrigeren Produktion. Die Investitionen, der Kapitalstock und die Produktion wachsen zwar schliesslich wieder mit den gleichen Raten wie in der Basisprojektion, doch bewegen sie sich auf einem niedrigeren absoluten Niveau.

Im Ausland führt die expansive amerikanische Finanzpolitik zunächst – ähnlich wie im eigenen Land – zu einer Stimulierung der Produktion. Die Ertragsbilanzen dieser Länder verbessern sich, doch sorgen der schwache Dollar und die höheren Zinssätze dafür, dass die positiven internationalen Übertragungswirkungen nur relativ schwach ausfallen. Gleich wie bei der Geldpolitik werden auch die internationalen Wirkungen der amerikanischen Finanzpolitik durch das EWS kaum beeinflusst.

Die Simulation einer Erhöhung der *deutschen* Staatsausgaben zeigt wiederum einige interessante Abweichungen vom amerikanischen Fall (*Tabelle 6*). Der durch die expansive Finanzpolitik ausgelöste Anstieg der deutschen Zinssätze zwingt die anderen EWS-Länder, ihre Zinssätze soweit zu erhöhen, dass ihre Wechselkurse gegenüber der D-Mark stabil bleiben. Die negativen Wirkungen dieser (erzwungenen) restriktiven Geldpolitik auf die Produktion dieser Länder werden durch die direkte Stimulierung der Produktion über die gesteigerte Importnachfrage Deutschlands nicht völlig kompensiert. Die expansive deutsche Finanzpolitik überträgt sich somit negativ auf die Produktion der anderen EWS-Länder. Länder, die ihre Wechselkurse frei schwanken lassen, können sich demgegenüber von dieser Übertragung weitgehend abkoppeln. Für Deutschland selber führt die Existenz des EWS zu einer Abschwächung der stimulierenden Wirkungen seiner Expansion der Staatsausgaben. Die negativen Rückkoppelungswirkungen aus den EWS-Ländern auf die Produktion sind also stärker als die Auswirkungen des unter dem EWS im Vergleich zum Floating nur vergleichsweise schwachen Anstiegs des Aussenwerts der D-Mark.

Die Simulation der Erhöhung der deutschen Staatsausgaben rückt einige Elemente ins Blickfeld, die in der heutigen Diskussion um die internationalen Konsequenzen der deutschen Finanz-

Tabelle 5

MULTIMOD: Geld- und Finanzpolitik unter alternativen Währungsordnungen
 Erhöhung der Staatsausgaben in den Vereinigten Staaten um 5% des BIP
 (Abweichungen von der Basisprojektion)

| | Ordnung | Jahr 1 | Jahr 2 | Jahr 3 | Jahr 4 | Jahr 5 | Jahr 10 |
|-----------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| SCHWEIZ | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL | 0,15 | -0,07 | -0,12 | -0,11 | -0,03 | -0,15 |
| | FI | 0,2 | -0,02 | -0,09 | -0,13 | -0,01 | -0,07 |
| | FF | 0,16 | -0,06 | -0,12 | -0,1 | -0,03 | -0,16 |
| BSP-Deflator ¹ | FL | 0,4 | 0,69 | 0,81 | 0,78 | 0,66 | 0,38 |
| | FI | 0,41 | 0,71 | 0,78 | 0,66 | 0,47 | 0,49 |
| | FF | 0,4 | 0,7 | 0,82 | 0,78 | 0,66 | 0,4 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL | 0,37 | 0,69 | 0,81 | 0,7 | 0,42 | -0,17 |
| | FI | 0,32 | 0,56 | 0,6 | 0,6 | 0,47 | -0,13 |
| | FF | 0,36 | 0,69 | 0,81 | 0,69 | 0,41 | -0,15 |
| Ertragsbilanz ² | FL | 1,09 | 1,56 | 2,1 | 2,44 | 2,26 | 0,43 |
| | FI | 1,07 | 1,55 | 2,1 | 2,45 | 2,26 | 0,42 |
| | FF | 1,1 | 1,57 | 2,1 | 2,44 | 2,27 | 0,44 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL | -1,77 | -1,71 | -1,51 | -1,19 | -0,77 | 0,06 |
| | FI | -1,88 | -1,77 | -1,45 | -0,93 | -0,42 | -0,16 |
| | FF | -1,78 | -1,72 | -1,5 | -1,12 | -0,66 | 0,01 |
| VEREINIGTE STAATEN | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FI | 3,76 | 1,6 | -0,12 | -1,17 | -1,55 | -0,62 |
| | FF | 3,76 | 1,6 | -0,12 | -1,17 | -1,55 | -0,63 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FI | 1,36 | 2,73 | 3,43 | 3,36 | 2,8 | 0,75 |
| | FF | 1,36 | 2,74 | 3,44 | 3,36 | 2,8 | 0,76 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FI | 0,53 | 1,48 | 2,21 | 2,33 | 1,86 | -0,66 |
| | FF | 0,53 | 1,48 | 2,21 | 2,33 | 1,86 | -0,65 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FI | -0,52 | -0,59 | -0,75 | -0,92 | -0,96 | -0,28 |
| | FF | -0,52 | -0,59 | -0,75 | -0,92 | -0,96 | -0,28 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FI | 5,66 | 5,63 | 5,04 | 3,91 | 2,58 | 0,44 |
| | FF | 5,65 | 5,62 | 5,06 | 3,99 | 2,7 | 0,49 |
| DEUTSCHLAND | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FI | 0,52 | 0,13 | -0,06 | -0,17 | -0,18 | -0,07 |
| | FF | 0,52 | 0,13 | -0,06 | -0,17 | -0,17 | -0,08 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FI | 0,44 | 0,8 | 0,96 | 0,93 | 0,77 | 0,26 |
| | FF | 0,44 | 0,8 | 0,96 | 0,92 | 0,77 | 0,28 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FI | 0,33 | 0,67 | 0,84 | 0,77 | 0,52 | -0,24 |
| | FF | 0,34 | 0,68 | 0,84 | 0,77 | 0,51 | -0,21 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FI | 0,56 | 0,59 | 0,74 | 0,84 | 0,82 | 0,12 |
| | FF | 0,56 | 0,6 | 0,74 | 0,84 | 0,82 | 0,12 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FI | -1,17 | -1,12 | -1,0 | -0,85 | -0,65 | -0,05 |
| | FF | -1,17 | -1,13 | -0,99 | -0,77 | -0,51 | -0,08 |
| FRANKREICH | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FI | 0,17 | 0,01 | -0,02 | -0,06 | -0,08 | -0,12 |
| | FF | 0,2 | 0,05 | 0,01 | -0,05 | -0,09 | -0,12 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FI | 0,23 | 0,45 | 0,59 | 0,64 | 0,6 | 0,23 |
| | FF | 0,25 | 0,5 | 0,65 | 0,70 | 0,66 | 0,24 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FI | 0,3 | 0,52 | 0,57 | 0,57 | 0,45 | -0,13 |
| | FF | 0,2 | 0,42 | 0,56 | 0,56 | 0,44 | -0,14 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FI | 0,23 | 0,21 | 0,26 | 0,3 | 0,32 | 0,18 |
| | FF | 0,21 | 0,22 | 0,28 | 0,32 | 0,33 | 0,17 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FI | -1,65 | -1,57 | -1,28 | -0,82 | -0,37 | -0,14 |
| | FF | -1,83 | -1,65 | -1,24 | -0,71 | -0,21 | -0,27 |

¹ Abweichungen in Prozent.

² In Prozent des BSP.

³ Gewichteter Aussenwert der eigenen Währung.

Tabelle 6

MULTIMOD: Geld- und Finanzpolitik unter alternativen Währungsordnungen
 Erhöhung der Staatsausgaben in Deutschland um 5% des BIP
 (Abweichungen von der Basisprojektion)

| | Ordnung | Jahr 1 | Jahr 2 | Jahr 3 | Jahr 4 | Jahr 5 | Jahr 10 |
|-----------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| SCHWEIZ | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL | 0,0 | -0,13 | -0,14 | -0,06 | 0,04 | -0,15 |
| | FI | -0,66 | -0,9 | -0,75 | -0,41 | -0,05 | 0,01 |
| | FF | 0,16 | -0,06 | -0,19 | -0,22 | -0,16 | -0,05 |
| BSP-Deflator ¹ | FL | 0,35 | 0,51 | 0,53 | 0,47 | 0,39 | 0,29 |
| | FI | -0,52 | -1,25 | -1,94 | -2,41 | -2,55 | -0,76 |
| | FF | 0,24 | 0,44 | 0,51 | 0,48 | 0,4 | 0,26 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL | 0,41 | 0,66 | 0,67 | 0,5 | 0,24 | -0,1 |
| | FI | 0,25 | 0,56 | 0,73 | 0,74 | 0,69 | 0,03 |
| | FF | 0,2 | 0,4 | 0,52 | 0,49 | 0,35 | -0,08 |
| Ertragsbilanz ² | FL | 0,4 | 0,53 | 0,57 | 0,56 | 0,49 | 0,27 |
| | FI | 0,61 | 0,42 | 0,3 | 0,23 | 0,18 | 0,28 |
| | FF | 0,44 | 0,52 | 0,55 | 0,53 | 0,46 | 0,29 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL | -1,11 | -1,3 | -1,48 | -1,56 | -1,49 | -0,41 |
| | FI | 1,7 | 1,66 | 1,55 | 1,42 | 1,27 | 0,61 |
| | FF | 0,01 | -0,05 | -0,13 | -0,21 | -0,23 | -0,03 |
| VEREINIGTE STAATEN | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FI | 0,01 | 0,05 | -0,01 | -0,04 | -0,05 | -0,05 |
| | FF | 0,08 | 0,02 | -0,05 | -0,08 | -0,08 | -0,04 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FI | 0,18 | 0,3 | 0,34 | 0,32 | 0,26 | 0,12 |
| | FF | 0,15 | 0,26 | 0,31 | 0,31 | 0,27 | 0,13 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FI | 0,17 | 0,31 | 0,35 | 0,3 | 0,17 | -0,06 |
| | FF | 0,13 | 0,25 | 0,31 | 0,29 | 0,21 | -0,06 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FI | 0,01 | 0,1 | 0,11 | 0,11 | 0,11 | 0,09 |
| | FF | 0,08 | 0,1 | 0,09 | 0,09 | 0,09 | 0,11 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FI | -2,29 | -2,26 | -2,14 | -1,93 | -1,68 | -0,75 |
| | FF | -0,92 | -0,91 | -0,85 | -0,73 | -0,58 | -0,25 |
| DEUTSCHLAND | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FI | 2,31 | 1,11 | 0,23 | -0,31 | -0,54 | -0,32 |
| | FF | 2,37 | 1,12 | 0,19 | -0,38 | -0,63 | -0,28 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FI | 0,62 | 1,26 | 1,58 | 1,56 | 1,33 | 0,5 |
| | FF | 0,49 | 1,12 | 1,48 | 1,51 | 1,32 | 0,53 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FI | 0,21 | 0,63 | 0,95 | 1,01 | 0,82 | -0,09 |
| | FF | 0,02 | 0,37 | 0,75 | 0,93 | 0,88 | -0,02 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FI | -1,89 | -1,72 | -1,57 | -1,47 | -1,39 | -1,14 |
| | FF | -1,78 | -1,7 | -1,61 | -1,53 | -1,46 | -1,12 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FI | 1,74 | 1,74 | 1,58 | 1,24 | 0,84 | 0,42 |
| | FF | 3,58 | 3,72 | 3,67 | 3,34 | 2,83 | 1,07 |
| FRANKREICH | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FI | -0,29 | -0,67 | -0,72 | -0,56 | -0,3 | 0,21 |
| | FF | 0,22 | 0,02 | -0,1 | -0,15 | -0,13 | -0,05 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FI | -0,39 | -1,09 | -1,87 | -2,52 | -2,89 | -1,16 |
| | FF | 0,2 | 0,37 | 0,45 | 0,44 | 0,38 | 0,18 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FI | 0,25 | 0,56 | 0,73 | 0,74 | 0,69 | 0,03 |
| | FF | 0,16 | 0,33 | 0,43 | 0,42 | 0,32 | -0,07 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FI | 0,32 | 0,16 | 0,07 | 0,04 | 0,06 | 0,2 |
| | FF | 0,21 | 0,16 | 0,13 | 0,13 | 0,13 | 0,14 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FI | 1,38 | 1,35 | 1,27 | 1,17 | 1,07 | 0,51 |
| | FF | -0,35 | -0,38 | -0,38 | -0,36 | -0,3 | -0,1 |

