

**Geld, Wahrung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No 3
September/septembre 1996**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	193
Sommaire	194
Sommario	195
Abstracts	196
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	197
Situation économique et monétaire	223
<hr/>	
Michel Peytrignet: Stabilité économétrique des agrégats monétaires suisses	251
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	279
Chronique monétaire	279

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 197–222)

In den Vereinigten Staaten gewann das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal 1996 an Dynamik, während sich die Konjunktur in Europa schleppend entwickelte. Eine Ausnahme bildete die britische Wirtschaft, die weiterhin moderat wuchs. In Japan setzte sich die konjunkturelle Erholung fort. Gemäss den vorlaufenden Konjunkturindikatoren dürfte die amerikanische Wirtschaft auch im zweiten Halbjahr kräftig wachsen. Dagegen ist in den meisten europäischen Ländern noch keine konjunkturelle Wende in Sicht. In der EU nahm die Arbeitslosigkeit weiter zu, während sie in den Vereinigten Staaten auf den tiefsten Stand seit Anfang der neunziger Jahre fiel. Da die Teuerungsaussichten in den Vereinigten Staaten trotz der kräftig wachsenden Wirtschaft günstig blieben, liess die amerikanische Zentralbank den Tagesgeldsatz unverändert. Angesichts der stagnierenden Wirtschaft und der moderaten Teuerung lockerten dagegen die europäischen Zentralbanken ihre Geldpolitik weiter.

In der Schweiz hielt die konjunkturelle Schwäche an. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im zweiten Quartal erneut ab. Im Unterschied zum ersten Quartal gingen die negativen Impulse nicht nur von der Binnen-, sondern auch von der Exportnachfrage aus. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie ging deutlich zurück. Während die Binnenindustrie mit weiter sinkenden Bestellungen und einer rückläufigen Produktion rechnet, äusserte sich die Exportindustrie verhalten optimistisch. Die Beschäftigung stagnierte, und die Zahl

der Arbeitslosen nahm nochmals zu. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge wuchs im zweiten Quartal kräftig. Sie erreichte den mittelfristigen Zielpfad, nachdem sie zu Beginn des Jahres noch beträchtlich darunter gelegen hatte. Zum kräftigen Wachstum trug vor allem der starke Anstieg der Giro Guthaben bei. Die höhere Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben liess die Geldmarktsätze im zweiten Quartal steigen. Im August bildeten sie sich wieder zurück, da die Nationalbank die Banken grosszügig mit Liquidität versorgte.

Ökonometrische Stabilität der schweizerischen Geldaggregate (S. 251–278)

Diese Studie wendet die Methode rekursiver Schätzungen auf die schweizerischen Geldaggregate an, um die Stabilität der Parameter der langfristigen Geldnachfragefunktionen zu überprüfen. Unter den breiten Geldaggregaten sind M_2 und M_3 über die meisten Teilperioden hinweg stabiler als M_1 . Alle drei Aggregate weisen indessen eine Phase der Instabilität zu Beginn der siebziger Jahre auf. Die Nachfrage für Banknoten weist keine solche Instabilität auf. Dafür reagieren ihre Parameter auf die Devisenmarktinterventionen, welche die Nationalbank in den Jahren 1978 und 1979 durchführte. In neuerer Zeit weist die Nachfrage für M_1 und für Banknoten gewisse Zeichen von Instabilität auf, die auf die Verbreitung alternativer Zahlungsmittel zurückzuführen sein könnten. Aufgrund der wenigen vorhandenen Daten können diesbezüglich jedoch noch keine eindeutigen Schlussfolgerungen gezogen werden.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 223–250)

Au deuxième trimestre, la croissance économique a gagné en vigueur aux Etats-Unis. En Europe, la morosité a persisté, à l'exception du Royaume-Uni qui a continué de bénéficier d'une croissance économique modérée. Au Japon, la reprise de la conjoncture s'est poursuivie. Selon les indicateurs conjoncturels avancés, l'économie américaine devrait croître à un rythme vigoureux au second semestre également. Dans la plupart des pays européens par contre, aucun signe d'un revirement conjoncturel n'est observé. Le chômage s'est encore aggravé dans l'UE, tandis qu'aux Etats-Unis, il est tombé à son niveau le plus bas depuis le début des années nonante. La Réserve fédérale a maintenu inchangé le taux de l'argent au jour le jour, les perspectives en matière de renchérissement restant favorables malgré l'expansion de l'économie américaine. En revanche, les banques centrales européennes ont encore relâché les rênes monétaires, étant donné la stagnation de l'économie et le faible renchérissement.

En Suisse, la conjoncture est restée morose au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a une nouvelle fois diminué. Les impulsions négatives sont venues non seulement de la demande intérieure – comme ce fut le cas au premier trimestre – mais aussi de la demande étrangère. Le taux d'utilisation des capacités de production a nettement fléchi. Alors que l'industrie travaillant pour le marché intérieur s'attendait à une nouvelle contraction de ses commandes et de sa production, l'industrie d'exportation a fait montre d'un optimisme prudent. L'emploi a stagné et le nom-

bre des chômeurs a encore augmenté. La monnaie centrale désaisonnalisée s'est vigoureusement accrue au deuxième trimestre; elle a ainsi rejoint son sentier de croissance à moyen terme, alors qu'elle était encore bien au-dessous de celui-ci au début de l'année. Son expansion s'explique pour l'essentiel par la vive progression des avoirs en comptes de virements. La forte demande d'avoirs en comptes de virements des banques a engendré une hausse des taux à court terme au deuxième trimestre. L'institut d'émission ayant mis d'abondantes liquidités à la disposition des banques, ces taux se sont repliés en août.

Stabilité économétrique des agrégats monétaires suisses (p. 251–278)

Cette étude applique la méthode des estimations récursives aux agrégats monétaires suisses pour examiner la stabilité des paramètres de leur fonction de demande de long terme. Parmi les agrégats larges, M_2 et M_3 sont plus stables que M_1 sur la plupart des échantillons. Cependant, tous présentent une phase d'instabilité au début des années septante. La demande de billets en circulation n'enregistre pas une telle instabilité pendant cette période. Par contre, les paramètres de leur fonction de demande sur le marché des long terme sont sensibles aux interventions de changes, menées par la Banque nationale en 1978 et 1979. Récemment, les fonctions de demande de M_1 et de billets en circulation ont présenté certains signes d'instabilité qui pourraient être liés à l'extension des paiements sans numéraire. L'insuffisance des données rend toutefois prématurée toute interprétation définitive.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 197–250)

Mentre negli Stati Uniti la crescita economica ha acquistato dinamismo durante il secondo trimestre del 1996, la congiuntura europea si è sviluppata soltanto a rilento. L'economia britannica, ancora in moderata crescita, ha costituito un'eccezione. In Giappone, la ripresa congiunturale è proseguita. Gli indicatori congiunturali lasciano presumere che l'economia statunitense crescerà con vigore anche durante il secondo semestre. Nella maggior parte dei paesi europei non si prevede invece ancora una svolta. Nell'UE la disoccupazione ha continuato a crescere, mentre negli Stati Uniti ha raggiunto il livello più basso dall'inizio degli anni novanta. Poiché, nonostante la forte crescita economica, le prospettive concernenti il rincaro negli Stati Uniti sono rimaste favorevoli, la banca centrale statunitense ha mantenuto invariato il tasso giorno per giorno. Dato il ristagno economico e il rincaro moderato, le banche centrali europee hanno invece allentato ulteriormente la loro politica monetaria.

In Svizzera, è proseguita la fase di debolezza congiunturale. Il prodotto interno lordo reale è nuovamente calato nel secondo trimestre. A differenza del primo trimestre, gli impulsi negativi non sono scaturiti soltanto dalla domanda interna ma anche da quella d'esportazione. Il grado d'utilizzo delle potenzialità industriali si è nettamente ridotto. Mentre l'industria domestica prevede anche per il futuro meno ordinazioni e una produzione decrescente, l'industria d'esportazione ha espresso un cauto ottimismo. L'occupazione è ristagnata, il numero dei disoccupati è nuovamente cresciuto.

La base monetaria destagionalizzata ha registrato un aumento cospicuo nel secondo trimestre, raggiungendo la direttrice di crescita a media scadenza: all'inizio dell'anno si trovava ancora ad un livello assai inferiore a quest'ultima. A questa crescita vigorosa ha contribuito soprattutto il forte aumento degli averi in conto giro. La maggiore domanda di averi in conto giro delle banche ha provocato, nel secondo trimestre, un aumento dei tassi sul mercato monetario. In agosto, questi ultimi sono quindi tornati a calare, dato che la Banca nazionale ha provveduto a un generoso approvvigionamento delle banche in liquidità.