¹ Abweichungen in Prozent.

² In Prozent des BSP.

³ Gewichteter Aussenwert der eigenen Währung.

Tabelle 7

MULTIMOD: Geld- und Finanzpolitik unter alternativen Währungsordnungen
 Erhöhung der Staatsausgaben in der Schweiz um 5% des BIP
 (Abweichungen von der Basisprojektion)

| | Ordnung | Jahr 1 | Jahr 2 | Jahr 3 | Jahr 4 | Jahr 5 | Jahr 10 |
|-----------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| SCHWEIZ | | | | | | | |
| Reales BIP ¹ | FL/FF | 1,41 | 1,09 | 0,43 | -0,17 | -0,54 | -0,32 |
| | FI | 1,69 | 1,53 | 0,89 | 0,2 | -0,33 | -0,55 |
| BSP-Deflator ¹ | FL/FF | 0,12 | 0,59 | 0,95 | 1,08 | 0,99 | 0,34 |
| | FI | 0,69 | 1,68 | 2,46 | 2,82 | 2,75 | 1,09 |
| kurzfristiger Zinssatz | FL/FF | -0,26 | -0,12 | 0,16 | 0,39 | 0,48 | 0,03 |
| | FI | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ertragsbilanz ² | FL/FF | -2,22 | -1,63 | -1,32 | -1,24 | -1,26 | -1,21 |
| | FI | -2,05 | -1,32 | -0,91 | -0,76 | -0,75 | -0,87 |
| Wechselkurs ^{1, 3} | FL/FF | 2,34 | 2,61 | 2,75 | 2,63 | 2,3 | 0,97 |
| | FI | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

¹ Abweichungen in Prozent.

² In Prozent des BSP

³ Gewichteter Aussenwert der eigenen Währung.

politik eine Rolle spielen. Die Ergebnisse müssen jedoch vorsichtig interpretiert werden. Zum einen modelliert das deutsche Submodell im MULTIMOD Westdeutschland. Zum anderen müsste eine Analyse der (mittel- und langfristigen) Auswirkungen der deutschen Wiedervereinigung neben den finanzpolitischen Veränderungen zumindest auch die Wirkungen auf die Produktionsfunktion berücksichtigen.

Die in *Tabelle 7* zusammengefassten Simulationsergebnisse einer Erhöhung der Staatsausgaben der Schweiz zeigen, dass die Wirkungen auf die Produktion unter flexiblen Wechselkursen geringer sind, als wenn die Schweiz Mitglied des EWS wäre. Dies ist das Gegenteil des deutschen Ergebnisses. Der Grund liegt darin, dass die negativen Rückkoppelungseffekte, die Deutschland als führendes Land im EWS treffen, im schweizerischen Fall wegfallen. Es dominieren daher die Wechselkurseffekte, d. h. die unter flexiblen Wechselkursen zugelassene Höherbewertung des Frankens dämpft die positiven Wirkungen der höheren Staatsausgaben auf die Produktion.⁹

Ein Vergleich der kurzfristigen Staatsausgaben-Multiplikatoren für die Vereinigten Staaten, Deutschland und die Schweiz zeigt erwartungsgemäss, dass die Vereinigten Staaten, d.h. das Land mit dem relativ kleinsten Aussenwirt-

schaftssektor, die grössten Wirkungen im eigenen Land verbuchen können. Es folgen Deutschland und schliesslich die Schweiz, wo der Anstieg der Inlandnachfrage in hohem Masse durch höhere Importe gedeckt wird. Dies widerspiegelt sich mit umgekehrten Vorzeichen in der Ertragsbilanz, die sich in der Schweiz am stärksten verschlechtert, gefolgt von Deutschland und den Vereinigten Staaten. Die Übertragungswirkungen auf die Weltwirtschaft lassen sich aus den *Tabellen 4, 5 und 6* kaum entnehmen, da drei der vier Länder Nachbarländer sind und deshalb besonders enge Handelsbeziehungen pflegen. Ein Vergleich, der auch die Resultate für die anderen im MULTIMOD modellierten Länder und Regionen einbezieht, zeigt jedoch, dass die Übertragungswirkungen auf die Weltwirtschaft von der Grösse und der Offenheit des Landes, das seine Staatsausgaben erhöht, abhängen. Die Vereinigten

⁹ Die Reduktion des kurzfristigen Zinssatzes in den ersten zwei Perioden ist darauf zurückzuführen, dass die Realkassahaltung infolge des Wechselkurseffekts auf das inländische Preisniveau deutlich steigt und damit einen Druck auf die kurzfristigen Zinssätze ausübt. In der Geldnachfragefunktion wird die reale Geldnachfrage mit dem Absorptions-Deflator, der durch Wechselkursbewegungen direkt beeinflusst wird, kalkuliert. Der Absorptions-Deflator liegt im ersten Jahr um mehr als 1% unter der Basisprojektion.

Staaten, deren BIP mehr als dreimal so gross ist wie jenes Deutschlands, lösen die stärksten Übertragungswirkungen aus. Sie sind jedoch keineswegs so stark, wie die Unterschiede im BIP vermuten lassen könnten, da Deutschland einen relativ zu seiner Wirtschaftskraft grösseren Aussenwirtschaftssektor aufweist.

Schocks in einzelnen Gleichungen des Modells

Dieser Abschnitt beschreibt den Einfluss alternativer geldpolitischer Regeln auf die volkswirtschaftlichen Wirkungen von individuellen Schocks auf die Residuen einzelner Gleichungen. Dabei werden die Schocks nicht direkt den Residuen der MULTIMOD-Gleichungen verabreicht. Vielmehr werden diese Residuen zunächst um die Prognosefehler der Wirtschaftssubjekte korrigiert und anschliessend auf den um eine Periode verzögerten eigenen Wert, eine Zeitvariable und eine Konstante regrediert, um eine Schätzung der Dauerhaftigkeit der historischen Schocks zu erhalten. Eine ausführlichere Beschreibung dieser Anpassung folgt weiter unten bei der Beschreibung der stochastischen Simulationen, wo deren Motivation klarer sichtbar werden dürfte.

Die Simulationen werden mit dem um die Autoregressionen erweiterten Modell durchgeführt. Die individuellen Schocks treffen fünf Gleichungen des Schweizer Submodells (bzw. die Residuen der entsprechenden Autoregressionsgleichungen) im Jahre 1990. Da das Modell keine Übertragungseffekte von der Schweiz auf das Ausland zulässt, sind die Wirkungen der Schocks unabhängig von der Geldpolitik des Auslands. Jeder Schock braucht deshalb nur unter zwei Konstellationen (FL und FI) simuliert zu werden. Dies ergibt insgesamt 10 Simulationen.

Die Definition der Schocks und die Durchführung der Simulationen folgen Frenkel *et al.* (1989a). Die Resultate sind dennoch nicht direkt vergleichbar, da Frenkel *et al.* mit einer älteren Version von MULTIMOD arbeiteten, die von Masson *et al.* (1988) beschrieben worden ist. Bei den fünf Schocks handelt es sich um

– einen Nachfrageschock, wobei die Konsumnachfrage um 1% steigt,

– einen Angebotschock, wobei die am BSP-Deflator gemessene Preisveränderungsrate um 2% steigt (Phillips-Kurve),

– einen Terms-of-Trade-Schock, wobei die Nachfrage nach schweizerischen Exporten verarbeiteter Güter um 10% steigt,

– eine Verschiebung der Portfoliopreferenzen zugunsten von Anlagen in Schweizer Franken, wobei die geforderte erwartete Ertragsrate auf Anlagen in Schweizer Franken um 10% fällt (offene Zinsparität), und

– eine Verschiebung der Geldnachfrage, wobei die Geldumlaufgeschwindigkeit um 2% sinkt.

Die Simulationsresultate sind in *Tabelle 8* zusammengefasst. Gezeigt werden die Wirkungen auf die gleichen volkswirtschaftlichen Schlüsselgrössen wie bei den Simulationen der geld- und finanzpolitischen Schocks. Die Schocks sind wiederum nicht antizipiert, werden aber sofort und richtig erkannt. Obwohl die Schocks temporär sind (eine Periode), haben sie relativ dauerhafte Wirkungen auf die endogenen Variablen, weil verschiedene MULTIMOD-Gleichungen verzögerte Anpassungsprozesse aufweisen und die strukturellen Residuen autokorreliert sind. Die Variablen erreichen ihre langfristigen Gleichgewichtswerte zum Teil zyklisch, weshalb sich die folgenden Bemerkungen vor allem mit den kurzfristigen Wirkungen beschäftigen.

Der *Nachfrageschock*, den man als Verschiebung der Nachfragekurve nach rechts veranschaulichen kann, erhöht sowohl unter einem Geldmengenziel als auch unter einem Wechselkursziel das BIP und verschlechtert die Ertragsbilanz. Die Produktionspreise steigen bis zum vierten Jahr an und bilden sich dann wieder zurück. Unter flexiblen Wechselkursen steigen die kurzfristigen Zinssätze, und der Schweizer Franken wird stärker, so dass die Wirkungen des Nachfrageschocks auf das BIP unter flexiblen Wechselkursen schwächer sind als unter fixen.

Der *Angebotschock*, den man sich als Linksverschiebung der Angebotskurve vorstellen kann, senkt unter beiden geldpolitischen Regeln das BIP und lässt die Produktionspreise steigen. Die

Tabelle 8

Submodell Schweiz: Schocks in einzelnen Gleichungen

(Abweichungen von der Basisprojektion für verschiedene Währungsordnungen)

| | Ordnung | Jahr 1 | Jahr 2 | Jahr 3 | Jahr 4 | Jahr 5 | Jahr 10 | |
|--|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|
| Wirkungen eines Nachfrageschocks | | | | | | | | |
| (Konsumnachfrage) | Reales BIP ¹ | FL | 0,24 | 0,19 | 0,11 | 0,04 | -0,01 | -0,01 |
| | | FI | 0,29 | 0,31 | 0,3 | 0,26 | 0,23 | 0,1 |
| | BSP-Deflator ¹ | FL | 0,05 | 0,12 | 0,17 | 0,18 | 0,17 | 0,08 |
| | | FI | 0,03 | 0,09 | 0,12 | 0,14 | 0,13 | 0,07 |
| | kurzfristiger Zinssatz | FL | 0,0 | 0,04 | 0,08 | 0,1 | 0,1 | 0,03 |
| | | FI | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| | Ertragsbilanz ² | FL | -0,32 | -0,21 | -0,18 | -0,18 | -0,18 | -0,16 |
| | | FI | -0,33 | -0,23 | -0,19 | -0,17 | -0,16 | -0,13 |
| | Wechselkurs ^{1, 3} | FL | 0,15 | 0,24 | 0,28 | 0,28 | 0,25 | 0,07 |
| | | FI | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Wirkungen eines Angebotsschocks | | | | | | | | |
| (Phillips-Kurve) | Reales BIP ¹ | FL | -0,88 | -1,28 | -1,22 | -0,87 | -0,44 | 0,06 |
| | | FI | -0,61 | -0,97 | -1,01 | -0,82 | -0,52 | 0,06 |
| | BSP-Deflator ¹ | FL | 1,49 | 1,48 | 1,05 | 0,55 | 0,19 | 0,04 |
| | | FI | 1,6 | 1,62 | 1,12 | 0,51 | 0,04 | -0,05 |
| | kurzfristiger Zinssatz | FL | 0,29 | 0,45 | 0,39 | 0,2 | -0,0 | -0,06 |
| | | FI | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| | Ertragsbilanz ² | FL | 0,44 | 0,21 | -0,05 | -0,21 | -0,24 | 0,02 |
| | | FI | 0,32 | 0,18 | -0,01 | -0,15 | -0,2 | -0,01 |
| | Wechselkurs ^{1, 3} | FL | 0,77 | 0,49 | 0,07 | -0,3 | -0,51 | 0,01 |
| | | FI | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,0 | 0,0 |
| Wirkungen eines Terms-of-Trade-Schocks | | | | | | | | |
| (Exportnachfrage) | Reales BIP ¹ | FL | 1,47 | 1,26 | 0,43 | -0,33 | -0,72 | 0,03 |
| | | FI | 1,76 | 1,74 | 0,96 | 0,13 | -0,41 | -0,11 |
| | BSP-Deflator ¹ | FL | 0,41 | 1,09 | 1,53 | 1,19 | 0,92 | 0,11 |
| | | FI | 0,67 | 1,55 | 2,11 | 2,16 | 1,77 | -0,18 |
| | kurzfristiger Zinssatz | FL | -0,11 | 0,08 | 0,35 | 0,51 | 0,5 | -0,17 |
| | | FI | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| | Ertragsbilanz ² | FL | 1,25 | 1,69 | 1,62 | 1,32 | 0,96 | 0,46 |
| | | FI | 1,2 | 1,7 | 1,68 | 1,42 | 1,07 | 0,42 |
| | Wechselkurs ^{1, 3} | FL | 1,22 | 1,34 | 1,27 | 0,94 | 0,46 | -0,44 |
| | | FI | -0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Wirkungen eines Portfolionachfrageschocks | | | | | | | | |
| (offene Zinsparität) | Reales BIP ¹ | FL | -0,56 | -0,48 | -0,37 | -0,31 | -0,22 | 0,15 |
| | | FI | 2,2 | 1,24 | 0,38 | -0,09 | -0,23 | 0,12 |
| | BSP-Deflator ¹ | FL | -1,29 | -0,86 | -0,62 | -0,63 | -0,71 | -0,31 |
| | | FI | 0,52 | 1,38 | 1,64 | 1,43 | 1,01 | -0,09 |
| | kurzfristiger Zinssatz | FL | -2,01 | -1,58 | -0,76 | -0,16 | 0,15 | 0,09 |
| | | FI | -8,26 | -2,97 | -0,96 | -0,34 | -0,14 | -0,01 |
| | Ertragsbilanz ² | FL | -1,75 | -1,35 | -0,8 | -0,55 | -0,49 | -0,29 |
| | | FI | -2,86 | -0,64 | -0,03 | -0,06 | -0,24 | -0,27 |
| | Wechselkurs ^{1, 3} | FL | 10,54 | 2,11 | 1,01 | 1,04 | 1,01 | 0,14 |
| | | FI | 1,02 | -0,87 | -0,63 | -0,42 | -0,29 | -0,08 |
| Wirkungen eines monetären Schocks | | | | | | | | |
| (Geldnachfrage) | Reales BIP ¹ | FL | -0,45 | -0,43 | -0,26 | -0,08 | 0,02 | -0,02 |
| | | FI | 0,01 | 0,01 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,0 |
| | BSP-Deflator ¹ | FL | -0,36 | -0,54 | -0,57 | -0,48 | -0,34 | 0,02 |
| | | FI | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,0 |
| | kurzfristiger Zinssatz | FL | 0,55 | 0,48 | 0,34 | 0,19 | 0,09 | 0,02 |
| | | FI | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| | Ertragsbilanz ² | FL | 0,16 | -0,07 | -0,15 | -0,13 | -0,07 | 0,01 |
| | | FI | -0,01 | -0,0 | -0,0 | -0,0 | 0,0 | 0,0 |
| | Wechselkurs ^{1, 3} | FL | 1,61 | 1,05 | 0,59 | 0,27 | 0,12 | 0,01 |
| | | FI | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

¹ Abweichungen in Prozent.² In Prozent des BSP.³ Gewichteter Aussenwert der eigenen Währung.

Ertragsbilanz verbessert sich vorübergehend. Unter flexiblen Wechselkursen liegen der kurzfristige Zinssatz und der Aussenwert des Schweizer Frankens während mehrerer Jahre über dem Niveau der Basisprojektion, so dass die Wirkungen des Angebotsschocks auf das BIP unter flexiblen Wechselkursen stärker sind als unter fixen und dafür die Wirkungen auf die Produktionspreise geringer sind.

Der Schock auf die *Terms-of-Trade*, der die Nachfrage zugunsten schweizerischer Produkte verändert, lässt das BIP und die Produktionspreise ansteigen und verbessert die Ertragsbilanz. Unter flexiblen Wechselkursen steigt der Aussenwert des Schweizer Frankens und (ab dem zweiten Jahr) der kurzfristige Zinssatz, so dass die Wirkungen des Schocks auf das BIP und die Produktionspreise unter flexiblen Wechselkursen kleiner sind als unter fixen.

Den Schock auf die *Portfolionachfrage* der Anleger kann man sich als Risikoprämie auf Anlagen, die in Fremdwährung denominated sind, vorstellen. Der Anleger fordert also für seine Bereitschaft, eine auf Schweizer Franken lautende Anlage zu halten, eine geringere erwartete Ertragsrate. Unter flexiblen Wechselkursen führt der Schock zu einem sofortigen massiven Anstieg des Aussenwerts des Schweizer Frankens und Druck auf die kurzfristigen Zinssätze. Die Höherbewertung des Frankens zieht eine Verringerung der Produktion und der Produktionspreise sowie eine Verschlechterung der Ertragsbilanz (Importsubstitution) nach sich. Unter fixen Wechselkursen sieht sich die Notenbank demgegenüber gezwungen, den kurzfristigen Zinssatz massiv zu senken, um den Wechselkurs stabil zu halten. Das niedrige Zinsniveau löst einen Anstieg der Produktion und damit auch der Produktionspreise aus, während sich die Ertragsbilanz verschlechtert.¹⁰

Der Schock auf die *Geldnachfrage*, den man sich als einen Rückgang der Geldumlaufgeschwindigkeit vorstellen kann, führt unter flexiblen Wechselkursen zu einem Anstieg der Zinssätze und zu einer Höherbewertung des Frankens an den Devisenmärkten. Die Produktion und die Produktionspreise fallen, während sich die Ertragsbilanz kurzfristig leicht verbessert. Unter fixen

Wechselkursen bleiben alle Variablen unverändert. Dieses bekannte Resultat verdeutlicht die Schwächen eines Geldmengenziels bei monetären Schocks. Es ist jedoch kein zwingendes Argument gegen flexible Wechselkurse, da Schocks auf die Geldumlaufgeschwindigkeit sich auch auf anderen Wegen als über ein Fixkurssystem neutralisieren lassen. Ein Beispiel ist die Ausrichtung der Geldpolitik auf ein Ziel für das nominelle BSP.

Die allgemeine Lektion dieser Simulationsresultate lautet, dass keine der beiden geldpolitischen Regeln bei allen betrachteten Schocks dominiert. Je nach Art des Schocks vermag die eine oder die andere Regel die Volkswirtschaft besser abzusichern. Wird ein Schock früh und genau erkannt, können Modellsimulationen einen Hinweis geben, welche geldpolitische Reaktion angemessen ist. Das Problem liegt jedoch darin, dass Schocks in der Regel nicht isoliert, sondern simultan auftreten und kaum je rechtzeitig und genau erkannt werden können. Die Währungsbehörden müssen deshalb eine Vorstellung entwickeln, welche geldpolitische Regel bzw. welches Wechselkurssystem die Volkswirtschaft auf die Länge, d. h. über einen Zeitraum von mehreren Jahren, besser gegen Schocks abschirmt. Dazu werden die stochastischen Simulationen durchgeführt.