Stabilità econometrica degli aggregati monetari (p. 251–278)

Questo studio applica il metodo delle stime ricorsive agli aggregati monetari svizzeri per esaminare la stabilità dei parametri della loro funzione di domanda a lungo termine. Tra gli aggregati più larghi, M_2 e M_3 risultano essere più stabili che M_1 , nella maggior parte dei campioni. Tuttavia tutti presentano una fase di instabilità all'inizio degli anni settanta. La domanda di biglietti in circolazione non mostra invece una tale instabilità durante questo periodo. Per contro, i parametri della loro funzione di domanda a lungo termine sono sensibili agli interventi sul mercato dei cambi condotti dalla Banca nazionale nel 1978 e 1979. Nel periodo più recente, le funzioni di domanda di M_1 e delle banconote in circolazione presentano alcuni segni di instabilità che potrebbero essere legati alla generalizzazione dei mezzi di pagamento senza numerario. L'insufficienza di dati rende tuttavia prematura qualsiasi interpretazione definitiva.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 197–250)

In the United States economic development gained momentum in the second quarter of 1996, while in Europe the pace of business activity remained sluggish. The exception to the rule was the British economy, which continued to grow at a moderate rate. In Japan the economic recovery remained unbroken. Leading economic indicators show that the US economy is again set to expand vigorously in the second half of the year. By contrast, in the majority of European countries no cyclical turnaround is in sight as yet. Unemployment increased once more in the EU countries, while falling to its lowest level since the beginning of the nineties in the United States. As inflation prospects in the United States remained favourable notwithstanding a vigorously growing economy, the Federal Reserve Bank left the call money rate unchanged. In view of stagnating economic activity and the moderate inflation rate, however, the European central banks relaxed their monetary policies still further.

Economic activity remained weak in Switzerland. Real gross domestic product again declined in the second quarter. In contrast to the first quarter, the negative stimuli emanated from both domestic demand and export demand. Capacity utilisation in industry diminished significantly. While domestic industry clearly anticipates a further fall in orders and a decline in production, the export in-

dustry appears cautiously optimistic. Employment stagnated, and jobless figures rose once more. The seasonally-adjusted monetary base expanded markedly in the second quarter. It attained the medium-term target path after still having fallen considerably short of this level at the start of the year. The strong increase was due largely to vigorously rising sight deposits. With the banks' demand for sight deposits mounting, money market rates moved up in the second quarter. In August, when the Swiss National Bank provided the banks with ample liquidity, they declined once more.

Econometric stability of Swiss monetary aggregates (pp. 251–278)

This study applies the method of recursive estimates to the Swiss monetary aggregates in order to check the econometric stability of the parameters of their long-run demand function. Among the broad aggregates, M_2 and M_3 are more stable than M_1 for most of the samples. However, the three aggregates are unstable in the case of samples beginning in the 1970's. The demand for bank notes does not exhibit such instability. However, the parameters of the long-run demand for bank notes are sensitive to the exchange rate interventions conducted by the Swiss National Bank in 1978 and 1979. Recently, the long-run demand functions for M_1 and for bank notes have been showing signs of instability that may be due to alternative means of payment.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrats vom 13. September 1996*

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

1. Ausland

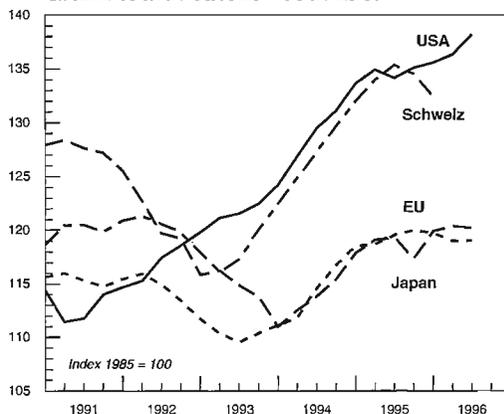
Konjunkturentwicklung

Die Konjunktur im OECD-Raum blieb im zweiten Quartal 1996 unterschiedlich. In den Vereinigten Staaten gewann das Wirtschaftswachstum an Dynamik, während sich die Konjunktur in Europa weiterhin schleppend entwickelte. In Deutschland erhöhte sich das reale Bruttoinlandprodukt. In Frankreich und Italien ging es geringfügig zurück; in beiden Ländern liessen die Binnennachfrage und die Exporte nach. Die im EU-Raum wieder steigende Arbeitslosigkeit dämpfte den privaten Konsum, während die staatliche Nachfrage infolge der restriktiven Finanzpolitik schwach blieb. Im Unterschied zu den meisten Ländern Kontinentaleuropas wies Grossbritannien weiterhin ein moderates Wirtschaftswachstum auf. Eine wichtige Konjunkturstütze bildete dabei der private Konsum. In Japan setzte sich die wirtschaftliche Erholung fort, wobei die bedeutendsten Impulse immer noch von den staatlichen Konjunkturstützungsmaßnahmen ausgingen.

Gemäss den vorlaufenden Konjunkturindikatoren dürfte die amerikanische Wirtschaft auch im zweiten Halbjahr 1996 kräftig wachsen. In den meisten europäischen Ländern deuten dagegen die konjunkturellen Frühindikatoren auf eine weiterhin stagnierende Konjunktur hin.

In den Vereinigten Staaten nahm die Beschäftigung im zweiten Quartal stark zu, so dass die Ar-

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; BFS

beitslosenquote auf den tiefsten Stand seit sechs Jahren fiel. In vielen europäischen Ländern sank dagegen die Beschäftigung, und die Arbeitslosigkeit stieg. Auch in Japan erhöhte sich die Arbeitslosenquote.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung bildete sich im OECD-Raum (ohne Türkei) im zweiten Quartal zurück. Im Juni betrug sie 3,7%, gegenüber 4,2% im März. Während die Teuerung in den Vereinigten Staaten und in Frankreich geringfügig zunahm, bildete sie sich in Grossbritannien sowie insbesondere in Italien zurück. In Deutschland blieb sie unverändert, und in Japan blieben die Konsumentenpreise weiterhin stabil.

Wirtschaftspolitik

Die Geldpolitik der grossen Industrieländer widerspiegelte die unterschiedliche Wirtschaftslage. Die amerikanische Zentralbank liess den Tagesgeldsatz unverändert, da die Teuerungsaussichten trotz der kräftig wachsenden Wirtschaft günstig blieben. Dagegen lockerten die europäischen

* Der Bericht wurde am 29. August verabschiedet. Später verfügbare Fakten wurden soweit als möglich ebenfalls berücksichtigt. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum Aussenhandel von Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien sind wegen statistischer Umstellungen verspätet verfügbar und mit grösseren Unsicherheiten behaftet.

Zentralbanken die geldpolitischen Zügel weiter. Mitte April senkten die Deutsche Bundesbank sowie die meisten der am Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) beteiligten Zentralbanken die Leitzinsen. Die französische Zentralbank lockerte in der Folge die Geldpolitik in kleinen Schritten weiter. Anfang Juni verringerten auch die britischen Währungsbehörden den Leitzins leicht, und Ende Juli nahm die italienische Zentralbank den Diskont- und Lombardsatz um je 0,75 Prozentpunkte zurück. Ende August senkte die Bundesbank den Wertpapierpensionssatz um 0,3 Prozentpunkte. Die meisten europäischen Zentralbanken folgten diesem Zinsschritt.

In den Vereinigten Staaten setzte sich der seit Anfang Jahr beobachtete Anstieg der langfristigen Zinssätze fort. Darin widerspiegelte sich vor allem das kräftige Wirtschaftswachstum. In den europäischen Ländern erhöhten sich die langfristigen Zinssätze infolge der flauen Konjunktur nur geringfügig; in einigen Ländern bildeten sie sich zurück.

Das Defizit des amerikanischen Bundeshaushalts ging im Finanzjahr 1996 stark zurück; es betrug noch 1,5% des Bruttoinlandsprodukts. Zur Verbesserung des Haushalts trugen vor allem die kräftig steigenden Steuereinnahmen bei. In Europa schlug sich die konjunkturelle Abkühlung auch in den Staatsfinanzen nieder. Die britische Regierung passte das für das Fiskaljahr 1996/97 budgetierte Defizit nach oben an, da die Steuereinnahmen hinter den Erwartungen zurückblieben. In Italien zeichnete sich ebenfalls eine deutliche Überschreitung des budgetierten Defizits ab. Um diese einzudämmen, verabschiedete das italienische Parlament ein Zusatzbudget, das verschiedene Ausgabenkürzungen enthält.

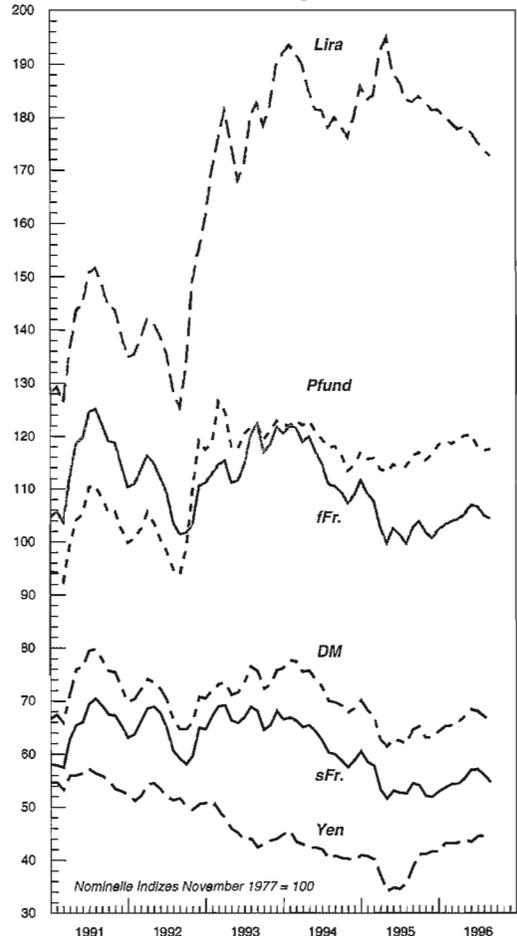
Devisenmarkt

Das robuste Wirtschaftswachstum sowie die günstigen Arbeitsmarktdaten in den Vereinigten Staaten führten im zweiten Quartal zunächst zu einer weiteren Festigung des amerikanischen Dollars. Ein Kurseinbruch an der New Yorker Börse sowie enttäuschte Zinserhöhungserwartungen leiteten im Juli jedoch wieder eine Tieferebewer-

tung der amerikanischen Währung ein. Ende August schloss der Dollar gegenüber der D-Mark und dem japanischen Yen mit 1,48 D-Mark bzw. 108,5 Yen gleich wie bzw. leicht fester als im April. Auch gegenüber dem Schweizer Franken wurde der Dollar mit 1,20 Franken nur leicht höher als zu Quartalsbeginn gehandelt. Der reale, exportgewichtete Wechselkurs des Dollars übertraf im zweiten Quartal seinen Vorjahreswert aber immer noch um 8,7%.