Stochastische Simulationen

Die in diesem Abschnitt beschriebenen Simulationen haben eine allgemeine Beurteilung der Stabilisierungswirkungen der beiden geldpolitischen Regeln (Geldmengenziel versus Bindung an die D-Mark) zum Ziel. Zunächst wird mit Hilfe des Modells und der historischen Daten eine Varianz-Kovarianz-Matrix der historischen Schocks geschätzt. Anschliessend wird untersucht, wie die verschiedenen geldpolitischen Regeln, konfrontiert mit den aus der historischen Erfahrung ge-

¹⁰ Die Simulation standardisierter Portfolioschocks (bzw. Wechselkursschocks) erfolgt hier vor allem aus Symmetriegründen. In der Praxis hängt die Varianz der Portfolioschocks vom Wechselkursregime ab: Unter einem Wechselkursziel ist sie kleiner als unter einem Geldmengenziel mit flexiblen Wechselkursen. Der Einfluss des Wechselkursregimes wird bei den stochastischen Simulationen berücksichtigt werden.

wonnenen Schocks, die Variabilität der wichtigsten volkswirtschaftlichen Grössen verändern.¹¹

Für die Kalkulation der Schocks kann nicht direkt auf die Residuen der MULTIMOD-Gleichungen zurückgegriffen werden. Ein erstes Problem ergibt sich daraus, dass diese Residuen neben den eigentlichen strukturellen Residuen auch die Prognosefehler der Wirtschaftssubjekte widerspiegeln. Deshalb wurden für alle Variablen, die im Modell Erwartungswerte aufweisen, Zeitreihengleichungen geschätzt (ausser für den Wechselkurs)¹²; anschliessend wurden die Prognosewerte dieser Gleichungen für die entsprechenden Erwartungswerte eingesetzt und die strukturellen Residuen kalkuliert. Ein zweites Problem ergibt sich daraus, dass die Residuen autokorreliert sind und deshalb nicht als Schocks, d.h. als unerwartete Ereignisse, betrachtet werden können. Aus diesem Grund wurden die Residuen von 110 wichtigen Gleichungen des Modells auf den um eine Periode verzögerten eigenen Wert, eine Zeitvariable und eine Konstante regrediert. Aus den Residuen dieser 110 Autoregressionen wurde dann eine 110x110-Varianz-Kovarianz-Matrix gebildet, welche die Schocks beschreibt, mit denen die stochastischen Simulationen durchgeführt werden.

Die Grösse und Korrelation der Schocks wurden aus den Daten des Zeitraums von 1974 bis 1987 (1979–87 für den Wechselkurs) gewonnen. Man kann nun jedoch kaum davon ausgehen, dass die in einem bestimmten historischen Zeitraum geschätzten Schocks von der herrschenden Währungsordnung unabhängig sind. Dies gilt namentlich für die Wechselkursschocks, die unter festen Wechselkursen eine kleinere Varianz aufweisen dürften als unter flexiblen Wechselkursen. Um die Vergleichbarkeit der Resultate sicherzustellen, wird deshalb die Varianz-Kovarianz-Matrix in den Simulationen je nach Währungsordnung modifiziert. Wir folgen dabei dem Vorgehen der EG-Kommission (1990), die von folgenden Annahmen ausgeht:

– Die Varianzen und Kovarianzen der Nicht-Wechselkurs-Schocks, bleiben in allen Währungsordnungen unverändert, d. h., das Wechselkursregime hat keinen Einfluss auf diese Schocks;

- Die Kovarianzen zwischen Wechselkursschocks und anderen Schocks sind in allen Währungsordnungen gleich Null, d. h., diese Schocks sind unabhängig voneinander;
- Die Varianzen und Kovarianzen der Wechselkursschocks folgen einigen einfachen Regeln. Unter festen Wechselkursen liegt die Wechselkursvariabilität (gemessen an den Schocks) innerhalb des EWS nahe bei jener, die zwischen 1979 und 1987 im Wechselkursmechanismus des EWS (WM-EWS) zum Ausdruck kam.¹³ Unter flexiblen Wechselkursen entspricht die Wechselkursvariabilität innerhalb des EWS jener, die in der historischen Periode das britische Pfund gegenüber den WM-EWS Ländern aufwies. Gegenüber dem Dollar verzeichnet die D-Mark die historische Variabilität der WM-EWS-Währungen, während die anderen EWS-Währungen die historische Variabilität des britischen Pfundes aufweisen.

Die Konsequenzen dieser Modifikationen für die Varianz-Kovarianz-Matrix können dem Anhang entnommen werden. *Tabelle A.1* zeigt die historischen beobachteten und die simulierten Korrelationen der Wechselkursschocks, während *Tabelle A.2* die geschätzten Standardfehler dieser Schocks zeigt.

¹¹ Vgl. die Anhänge zu Frenkel *et al.* (1989b) und zu EG-Kommission (1990) für eine ausführlichere Darstellung. Vgl. Hollinger (1990) für eine Beschreibung des TROLL-Programms und seines theoretischen Hintergrunds.

¹² Für den erwarteten Wechselkurs wurde der beobachtete Wechselkurs eingesetzt. Diese Lösung ist insofern problematisch, als die Prognosefehler somit nicht eliminiert werden. Eine Diskussion der Vor- und Nachteile alternativer Möglichkeiten («Random Walk»-Hypothese, modell-konsistente Prognosen, Prognosen mit einem Partialmodell, die mit den langfristigen Gleichgewichtswerten der Zinssätze und Wechselkurse konsistent sind) kann der Untersuchung der EG-Kommission entnommen werden. Die Ergebnisse der EG-Kommission deuten darauf hin, dass die Residuen des von ihr bevorzugten Partialmodells (gemessen an der Varianz) eher durch den beobachteten Wechselkurs als durch die «Random Walk»-Hypothese approximiert werden können. Vgl. EG-Kommission (1990, S. 318–21).

¹³ Die Unterscheidung zwischen EWS- und WM-EWS-Ländern muss gemacht werden, weil Grossbritannien erst seit 1988 dem Wechselkursmechanismus des EWS angehört, jedoch bereits zuvor Mitglied des EWS war. Nur Länder, die dem Wechselkursmechanismus des EWS angehören, sind verpflichtet, ihren Wechselkurs zu stabilisieren.

Tabelle 9

MULTIMOD: Stochastische Simulationen,
generierte Schocks
(Mittlere Abweichungen von der Basisprojektion [RMSE]
für verschiedene Währungsordnungen)

| | FL | FI | FF |
|----------------------------|-------|------|-------|
| Schweiz | | | |
| Reales BIP ¹ | 4,20 | 4,75 | 4,00 |
| BSP-Deflator ¹ | 5,03 | 6,25 | 5,21 |
| kurzfristiger Zinssatz | 4,42 | 4,25 | 4,34 |
| Ertragsbilanz ² | 3,29 | 3,26 | 3,42 |
| Wechselkurs ^{1,3} | 11,00 | 7,75 | 12,08 |
| Inflation ⁴ | 5,01 | 3,50 | 5,78 |
| Vereinigten Staaten | | | |
| Reales BIP ¹ | 2,63 | | 2,61 |
| BSP-Deflator ¹ | 3,21 | | 3,09 |
| kurzfristiger Zinssatz | 2,68 | | 2,55 |
| Ertragsbilanz ² | 1,43 | | 1,37 |
| Wechselkurs ^{1,3} | 14,84 | | 12,78 |
| Inflation ⁴ | 2,78 | | 2,47 |
| Deutschland | | | |
| Reales BIP ¹ | 2,89 | | 2,92 |
| BSP-Deflator ¹ | 3,63 | | 3,92 |
| kurzfristiger Zinssatz | 3,32 | | 3,30 |
| Ertragsbilanz ² | 2,98 | | 2,94 |
| Wechselkurs ^{1,3} | 6,30 | | 10,61 |
| Inflation ⁴ | 2,72 | | 4,02 |
| Frankreich | | | |
| Reales BIP ¹ | 3,41 | | 2,98 |
| BSP-Deflator ¹ | 6,25 | | 3,80 |
| kurzfristiger Zinssatz | 4,35 | | 4,28 |
| Ertragsbilanz ² | 2,62 | | 2,59 |
| Wechselkurs ^{1,3} | 6,58 | | 10,31 |
| Inflation ⁴ | 2,46 | | 2,44 |

¹ Mittlere Abweichung in Prozent.

² In Prozent des BSP.

³ Gewichteter Aussenwert der eigenen Währung.

⁴ Veränderungsrate des Absorptions-Deflators.

Die stochastischen Simulationen erfordern einen grossen rechnerischen Aufwand. Nach dem Start einer Simulation erfolgt in jeder Periode eine Ziehung der Schocks. Für jede neue Ziehung wird bis zu einer Endbedingung iteriert, um zu erreichen, dass die Erwartungen und die Modelllösungen konsistent sind. Die Ziehungen erstrecken sich im vorliegenden Fall über den Zeitraum von 1991 bis 2010, d.h. über 20 Jahre. Jede Simulation wird 42mal (mit jeweils neuen Ziehungen) wiederholt, so dass sich 840 Ziehungen mit den entsprechenden Iterationen bis zur Endbedingung ergeben. Diese Prozedur wird für jede neue geldpolitische Regel wiederholt (mit gleichen Startwerten für die Ziehungen).

Die Simulationsresultate sind in *Tabelle 9* zusammengefasst. Gezeigt werden die gewichteten durchschnittlichen Abweichungen ausgewählter volkswirtschaftlicher Variablen von der Basisprojektion (RMSE)¹⁴ unter verschiedenen geldpolitischen Regeln. Die Resultate für die Schweiz zeigen, dass die Variabilität des BIP und des (am BSP-Deflator gemessenen) Preisniveaus unter einem Geldmengenziel kleiner ist als unter einem Wechselkursziel gegenüber der D-Mark. Dies erinnert daran, dass die Geldpolitik unter einem Wechselkursziel nicht zur Stabilisierung der Konsequenzen von asymmetrischen Schocks eingesetzt werden kann. Es mag deshalb vielleicht überraschen, dass die Variabilität der Inflationsrate¹⁵ unter einer geldmengenorientierten Politik nicht kleiner, sondern grösser als unter einer wechselkursorientierten Politik ist. Der Grund für dieses Resultat liegt im wesentlichen darin, dass der gewichtete Aussenwert des Schweizer Frankens bei einer Bindung des Frankens an die D-Mark weniger stark schwankt als unter einem Geldmengenziel mit flexiblen Wechselkursen.

Die Resultate zeigen weiter, dass das EWS, selbst wenn die Schweiz draussen bleibt, nicht ohne Einfluss auf die schweizerische Volkswirtschaft ist (Vergleich zwischen FL und FF). Die Existenz des EWS führt auf der einen Seite zu geringeren Schwankungen des gewichteten Aussenwerts des Schweizer Frankens und damit auch des Preisniveaus, der Inflationsrate und der Ertragsbilanz. Auf der anderen Seite nehmen die Produktionsschwankungen zu. Eine Erklärung kann möglicherweise darin gesucht werden, dass das EWS zu einer stärkeren Parallelität der Konjunkturbeziehung im EG-Raum führen dürfte. Entsprechend stärker sind die Übertragungswirkungen auf Drittländer wie die Schweiz.

Die Resultate für *Frankreich* bestätigen über weite Strecken die schweizerischen Resultate. Einzig die Variabilität der Inflationsrate scheint in Frankreich, anders als in der Schweiz, kaum von der Währungsordnung abzuhängen. Dies mag zum

¹⁴ RMSE = Root Mean Square Error.

¹⁵ Die Variabilität der Inflationsrate ist die RMS-Abweichung der Veränderungsrate des am Absorptions-Deflator gemessenen Preisniveaus von der Basisprojektion.

Teil darin begründet sein, dass die Importe in Frankreich einen kleineren Anteil der Gesamtnachfrage ausmachen als in der Schweiz und die Wechselkursschwankungen damit einen kleineren Einfluss auf die Schwankungen des Absorptions-Deflators haben.

Die Resultate für *Deutschland* unterstreichen die Vorzüge seiner Position als EWS-Leitwährungsland. Die Variabilität der Produktionspreise, der Inflation und des Wechselkurses ist unter dem EWS teilweise deutlich kleiner als unter einem allgemeinen Floating. Für die anderen Variablen, d.h. das BIP, die Zinssätze und die Ertragsbilanz, sind die Unterschiede gering.

Die *Vereinigten Staaten* schliesslich werden durch die Existenz des EWS schlechter gestellt. Die Variabilität sämtlicher betrachteter Variablen mit Ausnahme des BIP (die praktisch unverändert bleibt) nimmt tendentiell zu. Dies widerspricht in wesentlichen Teilen dem schweizerischen Fall. Die Differenzen beruhen im wesentlichen darauf, dass das EWS die Variabilität des Aussenwerts des Dollars erhöht, des Schweizer Frankens dagegen reduziert. Die stärkeren Schwankungen des Dollars lassen sich auf die allgemeine Idee zurückführen, dass die Fixierung einer Variablen die anderen Variablen des Systems dazu zwingt, eine grössere Anpassungslast zu tragen. Dieses Argument ist zwar auch auf den Franken anwendbar, doch werden die Auswirkungen hier dadurch aufgewogen, dass die D-Mark und der Franken relativ enge Substitute sind, weshalb die Entstehung eines Währungsblocks um die D-Mark die Schwankungen des gewichteten Aussenwerts des Frankens reduziert.

Um die Robustheit der Resultate für die Schweiz zu überprüfen, wurden die Simulationen mit einer alternativen Modifikation der Varianz-Kovarianz-Matrix wiederholt. Dabei wurde unterstellt, die Variabilität des Schweizer Frankens (gemessen an den Wechselkursschocks) hätte im Zeitraum von 1979 bis 1987 der Variabilität des britischen Pfundes entsprochen. Diese alternative Modifikation drängt sich auf, da die Variabilität des Schweizer Frankens und der WM-EWS-Währungen in der Periode 1979 bis 1987 sehr ähnlich war, so dass die Varianz-Kovarianz-Matrix in den FL- und FI-Simulationen praktisch identisch ist. Im

einzelnen wurde deshalb angenommen, die Varianz der SFr./\$-Wechselkursschocks sei gleich jener der historischen £/\$-Wechselkursschocks, die Korrelation mit den Schocks der Dollarkurse der WM-EWS-Währungen sei gleich der historischen Korrelation mit den £/\$-Wechselkursschocks und die Korrelation mit den Schocks der Dollarkurse der übrigen Währungen sei gleich der historischen Korrelation zwischen diesen und den £/\$-Wechselkursschocks. Die Anpassungen der Varianz-Kovarianz-Matrix können der Reihe FLUK von *Tabelle A.1* und *Tabelle A.2* entnommen werden. Die Simulation dieser alternativen Matrix führt bei unveränderten Annahmen über die schweizerische Geldpolitik (Geldmengenziel mit flexiblen Wechselkursen) zu tendentiell grösseren Differenzen zu den Resultaten, die unter einem Wechselkursziel gegenüber der D-Mark zu erzielen wären. Die qualitativen Schlussfolgerungen aus dem Vergleich zwischen einer geldmengen- und einer wechselkursorientierten Politik bleiben jedoch unverändert. Der RMSE des BIP fällt von 4,20 auf 4,16, während die Variabilität des Preisniveaus nahe bei ihrem alten Wert verharrt (5,02) und die Variabilität der Inflationsrate ansteigt (von 5,04 auf 5,94).

4. Schlussbemerkungen

In diesem Aufsatz sind Simulationsergebnisse des um einen Schweizer Sektor erweiterten MULTIMOD vorgestellt worden. Der Schwerpunkt lag dabei naturgemäss auf den Resultaten für die Schweiz. Die Resultate der stochastischen Simulationen deuten darauf hin, dass ein Geldmengenziel (mit flexiblen Wechselkursen) einer Ausrichtung der Geldpolitik auf ein Wechselkursziel gegenüber der D-Mark, gemessen an der erreichbaren BIP- und Preisniveaustabilität, überlegen ist. Sicher ist es zu früh, daraus weitreichende Schlussfolgerungen abzuleiten. Vorsicht empfiehlt sich allein schon deshalb, weil die Erfahrungen mit dem neu hinzugefügten Schweizer Sektor von relativ kurzer Dauer sind. Auch bietet der neue Sektor, was die Schätzung der Parameter und die Daten betrifft, sicher Möglichkeiten zur Verbesserung.

Dennoch ist es ermutigend, dass die Ergebnisse für die Schweiz vor dem Hintergrund der Resultate, die das MULTIMOD für die übrigen Länder

liefert, plausibel sind. Sie stehen ausserdem im Einklang mit den Resultaten der Untersuchungen von Taylor (1989) und der EG-Kommission (1990), während Frenkel *et al.* (1989b) gemischtere Ergebnisse erhalten.

Die Resultate hängen natürlich von den gemach-

ten Annahmen und verwendeten Methoden ab. Die Untersuchung kann entsprechend in verschiedene Richtungen erweitert werden. Bekannt sind die Schwierigkeiten, das Wechselkursverhalten zu modellieren. Simulationen mit alternativen Kalkulationen der Wechselkursschocks dürften deshalb besonders nützlich sein.

Anhang

Tabelle A.1

Beobachtete (1979–87) und simulierte Korrelationskoeffizienten der Wechselkursschocks

| | USD/YEN | USD/DM | USD/CAD | USD/FF | USD/LIT | USD/UKL | USD/kl.IL | USD/SFR |
|-------------------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|-----------|---------|
| Beobachtet | | | | | | | | |
| USD/YEN | 1 | | | | | | | |
| USD/DM | 0,721 | 1 | | | | | | |
| USD/CAD | 0,008 | 0,215 | 1 | | | | | |
| USD/FF | 0,752 | 0,959 | 0,110 | 1 | | | | |
| USD/LIT | 0,773 | 0,969 | 0,222 | 0,977 | 1 | | | |
| USD/UKL | 0,610 | 0,844 | 0,216 | 0,929 | 0,911 | 1 | | |
| USD/kl.IL | 0,738 | 0,985 | 0,126 | 0,961 | 0,966 | 0,853 | 1 | |
| USD/SFR | 0,784 | 0,979 | 0,241 | 0,937 | 0,954 | 0,801 | 0,973 | 1 |
| Simuliert | | | | | | | | |
| <i>FF</i> | | | | | | | | |
| USD/YEN | 1 | | | | | | | |
| USD/DM | 0,749 | 1 | | | | | | |
| USD/CAD | 0,008 | 0,218 | 1 | | | | | |
| USD/FF | 0,610 | 0,895 | 0,216 | 1 | | | | |
| USD/LIT | 0,610 | 0,895 | 0,216 | 0,895 | 1 | | | |
| USD/UKL | 0,610 | 0,895 | 0,216 | 0,895 | 0,895 | 1 | | |
| USD/kl.IL | 0,738 | 0,971 | 0,126 | 0,853 | 0,853 | 0,853 | 1 | |
| USD/SFR | 0,784 | 0,969 | 0,241 | 0,801 | 0,801 | 0,801 | 0,973 | 1 |
| <i>FL</i> | | | | | | | | |
| USD/YEN | 1 | | | | | | | |
| USD/DM | 0,749 | 1 | | | | | | |
| USD/CAD | 0,008 | 0,218 | 1 | | | | | |
| USD/FF | 0,749 | 0,968 | 0,218 | 1 | | | | |
| USD/LIT | 0,749 | 0,968 | 0,218 | 0,968 | 1 | | | |
| USD/UKL | 0,749 | 0,968 | 0,218 | 0,968 | 0,968 | 1 | | |
| USD/kl.IL | 0,738 | 0,971 | 0,126 | 0,971 | 0,971 | 0,971 | 1 | |
| USD/SFR | 0,784 | 0,969 | 0,241 | 0,969 | 0,969 | 0,969 | 0,973 | 1 |
| <i>FLUK</i> | | | | | | | | |
| USD/SFR | 0,610 | 0,801 | 0,216 | 0,801 | 0,801 | 0,801 | 0,853 | 1 |
| <i>FI</i> | | | | | | | | |
| USD/SFR | 0,749 | 0,968 | 0,218 | 0,968 | 0,968 | 0,968 | 0,971 | 1 |

Tabelle A.2

Geschätzte Standardfehler der Wechselkursschocks (in Prozent)

| | USD/YEN | USD/DM | USD/CAD | USD/FF | USD/LIT | USD/UKL | USD/kl.IL | USD/SFR |
|-------------------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|-----------|---------|
| Beobachtet | 17,4 | 17,7 | 5,1 | 16,9 | 17,7 | 11,6 | 13,2 | 18,8 |
| Simuliert | | | | | | | | |
| FF | 17,4 | 17,4 | 5,1 | 11,6 | 11,6 | 11,6 | 13,2 | 18,8 |
| FL | 17,4 | 17,4 | 5,1 | 17,4 | 17,4 | 17,4 | 13,2 | 18,8 |
| FLUK | 17,4 | 17,4 | 5,1 | 17,4 | 17,4 | 17,4 | 13,2 | 11,6 |
| FI | 17,4 | 17,4 | 5,1 | 17,4 | 17,4 | 17,4 | 13,2 | 17,4 |

Literatur

EG-Kommission, «One market, one money; An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union,» Study of the Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Commission of the European Communities, in *European Community*, No. 44 (October 1990).