Die Lage im EWS blieb im zweiten Quartal entspannt. Der Abstand zwischen der stärksten und der schwächsten Währung im Wechselkursme-

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



chanismus schrumpfte weiter von 5% auf 2,5%. Stärkste Währung war nach wie vor die spanische Peseta. Als schwächste Währung im Währungskorb löste im Mai die dänische Krone das irische Pfund ab. Im Juni fiel der französische Franc vorübergehend auf den letzten Platz im Wechselkursmechanismus.

Die D-Mark verlor im zweiten Quartal gegenüber den meisten der am Wechselkursmechanismus beteiligten EWS-Währungen an Wert. Gegenüber dem Franc und der Peseta fiel sie auf ein seit mehreren Jahren nicht mehr erreichtes Niveau. Im Juli erholte sie sich im Zuge des starken Rückgangs des Dollars wieder und schloss im August gegenüber dem französischen Franc leicht stärker als im April. Der reale, exportgewichtete Ausenwert der D-Mark lag im zweiten Quartal um 4,4% über seinem Vorjahresniveau, derjenige des Franc um 0,4%.

Die EWS-Währungen ausserhalb des Wechselkursmechanismus werteten sich im zweiten Quartal gegenüber der D-Mark noch kräftiger auf. Die italienische Lira erhöhte sich von April bis August um 3,8%. Ihr realer, exportgewichteter Wechselkurs lag im zweiten Quartal um 17,1% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Das britische Pfund legte zunächst ebenfalls stark zu, gab aber mit der Dollarschwäche im Juli wieder nach und schloss gegenüber der D-Mark im August nur noch um rund 2% fester als im April. Sein realer, exportgewichteter Wechselkurs lag nur leicht höher (0,7%) als vor Jahresfrist. Einen ähnlichen Kursverlauf zeigte die schwedische Krone; im August wurde sie vis-à-vis der D-Mark um 0,4% höher als im April gehandelt.

Gegenüber dem Schweizer Franken erstarkte die D-Mark im zweiten Quartal. Im Juli reagierte sie jedoch weniger stark auf den Dollareinbruch als der Franken, so dass sie gegenüber der Schweizer Währung wieder an Wert verlor. Ende August wurde sie nur noch um 0,5% höher gehandelt als im April.

Die Tieferbewertung des Yen setzte sich im zweiten Quartal fort; mit dem Kurssturz des Dollars im Juli erstarkte der Yen jedoch wieder und notierte im August gegenüber der amerikanischen Währung nur leicht schwächer als im April. Der reale,

exportgewichtete Wechselkurs des Yen bildete sich gegenüber dem Vorjahr um 22,2% zurück.

Europäische Integration

Die Europäische Kommission legte im Juli ihren jährlichen Bericht über die Finanzpolitik der Mitgliedländer vor. Sie überprüft darin, inwieweit die Mitgliedländer die Konvergenzkriterien des Vertrags von Maastricht erfüllen. Lediglich Luxemburg, Irland und neu Dänemark erreichten die Ziele bezüglich des Haushaltsdefizits. Die öffentliche Verschuldung Irlands und Dänemarks ist zwar höher als der vertragliche Referenzwert von 60% des Bruttoinlandprodukts. In beiden Ländern nahm jedoch die Quote in den letzten Jahren stark ab. Für Deutschland wurde zum ersten Mal ein zu hohes Defizit festgestellt, da die Neuverschuldung im Jahre 1995 den Referenzwert von 3% des Bruttoinlandprodukts übertraf.

Internationale Währungszusammenarbeit

Der Internationale Währungsfonds (IWF) zahlte Ende August die fünfte Tranche des im März an Russland gewährten Kredits aus. Die Auszahlung verzögerte sich um einen Monat, da Russland vom vereinbarten Wirtschaftsprogramm abgewichen war. Vor der Überweisung weiterer Tranchen verlangte der IWF zusätzliche wirtschaftspolitische Massnahmen. Der mittelfristige Kredit beträgt insgesamt 6,9 Mrd. SZR. Davon wurden bisher 1168 Mio. SZR ausbezahlt.

Der IWF gewährte Venezuela im Juli einen Bereitschaftskredit in Höhe von 975 Mio. SZR. Das Land leitete vor der Gutheissung des Kredits ein umfassendes Reformprogramm ein.

2. Schweiz

In der Schweiz blieb das konjunkturelle Bild trüb. Das reale Bruttoinlandprodukt sank im zweiten Quartal saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode und lag um 0,5% unter dem Vorjahresstand. Die Binnennachfrage blieb gedrückt, und die Stimmung der Konsumenten fiel im Juli auf den tiefsten Stand seit drei Jahren. Im Unterschied

zum ersten Quartal gingen auch von den Exporten von Gütern und Dienstleistungen keine positiven Impulse mehr aus. Da die Importe stark schrumpften, fiel der Aussenbeitrag zum Bruttoinlandsprodukt insgesamt leicht positiv aus. Gemäss der von der KOF-ETH erhobenen Umfrage in der Industrie verschlechterte sich der Geschäftsgang sowohl in der binnen- als auch in der exportorientierten Industrie weiter. Die Industrieproduktion nahm im zweiten Quartal ab, und die Kapazitätsauslastung fiel erstmals seit zwei Jahren unter 83%. Während die Binnenindustrie für das dritte Quartal mit weiter sinkenden Bestellungen und einer rückläufigen Produktion rechnet, äusserte sich die Exportindustrie insgesamt verhalten optimistisch. Indessen rechnete die Maschinen- und Apparateindustrie mit einer Verlangsamung des Geschäftsgangs. In der Bauwirtschaft ist kein Ende der Talfahrt sichtbar, obwohl sich die Lage nicht mehr so stark verschlechterte wie in den Vorquartalen.

Die Beschäftigung stagnierte im zweiten Quartal; sie lag um 0,4% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Zahl der Arbeitslosen nahm saisonbereinigt von April bis Juli weiter zu. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote erhöhte sich von 4,5% auf 4,6%.

Die Teuerung sank von März bis August leicht auf 0,6%. Die Güterpreise blieben stabil, während die Teuerung bei den Dienstleistungen leicht zurückging. Dazu trug vor allem der weiter nachlassende Preisauftrieb bei den Wohnungsmieten bei. Der Produzenten- und Importpreisindex bildete sich beschleunigt zurück und lag im Juli um 2,6% tiefer als vor Jahresfrist.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stieg im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um gut 0,3 Mrd. auf knapp 31 Mrd. Franken. Gegenüber dem vierten Quartal 1995 erhöhte sie sich um 2,4% (auf ein Jahr hochgerechnet um 5%). Sie wuchs damit nur geringfügig schwächer als im ersten Quartal und überschritt den von der Nationalbank prognostizierten Wert deutlich. Das anhaltend starke Wachstum war vor allem auf die kräftig steigenden Giroguthaben zurückzuführen, während sich der Notenumlauf erwartungsgemäss entwickelte. Die höhere Nachfrage nach Giroguthaben widerspiegelt den generell höheren

Liquiditätsbedarf der Banken sowie Änderungen in der Zusammensetzung der Kassaliquidität. Einige Banken stockten ihre Giroguthaben bei der Nationalbank zulasten ihrer Postcheckguthaben auf.

Für das dritte Quartal rechnet die Nationalbank mit einer Zunahme der Notenbankgeldmenge auf 31,1 Mrd. Franken. Dies entspricht einem Wachstum gegenüber dem vierten Quartal 1995 von 2,8% (auf ein Jahr hochgerechnet von 3,8%). Nachdem sich die Notenbankgeldmenge im Juli entsprechend der Prognose entwickelt hatte, nahm sie im August infolge der anhaltend kräftigen Nachfrage nach Giroguthaben erneut stark zu.

Die höhere Nachfrage nach Giroguthaben liess die Geldmarktsätze im zweiten Quartal steigen. Im Juni betrug der Dreimonatssatz am Euromarkt durchschnittlich 2,5%, gegenüber knapp 1,7% im März. Da die Nationalbank die Banken grosszügig mit Liquidität versorgte, bildete sich der Dreimonatssatz bis Ende August wieder auf 2,1% zurück. Die Durchschnittsrendite der Eidgenössischen Obligationen stieg von März bis Juni um 0,3 Prozentpunkte auf knapp 4,4% und sank danach wieder auf etwas über 4%.