Fair R.C. und J.B. Taylor, «Solution and maximum likelihood estimation of dynamic rational expectations models,» *Econometrica*, Vol. 51 (1983).

Frenkel J.A., M. Goldstein und P.R. Masson (1989a), «International Dimensions of Monetary Policy: Coordination versus Autonomy,» in *Monetary Policy Issues in the 1990s, proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, Wyoming, August 30–September 1, 1989 (Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1989).

————— (1989b), «Simulating the Effects of Some Simple Coordinated Versus Uncoordinated Policy Rules,» in *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*, ed. by R.C. Bryant and others (Washington: International Monetary Fund, 1989).

Hollinger P., «TROLL-Program: Forward-Looking Simulator,» (Needham: Intex Solutions, Inc., October 1988).

————— , «TROLL-Program: Stochastic Simulator,» (Needham: Intex Solutions, Inc., March 1990).

Lucas R.E., «Econometric Policy Evaluation: A Critique,» in *The Phillips Curve and Labor Markets*, ed. by K. Brunner and A.H. Meltzer, Carnegie Rochester Series on Public Policy, Vol. 1 (Amsterdam: North-Holland, 1976).

Masson P.R., S. Symansky, R. Haas und M. Dooley, «MULTIMOD – A Multi-Region Econometric Model,» *Staff Studies for the World Economic Outlook* (Washington: International Monetary Fund, July 1988).

Masson P.R., S. Symansky und G. Meredith, «MULTIMOD Mark II: A Revised and Extended Model,» International Monetary Fund, *Occasional Paper*, No. 71 (Washington: International Monetary Fund, June 1990).

Taylor J.B., «Policy Analysis with a Multicountry Model,» in *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*, ed. by R.C. Bryant and others (Washington: International Monetary Fund, 1989).

Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1991

In der Zahlungsbilanz der Schweiz sind die wirtschaftlichen Transaktionen mit dem Ausland zusammengefasst. Die Ertragsbilanz enthält die Güter-, Dienstleistungs- und Einkommensströme sowie die unentgeltlichen Übertragungen. Die finanziellen Transaktionen erscheinen in der Kapitalverkehrsbilanz.

Der Überschuss der Ertragsbilanz stieg um 2,6 Mrd. auf 14,6 Mrd. Franken. Aus konjunkturellen Gründen verringerte sich das Defizit im Warenverkehr um 1,5 Mrd. Franken. Deutlich stiegen die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr. Der Kapitalverkehr mit dem Ausland (ohne Berücksichtigung der Transaktionen der Nationalbank) sank

Tabelle 1: Schweizerische Zahlungsbilanz in Mrd. Franken*

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 ¹⁾ | 1991 ²⁾ |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------------|
| I. Ertragsbilanz (Saldi) | | | | | | |
| Warenverkehr | -7,4 | -8,5 | -8,9 | -11,7 | -9,5 | -8,0 |
| Dienstleistungen | 10,1 | 10,6 | 10,1 | 11,1 | 11,2 | 12,6 |
| Arbeits- und Kapitaleinkommen | 11,6 | 11,4 | 14,5 | 14,8 | 13,6 | 13,8 |
| Unentgeltliche Übertragungen | -2,0 | -2,2 | -2,5 | -2,8 | -3,2 | -3,8 |
| Saldo der Ertragsbilanz | 12,3 | 11,3 | 13,2 | 11,5 | 12,0 | 14,6 |
| II. Kapitalverkehr (ohne Nationalbank) | | | | | | |
| 1. Schweizerische Anlagen im Ausland | -40,4 | -47,3 | -44,2 | -51,4 | -49,7 | -29,7 |
| Direktinvestitionen | -2,6 | -1,9 | -12,7 | -12,8 | -8,8 | -6,5 |
| Portfolioinvestitionen | -13,6 | -9,5 | -20,2 | -15,4 | -0,8 | -26,9 |
| Geschäftsbanken: Kredite ans Ausland | -19,5 | -25,6 | -0,4 | 11,2 | -8,3 | 2,5 |
| <i>davon Interbankkredite</i> | <i>-16,5</i> | <i>-18,8</i> | <i>3,1</i> | <i>16,5</i> | <i>-2,7</i> | <i>3,5</i> |
| Übriger langfristiger Kapitalexport | -0,8 | -2,1 | -2,9 | -3,4 | -2,0 | -2,3 |
| Übriger kurzfristiger Kapitalexport | -3,9 | -8,2 | -7,8 | -31,0 | -29,8 | 3,3 |
| <i>davon Treuhandgelder</i> | <i>-2,8</i> | <i>-7,5</i> | <i>-7,7</i> | <i>-24,0</i> | <i>-16,8</i> | <i>2,9</i> |
| 2. Ausländische Anlagen in der Schweiz | 34,8 | 35,2 | 22,6 | 38,9 | 33,9 | 12,8 |
| Direktinvestitionen | 3,2 | 3,0 | 0,1 | 3,7 | 6,2 | 2,9 |
| Portfolioinvestitionen | 16,1 | 6,9 | 9,4 | 10,4 | -0,8 | 8,5 |
| Geschäftsbanken: Kredite aus dem Ausland | 9,3 | 20,0 | 4,9 | 13,6 | 16,7 | 2,7 |
| <i>davon Interbankeinlagen</i> | <i>9,9</i> | <i>15,3</i> | <i>8,5</i> | <i>13,9</i> | <i>18,0</i> | <i>4,0</i> |
| Übriger langfristiger Kapitalimport | 3,3 | 1,0 | 1,6 | 3,8 | 1,8 | 0,9 |
| Übriger kurzfristiger Kapitalimport | 2,8 | 4,2 | 6,7 | 7,5 | 9,9 | -2,2 |
| 3. Saldo des Edelmetallverkehrs | -4,0 | -1,9 | -0,3 | 1,7 | 2,4 | 0,3 |
| Saldo des Kapitalverkehrs | -9,6 | -14,0 | -21,8 | -10,8 | -18,2 | -17,3 |
| III. Veränderung des Nettoauslandstatus der Nationalbank | | | | | | |
| | 1,8 | -1,1 | 1,5 | -3,8 | 2,4 | -3,1 |
| IV. Gegenbuchung zu den Wertveränderungen auf dem Nettoauslandstatus der SNB | | | | | | |
| | -3,7 | -3,5 | 2,0 | 1,4 | -4,0 | 1,7 |
| V. Saldo der nicht erfassten Transaktionen und statistischen Fehler | | | | | | |
| | -0,8 | 7,4 | 5,1 | 1,8 | 7,9 | 4,0 |

Anmerkungen:

²⁾ provisorisch

¹⁾ revidiert

* Differenzen in den Summen durch das Runden der Zahlen.

Ein Minuszeichen in der Ertragsbilanz bedeutet einen Überschuss der Importe über die Exporte, in der Kapitalverkehrsbilanz einen Kapitalexport. Beim Auslandstatus der Nationalbank eine Zunahme der Guthaben.

Tabelle 2: Einnahmen und Ausgaben der Ertragsbilanz 1990 und 1991 in Mrd. Franken* und prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr

| Komponenten | 1990 ¹⁾ | | | 1991 ²⁾ | | | % -Veränderung zum Vorjahr | |
|---|--------------------|--------------|-------------|--------------------|--------------|-------------|----------------------------|-------------|
| | Einnahmen | Ausgaben | Saldo | Einnahmen | Ausgaben | Saldo | + | - |
| A. Warenverkehr | 91,1 | 100,6 | -9,5 | 90,9 | 98,9 | -8,0 | -0,3 | -1,8 |
| 1. Spezialhandel | 88,3 | 96,6 | -8,4 | 87,9 | 95,0 | -7,1 | -0,4 | -1,6 |
| 2. Übriger Warenverkehr | 1,5 | 3,0 | -1,5 | 1,5 | 2,7 | -1,3 | -2,5 | -8,1 |
| 3. Elektrische Energie | 1,3 | 1,1 | 0,3 | 1,4 | 1,1 | 0,3 | 7,6 | 5,0 |
| B. Dienstleistungen | 24,0 | 12,8 | 11,2 | 25,9 | 13,3 | 12,6 | 8,1 | 3,8 |
| 4. Fremdenverkehr | 11,8 | 9,7 | 2,1 | 12,7 | 9,8 | 2,9 | 7,4 | 1,3 |
| 5. Privatversicherungen | 1,4 | 0,0 | 1,4 | 1,5 | 0,0 | 1,5 | 6,7 | -10,7 |
| 6. Transithandelsgeschäfte | 1,0 | - | 1,0 | 1,0 | - | 1,0 | -2,0 | - |
| 7. Gütertransporte | 0,7 | 0,0 | 0,7 | 0,8 | 0,0 | 0,8 | 12,0 | 10,1 |
| 8. Post- und Fernmeldeverkehr | 0,6 | 0,8 | -0,2 | 0,6 | 0,8 | -0,3 | -1,1 | 11,5 |
| 9. Sonstige Dienstleistungen | 8,4 | 2,3 | 6,2 | 9,3 | 2,5 | 6,8 | 10,7 | 12,1 |
| C. Arbeits- und Kapitaleinkommen | 42,3 | 28,7 | 13,6 | 41,5 | 27,7 | 13,8 | -1,7 | -3,2 |
| 10. Arbeitseinkommen | 1,1 | 8,0 | -6,9 | 1,2 | 8,8 | -7,6 | 11,2 | 10,3 |
| 11. Kapitalerträge | 41,2 | 20,7 | 20,5 | 40,3 | 18,9 | 21,4 | -2,1 | -8,4 |
| Aussenbeitrag zum BSP (A+B+C) | 157,3 | 142,1 | 15,2 | 158,3 | 139,9 | 18,4 | 0,6 | -1,5 |
| D. Unentgeltliche Übertragungen | 3,3 | 6,5 | -3,2 | 3,4 | 7,2 | -3,8 | 3,7 | 9,9 |
| 12. Private | 0,4 | 3,4 | -3,0 | 0,4 | 3,7 | -3,3 | 5,2 | 7,2 |
| 13. Sozialversicherungen | 1,1 | 1,8 | -0,8 | 1,1 | 2,0 | -0,8 | 9,3 | 8,4 |
| 14. Staat | 1,9 | 1,3 | 0,6 | 1,9 | 1,5 | 0,3 | 0,3 | 19,4 |
| TOTAL (A+B+C+D) | 160,6 | 148,6 | 12,0 | 161,6 | 147,0 | 14,6 | 0,7 | -1,0 |