Der reale, exportgewichtete Frankenkurs bildete sich im zweiten Quartal deutlich zurück. Im Juni lag er um 3,6% tiefer als im März und unterschritt damit den entsprechenden Vorjahreswert um 4,3%. Die Tieferebewertung des Dollars Mitte Juli liess indessen den Frankenkurs gegenüber den meisten wichtigen Währungen, insbesondere der D-Mark, wieder steigen.

B. Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Das Wachstum der amerikanischen Wirtschaft gewann im zweiten Quartal an Schwung. Es betrug real auf ein Jahr hochgerechnet 4,8% und bewegte sich damit deutlich über dem vom Federal Reserve Board auf 2–2,5% geschätzten Potentialwachstum. Die Wachstumsimpulse gingen vor allem von der Binnennachfrage aus. Der

private und der staatliche Konsum nahmen hochgerechnet um 3,4% bzw. 8,2% zu. Auch die Investitionstätigkeit stieg kräftig, wobei sich die Dynamik von den Ausrüstungsinvestitionen (6%) zu den Wohnbauinvestitionen (15,9%) verlagerte. Nachdem die Lagerentwicklung im ersten Quartal die Konjunktur gedämpft hatte, trug sie im zweiten Quartal positiv zum Wachstum bei. Auch die Exporte nahmen wieder stärker als in der Vorperiode zu. Da jedoch auch die Importe kräftig stiegen, bremste der Aussenhandel insgesamt das Wirtschaftswachstum.

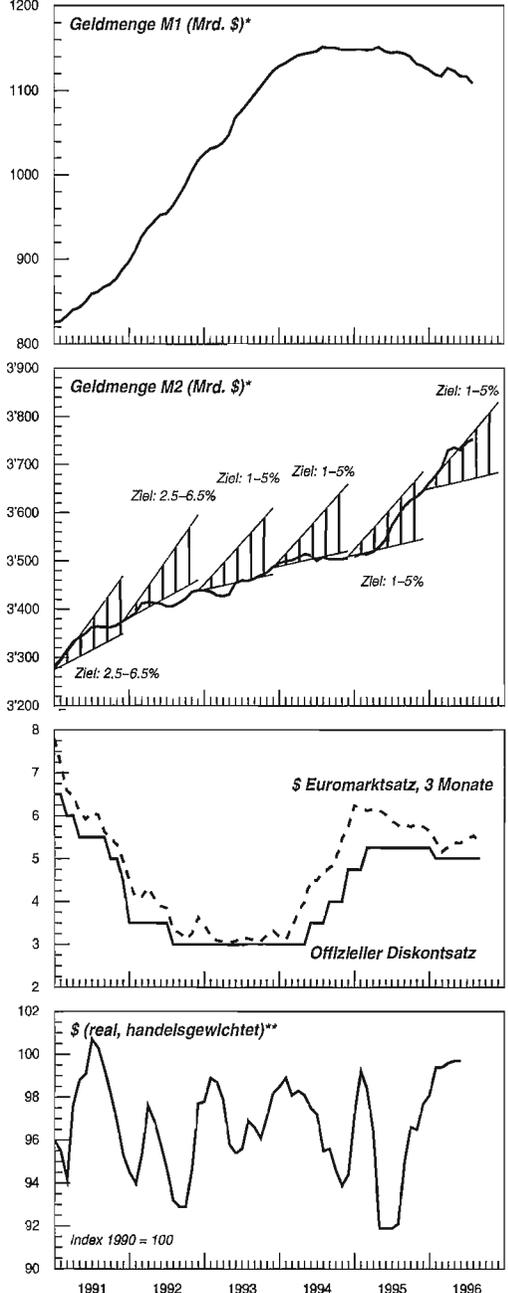
Die Auftragseingänge in der Industrie erhöhten sich im zweiten Quartal deutlich, und die Auftragsbestände nahmen zu. Die Industrieproduktion (ohne Bau) wuchs um hochgerechnet 5,6% (1. Quartal: 3%), wobei besonders die Automobil- und die Computerbranche zum Anstieg beitrugen. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie nahm nochmals leicht auf 83,2% zu, während die Lagerbestände auf ein seit Ende 1994 nicht mehr erreichtes Niveau sanken. Der Index der Frühindikatoren und die tiefen Lagerbestände deuten auf ein weiterhin kräftiges Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte hin. Der Konsumentenstimmungsindex verbesserte sich deutlich und erreichte damit fast wieder den Vorjahresstand. Die Detailhandelsumsätze stiegen gegenüber dem ersten Quartal um hochgerechnet über 5%.

Die Beschäftigung zog im zweiten Quartal an. Im Durchschnitt wurden pro Monat 265 000 neue Arbeitsplätze geschaffen (1. Quartal: 206 000). Die meisten neuen Stellen entstanden im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe, während in der verarbeitenden Industrie die Beschäftigung zurückging. Die Arbeitslosenquote fiel im Juni auf 5,3%, den tiefsten Wert seit Mitte 1990. Im Quartalsdurchschnitt betrug sie 5,4%.

Das Defizit der Handelsbilanz war mit 43 Mrd. Dollar gleich hoch wie in der Vorperiode. Vor Jahresfrist hatte das Defizit noch 48 Mrd. Dollar betragen.

Die Konsumentenpreise erhöhten sich um 2,9% (1. Quartal: 2,7%). Die Produzentenpreise stiegen mit 2,5% etwas stärker als in der Vorperiode. Der Lohnkostenindex, der die Lohnnebenkosten nicht enthält, übertraf seinen Vorjahresstand um 3,2%.

Grafik 3: Vereinigte Staaten



* Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Federal Reserve Board)
Ab Dezember 1994 ohne Repos und Eurodollars

** Quelle: OECD

Unter Berücksichtigung der Lohnnebenkosten betrug der Zuwachs 2,9%.

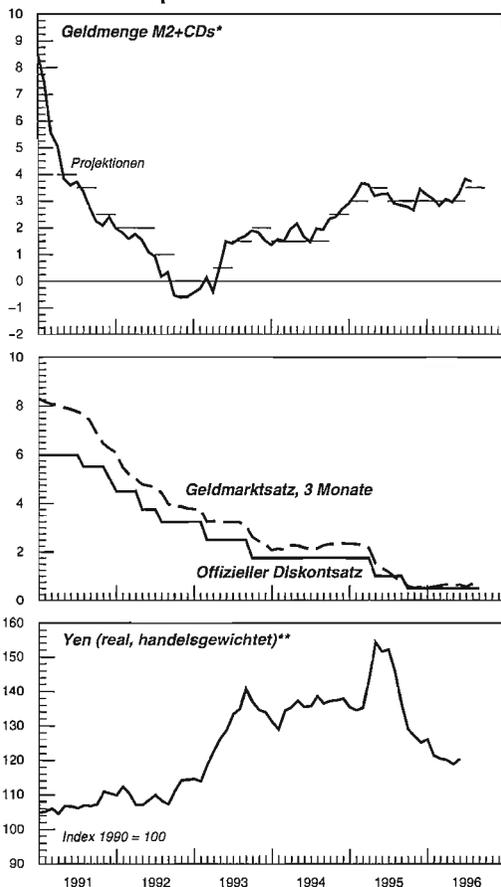
Die kurzfristigen Zinsen zogen im zweiten Quartal leicht an. Der Euromarktsatz für dreimonatige Anlagen betrug im Durchschnitt 5,4% (1. Quartal: 5,3%) und erhöhte sich bis Ende Juli auf 5,5%. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen setzte ihren Anstieg, der im Februar dieses Jahres begonnen hatte, fort. Sie stieg von 6,3% im März auf 6,9% im Juli. Die amerikanische Zentralbank liess den Tagesgeldsatz und den Diskontsatz unverändert. Sie deutete jedoch an, dass sie bei Anzeichen verstärkten inflationären Drucks die Zinssätze anheben würde. Das Wachstum der breiten Geldaggregate schwächte sich ab; es lag am oberen Ende bzw. noch knapp oberhalb der entsprechenden Zielkorridore: Die Geldmenge M₂ erhöhte sich gegenüber dem vierten Quartal 1995 um hochgerechnet 5% (Zielkorridor 1–5%), die Geldmenge M₃ um 6,4% (Zielkorridor 2–6%). Die Zentralbank änderte die Zielkorridore bei ihrer periodischen Überprüfung nicht.

Das Defizit des amerikanischen Bundeshaushalts dürfte gemäss den neusten Schätzungen im Fiskaljahr 1996, welches am 30. September endet, deutlich geringer ausfallen als im Vorjahr. Der erwartete Fehlbetrag beläuft sich auf knapp 117 Mrd. Dollar oder 1,5% des Bruttoinlandprodukts. Zum Rückgang des Defizits trugen Kürzungen bei den Ausgaben und die konjunkturell bedingt hohen Einnahmen aus Einkommens- und Unternehmenssteuern bei. Vor einem Jahr hatte das Defizit 164 Mrd. Dollar oder 2,25% des Bruttoinlandprodukts betragen.