* Differenzen in den Summen durch das Runden der Zahlen

¹⁾ revidiert

²⁾ provisorisch

massiv. Die schweizerischen Anlagen im Ausland fielen um 20 Mrd. Franken geringer aus als im Vorjahr. Dabei flossen die Kapitalien vor allem in langfristige Anlagen, im Gegensatz zum Vorjahr als Geldmarktanlagen bevorzugt worden waren. Die Nationalbank erhöhte ihre Ausland Guthaben um 3,1 Mrd. Franken (1990: -2,4 Mrd.). Davon entfielen 1,7 Mrd. auf wechselkursbedingte Aufwertungsgewinne auf dem Devisenbestand (1990: -4 Mrd.). Der Restposten (Saldo der nicht erfassten Transaktionen und statistischen Fehler) bildete sich von 7,9 Mrd. im Vorjahr auf 4 Mrd. Franken im Jahre 1991 zurück.

(Einausführlicher Bericht über die schweizerische Zahlungsbilanz im Jahre 1991 wird Ende September als Beilage zum Monatsbericht der Nationalbank erscheinen.)

Ertragsbilanz

Der Warenverkehr mit dem Ausland (Spezialhandel, elektrische Energie und übriger Warenverkehr) ging im Jahre 1991 infolge der konjunkturellen Abkühlung sowohl wertmässig als auch real zurück. Die Exportwerte des Spezialhandels lagen um 0,4% und jene des übrigen Warenverkehrs um 2,5% unter dem Ergebnis des Vorjahres. Die entsprechenden Importwerte gingen um 1,6% bzw. um 8,1% zurück. Der Handel mit elektrischer Energie schwächte sich im Jahre 1991 verglichen mit den Vorjahren ab. Das Wachstum der Stromverkäufe ans Ausland ging von 8,9% auf 7,6% zurück und dasjenige der Stromkäufe im Ausland verlangsamt sich von 28,7% im Vorjahr auf 5% im Jahre 1991. Das Defizit des Warenverkehrs bildete sich um 1,5 Mrd. auf 8 Mrd. Franken zurück.

Die Einnahmen der Schweiz aus dem Fremdenverkehr wuchsen im Jahre 1991 um 7,4% auf 12,7 Mrd. Franken. Dieses Ergebnis ist vor allem auf die im Vergleich zum Vorjahr deutlich höhere Zahl an Übernachtungen zurückzuführen. Dabei nahm die Zahl der Besucher aus Europa zu. Hingegen kamen weniger Gäste aus den überseeischen Ländern. Die Ausgaben von Schweizern im Ausland erhöhten sich um lediglich 1,3% auf 9,8 Mrd. Franken. Der Aktivsaldo stieg als Folge dieser Bewegungen auf 2,9 Mrd. Franken. Die privaten Versicherungsgesellschaften steigerten im Jahre 1991 ihre Einnahmen aus dem Ausland um 6,7% (1990: +11,7%). Die Erträge aus dem Transithandel gingen leicht zurück. Die Einnahmen aus den Gütertransporten durch die Schweiz nahmen zu. Beim Post- und Fernmeldeverkehr (grösstenteils Telefonverkehr) veränderten sich die Einnahmen kaum, während die Ausgaben für Leistungen aus dem Ausland wie im Vorjahr anstiegen. Die Kommissionseinnahmen aus dem Wertpapierhandel und der Vermögensverwaltung waren deutlich höher als im Vorjahr. Dagegen fielen die Einnahmen aus dem Emissionsgeschäft unter den Wert des Vorjahres.

Die Erträge aus dem schweizerischen Auslandvermögen insgesamt nahmen infolge tieferer Zinsen und Gewinne der Tochtergesellschaften im Ausland um 0,9 Mrd. auf 40,3 Mrd. Franken ab. Die Einnahmen aus den schweizerischen Portfolioinvestitionen im Ausland nahmen dagegen dank Umschichtungen aus Geldmarktanlagen deutlich zu. Die Erträge der Nationalbank aus Devisenanlagen blieben dank höheren Beständen trotz rückläufiger Zinsen praktisch konstant. Die ans Ausland bezahlten Kapitalerträge gingen im Jahre 1991 um 1,8 Mrd. auf 18,9 Mrd. Franken zurück. Die Zinszahlungen der Banken und die Direkt-

investitionerträge ans Ausland waren tiefer als im Vorjahr. Dagegen fielen die Zins- und Dividendenzahlungen auf Wertpapieren etwas höher aus. Der Aktivsaldo der Kapitalertragsbilanz stieg dank dem höheren schweizerischen Nettovermögen im Ausland und dem Anstieg der Zinsmarge im Kreditgeschäft der Banken um 0,9 Mrd. auf 21,4 Mrd. Franken.

Kapitalverkehr

Die schweizerischen Kapitalexporte und -importe gingen im Jahre 1991 gegenüber dem Vorjahr stark zurück. Da sie sich in ähnlichem Ausmass verlangsamten, blieb das traditionelle Defizit der schweizerischen Kapitalverkehrsbilanz (ohne Kapitalverkehr der Nationalbank) nahezu unverändert.

Bei den Komponenten der Kapitalexporte ergaben sich jedoch massive Verschiebungen. Die Geschäftsbanken bauten ihre Guthaben im Ausland ab, indem sie Interbankguthaben im Ausland abzogen. Ferner verringerten die Nichtbanken ihre kurzfristigen Anlagen im Ausland, nachdem sie diese im Vorjahr noch kräftig ausgeweitet hatten. Von diesem Rückgang waren besonders die Treuhandanlagen betroffen. Gleichzeitig stiegen die Portfolioinvestitionen der Inländer massiv.

Auch die Struktur der Kapitalimporte änderte sich im Jahre 1991 markant. Die Ausländer stockten ihre Bestände an schweizerischen Wertpapieren wieder auf, nachdem sie diese im Vorjahr verringert hatten. Die Kapitalimporte bei den übrigen Komponenten gingen deutlich zurück. Vor allem die Banken verminderten ihre Kapitaleinfuhren über den internationalen Interbankenmarkt massiv.

La balance suisse des paiements en 1991

La balance suisse des paiements recense l'ensemble des opérations à caractère économique qui sont passées avec l'étranger. Les échanges de biens et de services, les revenus de facteurs et les transferts sans contrepartie sont groupés dans la balance des transactions courantes, alors que les transactions à caractère financier et les investissements directs forment la balance des capitaux.

Le solde actif de la balance des transactions courantes a atteint 14,6 milliards de francs, contre 12 milliards en 1990. Dans les échanges de marchandises, le solde passif a fléchi de 1,5 milliard de francs du fait de l'affaiblissement de la conjoncture. Les recettes tirées du tourisme ont sensiblement progressé. Les mouvements de capitaux avec l'étranger (sans la Banque nationale) ont fortement diminué. Les exportations de capi-

Tableau 1: La balance suisse des paiements (en milliards de francs) *

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 ¹⁾ | 1991 ²⁾ |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------------|
| I. Transactions courantes (soldes) | | | | | | |
| Trafic de marchandises | -7,4 | -8,5 | -8,9 | -11,7 | -9,5 | -8,0 |
| Services | 10,1 | 10,6 | 10,1 | 11,1 | 11,2 | 12,6 |
| Revenus de facteurs | 11,6 | 11,4 | 14,5 | 14,8 | 13,6 | 13,8 |
| Transferts sans contrepartie | -2,0 | -2,2 | -2,5 | -2,8 | -3,2 | -3,8 |
| Solde des transactions courantes | 12,3 | 11,3 | 13,2 | 11,5 | 12,0 | 14,6 |
| II. Mouvements de capitaux (sans la Banque nationale) | | | | | | |
| 1. Placements suisses à l'étranger | -40,4 | -47,3 | -44,2 | -51,4 | -49,7 | -29,7 |
| Investissements directs | -2,6 | -1,9 | -12,7 | -12,8 | -8,8 | -6,5 |
| Investissements de portefeuille | -13,6 | -9,5 | -20,2 | -15,4 | -0,8 | -26,9 |
| Exportations de capitaux des banques commerciales | -19,5 | -25,6 | -0,4 | 11,2 | -8,3 | 2,5 |
| <i>dont opérations interbancaires</i> | <i>-16,5</i> | <i>-18,8</i> | <i>3,1</i> | <i>16,5</i> | <i>-2,7</i> | <i>3,5</i> |
| Autres exportations de capitaux à long terme | -0,8 | -2,1 | -2,9 | -3,4 | -2,0 | -2,3 |
| Autres exportations de capitaux à court terme | -3,9 | -8,2 | -7,8 | -31,0 | -29,8 | 3,3 |
| <i>dont fonds fiduciaires</i> | <i>-2,8</i> | <i>-7,5</i> | <i>-7,7</i> | <i>-24,0</i> | <i>-16,8</i> | <i>2,9</i> |
| 2. Placements étrangers en Suisse | 34,8 | 35,2 | 22,6 | 38,9 | 33,9 | 12,8 |
| Investissements directs | 3,2 | 3,0 | 0,1 | 3,7 | 6,2 | 2,9 |
| Investissements de portefeuille | 16,1 | 6,9 | 9,4 | 10,4 | -0,8 | 8,5 |
| Importations de capitaux des banques commerciales | 9,3 | 20,0 | 4,9 | 13,6 | 16,7 | 2,7 |
| <i>dont opérations interbancaires</i> | <i>9,9</i> | <i>15,3</i> | <i>8,5</i> | <i>13,9</i> | <i>18,0</i> | <i>4,0</i> |
| Autres importations de capitaux à long terme | 3,3 | 1,0 | 1,6 | 3,8 | 1,8 | 0,9 |
| Autres importations de capitaux à court terme | 2,8 | 4,2 | 6,7 | 7,5 | 9,9 | -2,2 |
| 3. Solde des transactions sur métaux précieux | -4,0 | -1,9 | -0,3 | 1,7 | -2,4 | -0,3 |
| Solde des mouvements de capitaux | -9,6 | -14,0 | -21,8 | -10,8 | -18,2 | -17,3 |
| III. Variation de la position extérieure nette de la Banque nationale | 1,8 | -1,1 | 1,5 | -3,8 | 2,4 | -3,1 |
| IV. Compensation pour les ajustements de valeur sur la position extérieure nette de la Banque nationale | -3,7 | -3,5 | 2,0 | 1,4 | -4,0 | 1,7 |
| V. Erreurs et omissions | -0,8 | 7,4 | 5,1 | 1,8 | 7,9 | 4,0 |

Remarques:

* Le signe moins (-) signifie un excédent des importations sur les exportations dans les transactions courantes, et une exportation de capitaux dans les mouvements de capitaux. Pour la position extérieure de la Banque nationale, il signifie

une augmentation des avoirs.

Les différences dans les totaux viennent du fait que les chiffres ont été arrondis.

¹⁾ Chiffres révisés

²⁾ Chiffres provisoires

Tableau 2: Recettes et dépenses de la balance des transactions courantes en 1990 et 1991¹⁾
(en milliards de francs)

| Composantes | 1990 ¹⁾ | | | 1991 ²⁾ | | | Variation en % ²⁾ | |
|---|--------------------|---------------|-------------|--------------------|---------------|-------------|------------------------------|-------------|
| | Recettes | Dé- penses | Solde | Recettes | Dé- penses | Solde | + | - |
| A. Marchandises | 91,1 | 100,6 | -9,5 | 90,9 | 98,9 | -8,0 | -0,3 | -1,8 |
| 1. Commerce spécial | 88,3 | 96,6 | -8,4 | 87,9 | 95,0 | -7,1 | -0,4 | -1,6 |
| 2. Autres postes | 1,5 | 3,0 | -1,5 | 1,5 | 2,7 | -1,3 | -2,5 | -8,1 |
| 3. Energie électrique | 1,3 | 1,1 | 0,3 | 1,4 | 1,1 | 0,3 | 7,6 | 5,0 |
| B. Services | 24,0 | 12,8 | 11,2 | 25,9 | 13,3 | 12,6 | 8,1 | 3,8 |
| 4. Tourisme | 11,8 | 9,7 | 2,1 | 12,7 | 9,8 | 2,9 | 7,4 | 1,3 |
| 5. Assurances privées | 1,4 | 0,0 | 1,4 | 1,5 | 0,0 | 1,5 | 6,7 | -10,7 |
| 6. Opérations de commerce en transit | 1,0 | - | 1,0 | 1,0 | - | 1,0 | -2,0 | - |
| 7. Transport de marchandises | 0,7 | 0,0 | 0,7 | 0,8 | 0,0 | 0,8 | 12,0 | 10,1 |
| 8. Postes et télécommunications | 0,6 | 0,8 | -0,2 | 0,6 | 0,8 | -0,3 | -1,1 | 11,5 |
| 9. Autres services | 8,4 | 2,3 | 6,2 | 9,3 | 2,5 | 6,8 | 10,7 | 12,1 |
| C. Revenus de facteurs | 42,3 | 28,7 | 13,6 | 41,5 | 27,7 | 13,8 | -1,7 | -3,2 |
| 10. Revenus du travail | 1,1 | 8,0 | -6,9 | 1,2 | 8,8 | -7,6 | 11,2 | 10,3 |
| 11. Revenus de capitaux | 41,2 | 20,7 | 20,5 | 40,3 | 18,9 | 21,4 | -2,1 | -8,4 |
| Contribution de l'extérieur au PNB (A+B+C) | 157,3 | 142,1 | 15,2 | 158,3 | 139,9 | 18,4 | 0,6 | -1,5 |
| D. Transferts sans contrepartie | 3,3 | 6,5 | -3,2 | 3,4 | 7,2 | -3,8 | 3,7 | 9,9 |
| 12. Transferts privés | 0,4 | 3,4 | -3,0 | 0,4 | 3,7 | -3,3 | 5,2 | 7,2 |
| 13. Assurances sociales | 1,1 | 1,8 | -0,8 | 1,1 | 2,0 | -0,8 | 9,3 | 8,4 |
| 14. Transferts de l'Etat | 1,9 | 1,3 | 0,6 | 1,9 | 1,5 | 0,3 | 0,3 | 19,4 |
| TOTAL (A+B+C+D) | 160,6 | 148,6 | 12,0 | 161,6 | 147,0 | 14,6 | 0,7 | -1,0 |

¹⁾ Les différences dans les totaux viennent du fait que les chiffres ont été arrondis.

²⁾ Par rapport à l'année précédente.

¹⁾ Chiffres révisés

²⁾ Chiffres provisoires

taux en vue de placements financiers et d'investissements directs ont été inférieures de 20 milliards de francs à leur montant de 1990. Ces fonds ont été investis principalement à long terme, alors que les placements à court terme avaient eu la préférence en 1990. Les avoirs à l'étranger de la Banque nationale ont augmenté de 3,1 milliards de francs (1990: -2,4 milliards). Cette augmentation s'explique à hauteur de 1,7 milliard de francs par les gains de change qui ont été enregistrés sur les réserves de devises (1990: pertes de 4 milliards). Le poste «Erreurs et omissions» a diminué de 7,9 milliards en 1990 à 4 milliards de francs en 1991.

(Un rapport détaillé sur la balance suisse des paiements en 1991 paraîtra à fin septembre en annexe au Bulletin mensuel de la Banque nationale.)

Balance des transactions courantes

D'une année à l'autre, le trafic de marchandises avec l'étranger (commerce spécial, énergie électrique et autres postes) a diminué, tant en valeur qu'en volume, à cause de l'affaiblissement de la conjoncture. En valeur, les exportations ont fléchi de 0,4% dans le commerce spécial et de 2,5% dans les autres postes. Du côté des importations, le recul a été respectivement de 1,6% et de 8,1%. La croissance des échanges d'énergie électrique s'est ralentie, passant de 8,9% à 7,6% du côté des exportations et de 28,7% à 5% du côté des importations. Le solde passif du trafic de marchandises s'est inscrit à 8 milliards de francs, contre 9,5 milliards en 1990.

Les recettes que la Suisse a tirées du tourisme ont

progressé de 7,4% pour atteindre 12,7 milliards de francs. Cette expansion s'explique avant tout par le net accroissement du nombre des nuitées. La Suisse a reçu davantage d'hôtes provenant des pays européens, mais les visiteurs venant d'outre-mer ont été moins nombreux. Les dépenses touristiques de la Suisse n'ont augmenté que de 1,3% pour s'inscrire à 9,8 milliards de francs. Ainsi, le solde actif s'est accru à 2,9 milliards de francs. Les recettes découlant des affaires à l'étranger des compagnies d'assurances privées ont progressé de 6,7%, contre 11,7% en 1990. Dans le commerce en transit, les rentrées de la Suisse ont fléchi légèrement. Les recettes au titre des transports de marchandises à travers la Suisse ont augmenté. Dans le domaine des postes et télécommunications (téléphone principalement), les rentrées de la Suisse n'ont guère varié, alors que les dépenses ont continué à croître. Les commissions provenant du négoce de titres et de la gestion de fortune ont atteint un montant sensiblement plus élevé que celui de l'année précédente, mais celles qui découlent des émissions de titres ont reculé.

Le repli des taux d'intérêt et les bénéfices moins élevés des filiales à l'étranger ont entraîné une baisse des revenus tirés des investissements directs et des actifs financiers suisses à l'étranger. Ces revenus ont diminué de 0,9 milliard pour s'établir à 40,3 milliards de francs. Le produit des investissements suisses de portefeuille à l'étranger a toutefois augmenté, le volume de ces investissements s'étant accru au détriment des placements à court terme sur les marchés monétaires. Les recettes que la Banque nationale a tirées de ses placements de devises sont restées approximativement inchangées; les effets de la baisse des taux d'intérêt ont été compensés par une augmentation des placements. Les sorties de la Suisse au titre des revenus de capitaux ont fléchi de 1,8 milliard pour s'inscrire à 18,9 milliards de francs. D'une année à l'autre, les intérêts servis à des non-

résidents par les banques et les revenus des investissements directs étrangers en Suisse ont reculé, alors que les intérêts et dividendes versés à des détenteurs de titres ont augmenté. Au total, le solde actif des revenus de capitaux s'est établi à 21,4 milliards de francs. Il a progressé de 0,9 milliard de francs grâce à l'accroissement des avoirs nets à l'étranger et à l'extension de la marge d'intérêts des banques dans les opérations de crédits.

Mouvements de capitaux

En 1991, les mouvements de capitaux entre la Suisse et l'étranger ont été nettement inférieurs aux flux observés l'année précédente. Le repli ayant eu la même ampleur du côté des exportations que de celui des importations, le solde traditionnellement passif de la balance des capitaux (sans les opérations de la Banque nationale) est resté approximativement inchangé.

D'une année à l'autre, de sensibles variations ont été observées dans les composantes des exportations suisses de capitaux. Ainsi, les banques commerciales ont réduit leurs avoirs à l'étranger. Ce recul est imputable aux opérations interbancaires. En outre, le secteur non bancaire a diminué ses placements à court terme à l'étranger, placements qui avaient augmenté vigoureusement en 1990. Simultanément, les résidents ont fortement accru leurs investissements de portefeuille à l'étranger.

Du côté des importations de capitaux, la structure des flux s'est elle aussi sensiblement modifiée par rapport à l'année précédente. Les non-résidents ont accru leurs portefeuilles de titres suisses, après les avoir diminués en 1990. Tous les autres flux ont été inférieurs aux chiffres de 1990. Ainsi, les banques ont réduit fortement leurs importations de capitaux dans le domaine des opérations interbancaires.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Swap-Fazilität an Finnland

Die Nationalbank beteiligte sich im Juli an einem Swap-Netz, das die Zentralbanken der EG- und EFTA-Staaten zugunsten der Bank von Finnland errichteten. Die Nationalbank räumte der Bank von Finnland eine Swap-Fazilität von 200 Mio. Franken auf eine Dauer von 12 Monaten ein.

Ligne de swap en faveur de la Finlande

En juillet, la Banque nationale a participé à des accords de swaps que la Banque de Finlande a conclus avec les banques centrales des États membres de la CE et de l'AELE. Elle a mis à la disposition de la Banque de Finlande une ligne de swap de 200 millions de francs pour une durée de douze mois.