Japan

In Japan besserte sich die konjunkturelle Lage im ersten Quartal 1996 weiter. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gegenüber dem Vorjahr um 5,5%, verglichen mit 2,5% in der Vorperiode und 0,1% vor Jahresfrist. Der kräftige Anstieg ist hauptsächlich eine Folge der staatlichen Konjunkturstützungsprogramme. Diese bewirkten, dass die Infrastrukturausgaben ausserordentlich stark anzogen (26,7%). Während sich auch die privaten Ausrüstungsinvestitionen und der private Konsum erhöhten, stiegen die privaten Bauinvestitio-

Grafik 4: Japan



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

** Quelle: OECD

nen – nach einem Einbruch im zweiten Halbjahr 1995 – und der staatliche Konsum nur wenig. Die Exporte wuchsen auf hohem Niveau bescheiden.

Im zweiten Quartal nahmen die staatliche und die private Investitionstätigkeit erneut stark zu, während die andern Komponenten der Nachfrage sich nur verhalten entwickelten. Die Produktion der verarbeitenden Industrie erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 0,6%, verglichen mit 1,1% im ersten Quartal und 4,8% vor Jahresfrist. Die Kapazitätsauslastung zog leicht an, lag aber weiterhin unter ihrem Vorjahreswert. In der vierteljährlichen

Konjunkturumfrage vom Mai zeigten sich die Unternehmen der verarbeitenden Industrie etwas weniger pessimistisch. Die Lagerbestände wurden als nur geringfügig höher beurteilt als vor Jahresfrist. Der Bestellungseingang aus dem Inland zog spürbar an, während die Aufträge aus dem Ausland zurückgingen. Die Aufträge für neue Bauten, die im ersten Quartal ihren Vorjahresstand noch erheblich übertroffen hatten, bildeten sich im zweiten Quartal wieder zurück. Im Detailhandel stagnierten die Umsätze; der Absatz an Automobilen war jedoch leicht höher als im Vorjahr.

Die Konsumentenpreise stiegen im zweiten Quartal um 0,1%, nachdem sie in der Vorperiode um 0,3% gesunken waren. Die Produzentenpreise, die seit 1992 rückläufig sind, fielen im Jahresvergleich um 1%.

Die Beschäftigung lag im zweiten Quartal geringfügig über dem Vorjahresniveau. Die Arbeitslosenquote stieg innert Jahresfrist von 3,1% auf 3,5%. Das Verhältnis zwischen angebotenen Stellen und Stellensuchenden, das im dritten Quartal 1995 mit 0,61 im laufenden Konjunkturzyklus seinen Tiefstand erreicht hatte, erhöhte sich auf 0,68. Die Unternehmen sind noch immer sehr zurückhaltend mit Neueinstellungen, so dass die Jugendarbeitslosigkeit (15- bis 24jährige) weit über der durchschnittlichen Arbeitslosenquote liegt.

Der Handelsbilanzüberschuss schrumpfte im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr von 3 Bio. Yen auf 2 Bio. Yen. Während die Einfuhren weiterhin kräftig wuchsen, erhöhten sich die Ausfuhren nur wenig. Der Aktivsaldo der Ertragsbilanz ging von 2,6 Bio. Yen auf 1,6 Bio. Yen zurück. Dies entspricht einem Rückgang von 2,2% auf 1,3% des Bruttoinlandprodukts.

Die japanischen Währungsbehörden belassen den Diskontsatz im zweiten Quartal unverändert bei 0,5%. Der Diskontsatz war im September 1995 letztmals gesenkt worden. Der Dreimonatssatz des Yen am Euromarkt unterschritt im zweiten Quartal mit 0,5% das Vorjahresniveau von 1,2% deutlich. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen blieb mit 3,3% gegenüber dem Vorquartal sowie dem Vorjahr unverändert.

Die Geldmenge M_2+CD , welche als geldpolitischer Indikator dient, lag im zweiten Quartal um 3,3% über dem Vorjahresniveau, verglichen mit 3% im ersten Quartal. Für das dritte Quartal legte die Zentralbank die Projektion auf über 3% fest.

Die Geschäftsabschlüsse der Banken widerspiegeln die Schwierigkeiten, in denen das japanische Bankensystem steckt. Im Ende März abgelaufenen Geschäftsjahr 1995 resultierten Verluste von insgesamt 3 Bio. Yen, verglichen mit Gewinnen von insgesamt 1 Bio. Yen im Vorjahr. Die Verluste ergaben sich nach Abschreibungen in der Höhe von insgesamt rund 10 Bio. Yen (2% des Bruttoinlandprodukts). Diese Wertberichtigungen sind eine Folge des Einbruchs der Immobilienpreise, der Anfang der neunziger Jahre begann. In den nächsten Jahren müssen die Banken vermutlich weitere umfangreiche Abschreibungen vornehmen. Während die Banken ihre Verluste voraussichtlich selber tragen können, übernimmt bei den zusammengebrochenen Hypothekengesellschaften (Jusen) der Staat einen Teil der Verluste.

Deutschland

In Deutschland nahm das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal 1996 erneut ab und lag noch um 0,3% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die ausgeprägte Konjunkturschwäche ist hauptsächlich auf die im Quartalsvergleich weiterhin stark sinkenden Bauinvestitionen zurückzuführen. Indessen erhöhten sich auch die anderen Komponenten der Binnennachfrage – der private und der staatliche Konsum sowie die Ausstattungsinvestitionen – nur geringfügig. Die Exporte, die bis anhin gewachsen waren, gingen erheblich zurück. Die Schwäche der Binnennachfrage widerspiegelte sich in stagnierenden Importen.

Im zweiten Quartal besserte sich die Wirtschaftslage. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 1,5% über dem Niveau der Vorperiode. Die Produktion der verarbeitenden Industrie erhöhte sich um 1,1%, nachdem sie im ersten Quartal stagniert hatte. Die Kapazitätsauslastung fiel indessen von 83% im Januar auf 82,1% im April. In der Bauindustrie zog die Produktion im zweiten Quartal wieder an; sie lag aber erneut unter dem Vorjahr.

reswert. In der verarbeitenden Industrie besserte sich der Auftragseingang, nachdem er im vierten Quartal 1995 stark zurückgegangen war und im ersten Quartal stagniert hatte. Die Bestellungen aus dem Inland wuchsen stärker als jene aus dem Ausland, nachdem sie in der Vorperiode noch deutlich geschrumpft waren. In den jüngsten Umfragen schätzten die Unternehmen die Produktionsaussichten jedoch trotz der zunehmenden Aufträge wieder pessimistischer ein.

Der Anstieg der Konsumentenpreise blieb mit 1,5% tief. Vor Jahresfrist hatte die Teuerung

1,9% betragen. Die Produzentenpreise, die seit Jahresbeginn rückläufig sind, schwächten sich weiter ab. Sie sanken im zweiten Quartal um 0,6%, verglichen mit einem Anstieg von 2% vor einem Jahr.

Die Beschäftigung stagnierte im zweiten Quartal auf tiefem Niveau und lag um 0,9% unter dem Vorjahreswert. Die Arbeitslosenquote belief sich auf 10,3%, verglichen mit 9,3% im Vorjahr. In Westdeutschland betrug sie 9%, in Ostdeutschland rund 16%.

Die Ertragsbilanz dürfte im zweiten Quartal mit einem geringeren Defizit abgeschlossen haben als im Vorjahr. Der Passivsaldo der Dienstleistungsbilanz ging zurück, während der Überschuss der Handelsbilanz aufgrund der ersten vorliegenden Daten leicht höher war als im Vorjahr.

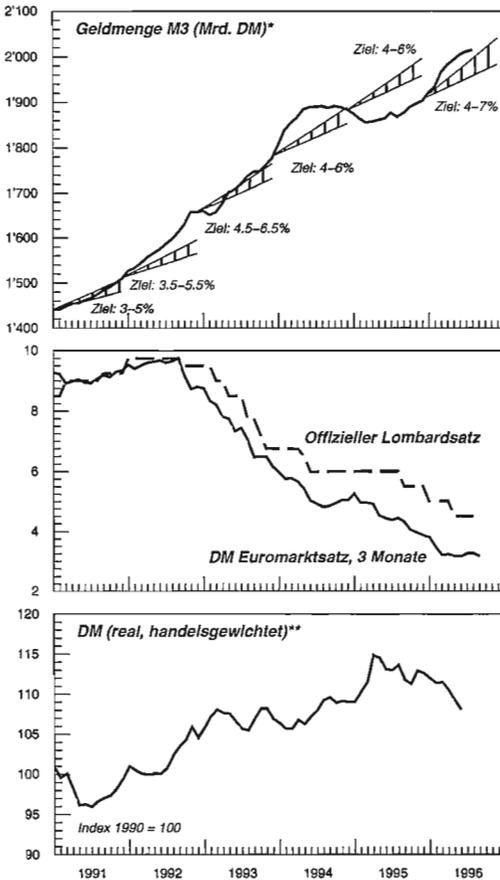
Die Deutsche Bundesbank senkte die Leitzinsen Mitte April um je 0,5 Prozentpunkte auf 2,5% (Diskontsatz) bzw. 4,5% (Lombardsatz). Letztmals waren die Leitzinsen im Dezember 1995 herabgesetzt worden. Der Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte betrug zwischen April und August unverändert 3,3%; Ende August nahm die Bundesbank den Wertpapierpensionsatz um 0,3 Prozentpunkte zurück. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen zog von 6,2% im ersten auf 6,5% im zweiten Quartal an. Im August sank sie auf 6,4%.

Die Geldmenge M_3 stieg im zweiten Quartal auf das Jahr hochgerechnet um 10,4%, verglichen mit 11,2% in der Vorperiode. Sie überschreitet damit den Zielkorridor von 4–7% weiterhin deutlich. Während der Bargeldumlauf, die Sicht- sowie die Spareinlagen sich erhöhten, waren die Termingelder rückläufig. Die Deutsche Bundesbank bestätigte Ende Juli, dass sie die Geldmenge M_3 weiterhin als zentrale Orientierungsgröße für die Geldpolitik ansieht.

Frankreich

In Frankreich erhöhte sich das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal 1996 kräftig. Es stieg gegenüber der Vorperiode um 1,2% und lag um 0,9% über dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Grafik 5: Deutschland



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

** Quelle: OECD

Die Wachstumsbeschleunigung ist indessen zum grossen Teil auf den Nachholbedarf beim privaten Konsum zurückzuführen, der den umfangreichen Streiks von Ende 1995 folgte. Die Konsumausgaben der Haushalte erhöhten sich gegenüber der Vorperiode um 2,6% und lagen damit um 3,9% höher als vor Jahresfrist. Während auch der staatliche Konsum und die Exporte zum Wachstum beitrugen, gingen von den Lagerbewegungen und Investitionen negative Effekte aus; die Bauinvestitionen fielen gegenüber dem Vorjahr um 2,6%, während die Ausrüstungsinvestitionen geringfügig stiegen.

Die konjunkturelle Belebung zu Beginn des Jahres war nicht von Dauer. Gemäss ersten Schätzungen sank das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode und lag damit noch um 0,3% höher als vor Jahresfrist. Die realen Detailhandelsumsätze schrumpften im Durchschnitt der Monate Mai und Juni wieder, nachdem sie sich im ersten Quartal erholt hatten. Die Konsumentenstimmung, die sich im ersten Quartal spürbar verbessert hatte, sank erneut auf das ausserordentlich tiefe Niveau von Ende 1995. Die konjunkturelle Schwäche widerspiegelte sich auch im Aussenhandel. Sowohl die Exporte als auch die Importe nahmen gegenüber der Vorperiode ab. Der Überschuss der Handelsbilanz betrug 24,2 Mrd. Francs, gegenüber 29,1 Mrd. im ersten Quartal.

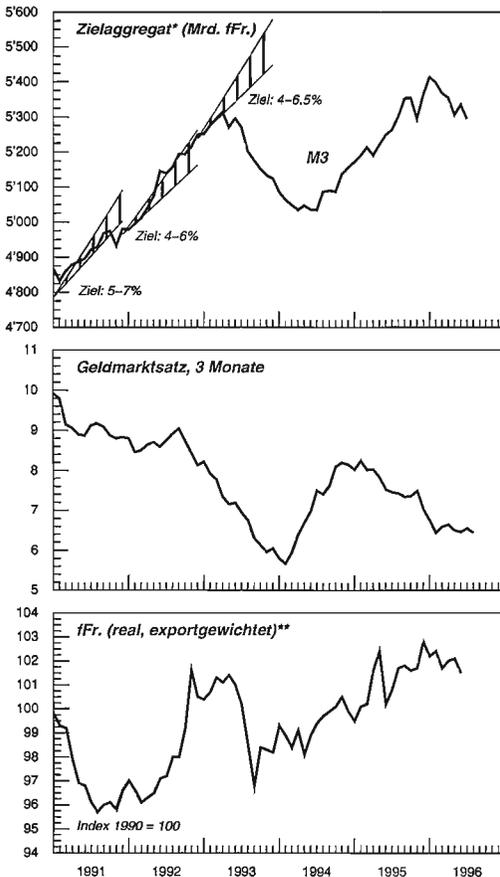
Die Industrieproduktion nahm im zweiten Quartal leicht zu. Die Lagerbestände wurden gemäss der im Juli durchgeführten Unternehmensumfrage vermehrt als überhöht beurteilt. Der Auftragsbestand nahm zwar gegenüber den ersten Monaten des Jahres nicht weiter ab; er befindet sich indessen auf einem tiefen Stand. Für die nächsten Monate rechnen die Unternehmen mit einer stagnierenden Produktion.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich im ersten Halbjahr 1996. Die Beschäftigung stagnierte; im ersten Quartal übertraf sie das entsprechende Vorjahresniveau um 0,8%. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich weiter. Sie betrug im zweiten Quartal 12,4%, gegenüber 12,2% im ersten Quartal. Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung stieg leicht auf 2,4%.

Angesichts der konjunkturellen Schwäche lockerte die französische Zentralbank die Geldpolitik vorsichtig weiter. Von April bis Juli reduzierte sie den Interventionssatz und den Pensionssatz in kleinen Schritten um insgesamt je 0,15 Prozentpunkte auf 3,55% bzw. 4,75%. Der Dreimonatssatz des Franc am Euromarkt bildete sich von 3,9% auf 3,7% zurück, während die Rendite langfristiger Staatsanleihen um 0,1 Prozentpunkte auf 6,4% fiel. Ende August senkte die Zentralbank den Interventionssatz auf 3,35%.

Das Wachstum der Geldmenge M_3 verlangsamte sich erneut. Im zweiten Quartal lag das Aggregat um 1,5% unter dem entsprechenden Vorjahres-

Grafik 6: Frankreich



* Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres; ab 1994 mittelfristiges Ziel von durchschnittlich 5% pro Jahr (Quelle: Banque de France)

** Quelle: OECD

wert, gegenüber 3,5% in der Vorperiode. Das Wachstum unterschritt damit den mittelfristig angestrebten Wert von 5% deutlich. Im Unterschied zu M_3 nahm die gesamte inländische Verschuldung wiederum zu. Innert Jahresfrist erhöhte sie sich um 4,8% (1. Quartal: 5%).

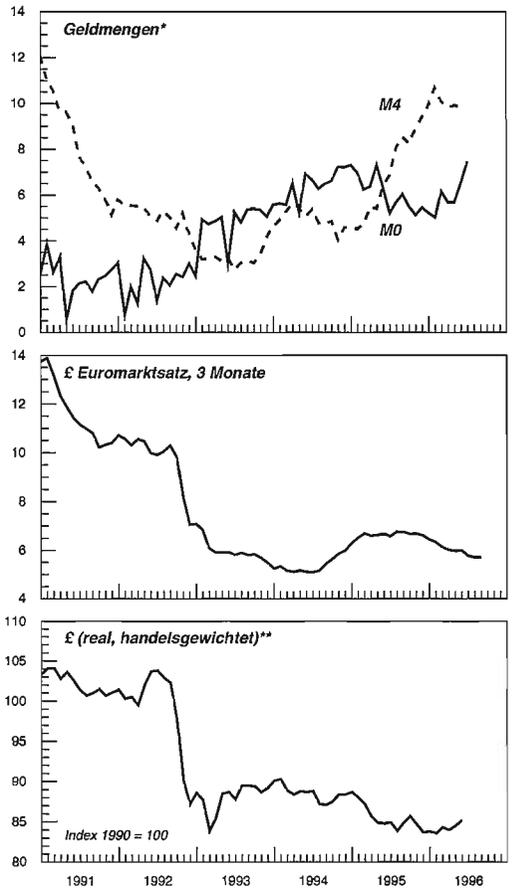
Grossbritannien

In Grossbritannien setzte sich das moderate Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 1996 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich erneut um 0,4% und lag damit um 1,7% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Zum wichtigsten Konjunkturträger entwickelte sich der private Konsum, während der staatliche Konsum gegenüber dem Vorquartal stagnierte. Auch die Investitionen stiegen erstmals seit einem Jahr wieder deutlich; sie lagen jedoch immer noch um 1,5% tiefer als vor Jahresfrist. Die Bedeutung der Exporte für die Konjunktur schwächte sich ab. Im Vorjahresvergleich stiegen sie noch um 3,6%, verglichen mit einem Zuwachs von 5,1% in der Vorperiode. Dagegen nahmen die Importe mit 7,7% verstärkt zu.

Im zweiten Quartal wuchs die britische Wirtschaft mit 1,7% gleich stark wie im Vorquartal. Der private Konsum blieb die wichtigste Konjunkturstütze. Die Konsumausgaben stiegen gegenüber dem Vorquartal um 1,3%. Das Haushaltskreditvolumen, das Konsum- und Hypothekarkredite umfasst, wies den grössten Zuwachs seit 1991 auf. Sowohl die jüngsten Steuererleichterungen als auch das sinkende Zinsniveau dürften die Konsumnachfrage gestützt haben. Die Ausfuhren wuchsen gegenüber der Vorperiode wieder stärker, wobei die Ausfuhren nach Kontinentaleuropa besonders kräftig anzogen. Die ebenfalls steigenden Einfuhren deuten auf eine robuste Binnennachfrage hin. Abnehmende Bestellungen und hohe Lagerbestände dämpften im zweiten Quartal die Produktion der verarbeitenden Industrie. Dennoch beurteilten die Unternehmer die Produktionsaussichten in der neuesten Umfrage zum ersten Mal seit Frühjahr 1995 wieder positiv.

Die Arbeitslosenquote ging weiter zurück. Sie lag im zweiten Quartal bei 7,7%, gegenüber 8,3% vor

Grafik 7: Grossbritannien



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

** Quelle: OECD

Jahresfrist. Die Teuerung auf Konsumstufe sank erneut und erreichte mit 2,3% den tiefsten Wert seit Ende 1993. Die Basisinflation, welche die Hypothekarzinsen nicht enthält, verharrte bei 2,8% und lag damit über der von der Regierung bis Ende Jahr angestrebten Rate von 2,5%. Auf Produktionsstufe liess die Teuerung ebenfalls weiter nach. Sie betrug noch 2,9%, verglichen mit 3,6% im Vorquartal.

Anfang Juni senkten die britischen Währungsbehörden den Leitzinssatz um weitere 0,25 Prozentpunkte. Sie begründeten diesen Schritt mit dem moderaten Wirtschaftswachstum und dem

abnehmenden Kosten- und Lohndruck. Infolge der Leitzinssenkung ging der Basiszinssatz, den die Banken erstklassigen Schuldern verrechnen, auf 5,75% zurück. Der dreimonatige Euromarktsatz fiel von 6,2% auf 5,9%. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen stieg dagegen leicht auf 8,1%.

Die Geldmenge M_0 wuchs gegenüber dem Vorjahr im zweiten Quartal mit 6,5% kräftiger als in der Vorperiode. Das Wachstum lag damit deutlich über dem angestrebten Bereich von 0–4%. Das breit definierte Aggregat M_4 , das auch Bank- und Bausparkasseneinlagen umfasst, stieg um 9,9% und übertraf damit den angestrebten Bereich von 3–9%.

Im laufenden Finanzjahr dürfte das Haushaltsdefizit höher sein, als die britische Regierung anfänglich erwartete, da die Mehrwertsteuererträge geringer ausfielen als budgetiert. Die Regierung schätzt das Defizit neu auf 26,9 Mrd. Pfund oder rund 3,5% des Bruttoinlandprodukts, verglichen mit ursprünglich 22,5 Mrd. Pfund. Im Finanzjahr 1995/96 hatte sich ein Defizit von 32,2 Mrd. Pfund oder 4,6% des Bruttoinlandprodukts ergeben.

Italien

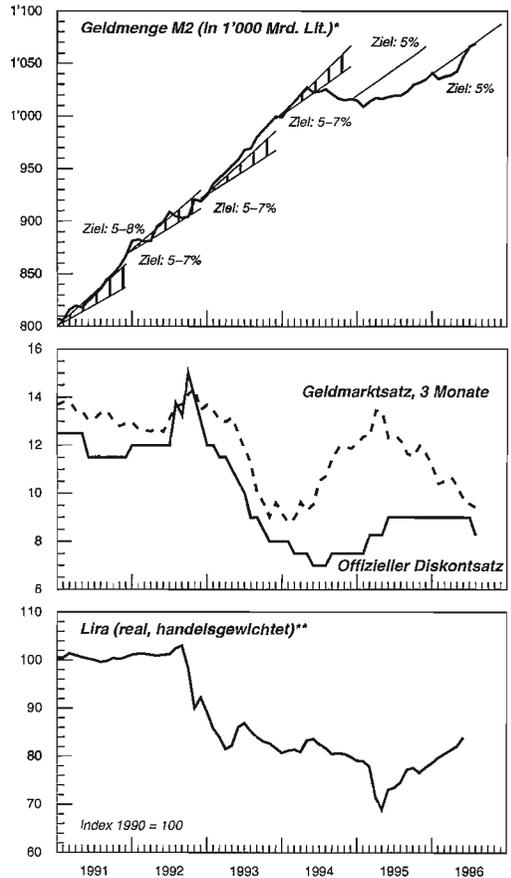
In Italien verlangsamte sich der Konjunkturaufschwung im ersten Quartal 1996 weiter. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 1,5% über dem Vorjahreswert, verglichen mit einem Zuwachs von 2,3% im vierten Quartal 1995. Die konjunkturelle Verlangsamung widerspiegelte vor allem ein schwächeres Wachstum bei den Exporten und Ausrüstungsinvestitionen: Diese übertrafen das Vorjahresniveau nur noch um 1,3% (4. Quartal 1995: 5,8%) bzw. um 4,8% (4. Quartal 1995: 10,2%). Die Bauinvestitionen verloren ebenfalls an Dynamik. Der private Konsum wuchs erneut nur geringfügig, während der öffentliche Konsum weiter schrumpfte. Die Importe nahmen konjunkturbedingt ebenfalls weniger stark zu.

Im zweiten Quartal sank das reale Bruttoinlandprodukt gemäss der ersten Schätzung um 0,5% und lag nur noch um 0,5% über dem Vorjahresstand. Die Industrieproduktion stagnierte gegenüber der Vorperiode und war – erstmals seit dem

ersten Quartal 1994 – tiefer als im Vorjahr. Während weniger Konsumgüter und Halbprodukte produziert wurden, zog die Investitionsgüterproduktion an. Die Unternehmen schätzten die Produktionsaussichten deutlich pessimistischer ein als im ersten Quartal. Der Bestelleingang, besonders aus dem Ausland, schwächte sich ab. Die Lagerbestände stiegen, wurden jedoch noch nicht als überhöht beurteilt.

Die Beschäftigung lag im zweiten Quartal um 0,3% über dem Vorjahresstand. In der Vorperiode

Grafik 8: Italien



* Saisonbereinigt; Ziele: Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr; ab 1992: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banca d'Italia)

** Quelle: OECD

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunktorentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1992	1993	1994	1995	1995				1996	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	2,7	2,2	3,5	2,0	3,0	1,9	2,0	1,3	1,7	2,7
Japan	1,1	0,1	0,6	0,8	0,1	0,3	0,3	2,5	5,5	
Deutschland	1,8	-1,2	3,0	2,1	2,7	2,6	2,1	1,1	0,3	1,1
Frankreich	1,2	-1,3	2,8	2,2	4,2	2,6	1,8	0,3	0,9	0,3
Grossbritannien	-0,5	2,1	3,9	2,5	3,4	2,6	2,2	1,8	1,7	1,8
Italien	0,6	-1,2	2,1	3,0	3,8	2,7	3,2	2,3	1,5	0,5
Schweiz	-0,3	-0,8	1,2	0,7	1,8	1,4	0,7	-0,3	-0,7	-0,5

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1992	1993	1994	1995	1996					
					1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	3,1	3,0	2,6	2,8	2,7	2,9	2,9	2,9	2,8	3,0
Japan	1,7	1,2	0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4
Deutschland	5,1	4,5	2,7	1,8	1,6	1,5	1,5	1,7	1,4	1,6
Frankreich	2,4	2,1	1,7	1,8	2,1	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3
Grossbritannien	3,7	1,6	2,5	3,4	2,8	2,3	2,4	2,2	2,1	2,2
Italien	5,3	4,2	3,9	5,4	5,0	4,2	4,5	4,3	3,9	3,6
Schweiz	4,0	3,3	0,9	1,8	1,1	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1992	1993	1994	1995	1996					
					1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA ^{a)}	7,5	6,9	6,1	5,6	5,6	5,4	5,4	5,6	5,3	5,4
Japan	2,2	2,5	2,9	3,2	3,3	3,5	3,4	3,5	3,5	
Deutschland	7,7	8,9	9,6	9,4	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
Frankreich ^{a)}	10,4	11,7	12,3	11,8	12,2	12,4	12,3	12,4	12,5	12,5
Grossbritannien ^{b)}	9,7	10,3	9,3	8,3	7,9	7,7	7,8	7,7	7,7	7,6
Italien	10,7	10,2	11,3	12,0	12,1	12,2	12,2	-	-	
Schweiz ^{c)}	2,6	4,5	4,7	4,2	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6

^{a)} ab 1994 neue Erhebungsgrundlage

^{b)} ausgenommen Schulabgänger

^{c)} registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990; für die offiziellen, nicht saisonbereinigten Ziffern: vgl. Tabelle 5

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

	1992	1993	1994	1995	1995					
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	-61,5	-99,9	-148,4	-148,2	-39,0	-41,0	-37,7	-30,4	-35,6	
Japan	112,6	131,6	130,2	111,0	30,4	30,6	27,2	22,7	19,1	14,7
Deutschland ^{a)}	-19,3	-14,8	-20,6	-17,6	-2,3	-4,0	-3,4	-8,0	-2,5	
Frankreich ^{a)}	3,6	9,4	7,8	16,9	8,5	4,7	0,6	2,9	6,9	
Grossbritannien ^{a)}	-17,9	-16,2	-3,7	-4,6	0,6	-1,5	-1,7	-1,9	-1,6	
Italien ^{a) b)}	-28,6	11,3	15,1	27,4	3,8	7,3	9,0	7,3	5,9	
Schweiz ^{b)}	15,1	19,4	17,9	21,1	5,7	4,6	5,0	5,7	6,1	4,6

^{a)} ab 1993: Die Daten der EU-Länder sind aufgrund statistischer Umstellungen stark verspätet verfügbar und mit grösseren Unsicherheiten behaftet.

^{b)} nicht saisonbereinigt

hatte der Zuwachs 0,7% betragen. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich von 12% im ersten auf 12,2% im zweiten Quartal.

Die Teuerung schwächte sich weiter ab. Im Juli betrug sie noch 3,6%, verglichen mit dem Höchststand von 6% im November 1995. Gegenüber dem Vormonat waren die Preise im Juli – erstmals seit 28 Jahren – rückläufig. Auch auf Produktionsstufe flachte die Teuerung stark ab. Im Juni belief sie sich auf 0,6%, verglichen mit einem Höchststand von 7,2% im November. Diese Abflachung ist vorwiegend auf die wechselkursbedingte Verbilligung der Einfuhren zurückzuführen. Das Wachstum der Löhne, das in den letzten drei Jahren hinter der Teuerung zurückgeblieben war, zog an. Die Löhne lagen im zweiten Quartal durchschnittlich um 3,9% über dem Vorjahresstand. Regierung, Gewerkschaften und Arbeitgeberorganisationen waren im Jahre 1993 übereingekommen, die Löhne jährlich im Ausmass der im Haushaltsgesetz festgelegten Teuerung anzupassen und die Differenz zwischen prognostizierter und effektiver Teuerung alle zwei Jahre auszugleichen.

Ende Juli senkte die italienische Zentralbank aufgrund der rückläufigen Inflation ihre Leitzinsen. Sie nahm den Lombardsatz und den Diskontsatz um je 0,75 Prozentpunkte auf 9,75% bzw. auf 8,25% zurück. Der Dreimonatssatz am Euromarkt fiel von 9,9% im Januar auf 8,7% im Juli, während die Rendite langfristiger Staatsanleihen von 10,4% auf 9,6% sank.

Das Jahreswachstum der Geldmenge M_2 beschleunigte sich im zweiten Quartal leicht auf 3,7%. Es näherte sich damit dem Zielpfad, dessen Anstieg die italienische Zentralbank auf 5% festgelegt hatte.

Anfang August verabschiedete das italienische Parlament ein Zusatzbudget für das Jahr 1996, nachdem sich infolge der konjunkturellen Abschwächung und der über den Erwartungen liegenden Zinsen eine beträchtliche Überschreitung des budgetierten Defizits abgezeichnet hatte. Das Zusatzbudget sieht eine Defizitreduktion von 16 Bio. Lire vor. Damit beläuft sich das budgetierte Defizit neu auf 114 Bio. Lire oder 6% des Bruttoinlandprodukts, gegenüber 109,4 Bio. Lire

im ursprünglichen Budget. Zwei Drittel der Defizitreduktion sollen durch Einsparungen bei verschiedenen Ausgaben erreicht werden. Einsparungen erfolgen im Bereich des Gesundheitswesens, durch bessere Kontrollen bei der Rentenberechtigung sowie durch geringere Abzüge für kleine und mittlere Unternehmen bei den Sozialabgaben. Ausserdem werden die Steuern auf gewissen Kapitalerträgen erhöht.

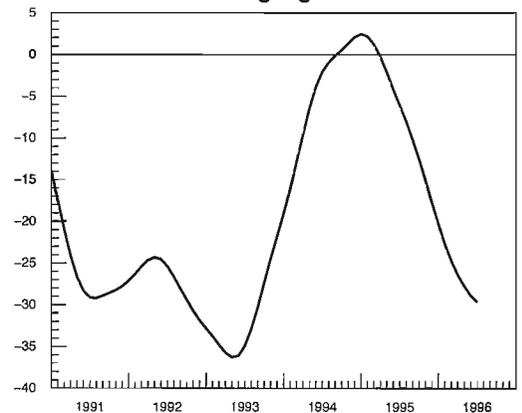
C. Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Realwirtschaftlicher Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

In der Schweiz hielt die konjunkturelle Schwäche im zweiten Quartal an. Das reale Bruttoinlandprodukt bildete sich saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode zurück. Es unterschritt das Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals um 0,5% (1. Quartal -0,6%). Die Binnennachfrage zeigte weiterhin keine Zeichen einer Erholung. Während der private Konsum gegenüber der Vorperiode geringfügig zunahm, sanken die Ausrüstungs-

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie*



* 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

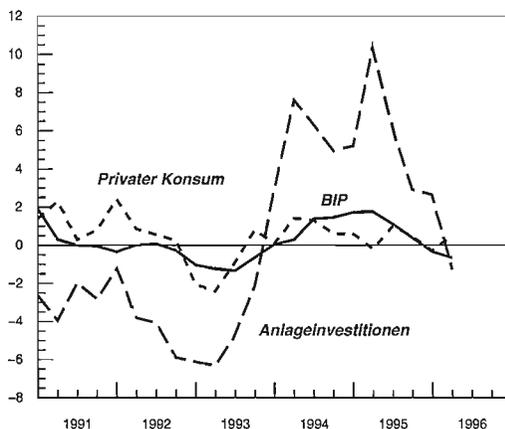
investitionen leicht. Die Bauinvestitionen bildeten sich weiter stark zurück. Negativ ins Gewicht fiel zudem der Lagerabbau. Nachdem die realen Exporte von Gütern und Dienstleistungen die Konjunktur im ersten Quartal noch gestützt hatten, verringerten sie sich ebenfalls leicht. Infolge der schwachen Binnennachfrage sanken jedoch die realen Importe von Gütern und Dienstleistungen noch stärker. Der Aussenhandel trug deshalb positiv zum Wachstum des Bruttoinlandprodukts bei.

Der von der KOF-ETH erhobene Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» verschlechterte sich im zweiten Quartal weiter. Die binnen- und die exportorientierte Industrie waren davon gleichermaßen betroffen. Beide Gruppen produzierten deutlich weniger als ein Jahr zuvor und meldeten einen stark gesunkenen Bestellungseingang. Auch der Auftragsbestand sank im Vergleich zur Vorjahresperiode stark, während die Fertigwarenlager vermehrt als zu hoch beurteilt wurden. Die Industrieproduktion nahm gegenüber dem ersten Quartal ab. Die technische Kapazitätsauslastung fiel um 0,6 Prozentpunkte auf 82,9%, den tiefsten Stand seit dem zweiten Quartal 1994. Im langfristigen Mittel beträgt der Auslastungsgrad 84,5%.

Die Binnenindustrie beurteilte die konjunkturellen Aussichten deutlich pessimistischer als der Exportsektor. Sie rechnete für das dritte Quartal mit weiter sinkenden Bestellungen und einer rückläufigen Produktion. Dagegen meldete die Exportindustrie im zweiten Quartal wieder etwas mehr Aufträge als zu Beginn des Jahres. Sie erwartete für die kommenden drei Monate eine weitere Belebung der Nachfrage und eine steigende Produktion. Von Branche zu Branche sind indessen beträchtliche Unterschiede festzustellen. Während insbesondere die chemische Industrie ein nach wie vor günstiges Bild zeichnete, beurteilte die Maschinen- und Apparateindustrie die Aussichten zurückhaltender als zuvor. Sie rechnete für das dritte Quartal mit stagnierenden Bestellungen, einer tieferen Produktion und geringeren Einkäufen von Vorprodukten. Ausserdem wurde die Zahl der Beschäftigten vermehrt wieder als zu hoch beurteilt.

Angesichts der hartnäckigen Konjunkturflaute im In- und Ausland revidierten die schweizerischen

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt*



* Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: BfK

Konjunkturforschungsinstitute ihre Prognosen für 1996 nach unten. Die meisten Institute rechnen damit, dass das reale Bruttoinlandprodukt im Jahresdurchschnitt leicht zurückgehen wird. Zu den wenigen Anzeichen, die auf eine baldige Trendwende hindeuten, gehört das seit Anfang Jahr leicht steigende KOF-Konjunkturbarometer der vorlaufenden Indikatoren. Von den insgesamt fünf Teilindikatoren stieg indessen im ersten Halbjahr lediglich die reale Geldmenge M_1 . Die übrigen Teilindikatoren bildeten sich weiter zurück.

Konsum

Die schleppende Entwicklung der verfügbaren Einkommen sowie die wachsende Arbeitsplatzunsicherheit drückten im zweiten Quartal weiter auf die realen Konsumausgaben. Saisonbereinigt wuchsen sie gegenüber der Vorperiode nur geringfügig. Im Jahresvergleich stagnierten sie, nachdem sie im ersten Quartal um 0,5% gestiegen waren.

Die realen Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag nahmen sowohl gegenüber dem Vorjahr als gegenüber der Vorperiode ab, was vor allem auf den Umsatzrückgang bei dauerhaften Gütern zurückzuführen ist. Die Verkäufe von Textil- und Beklei-

dungsartikeln schrumpften weiter. Auch die Konsumgüterimporte verloren gegenüber der Vorperiode an Schwung. Zu dieser Entwicklung trugen in erster Linie die stagnierenden Einfuhren von Nahrungs- und Genussmitteln sowie von Personenzugmaschinen bei. Im Tourismusbereich nahm die Anzahl Übernachtungen inländischer Kunden weiter markant ab.

Gemäss der im Juli durchgeführten Umfrage des Bundesamtes für Konjunkturfragen verschlechterte sich die Konsumentenstimmung erneut. Der Konsumentenstimmungsindex erreichte den tiefsten Stand seit drei Jahren. Der Hauptgrund für die pessimistische Stimmung ist nach wie vor die negative Einschätzung der Beschäftigungslage. Der Index der Arbeitsplatzsicherheit nahm wiederum deutlich ab. Zudem erwarten die Haushalte, dass sich die Wirtschaftslage in den kommenden Monaten weiter verschlechtern wird.

Investitionen

Die realen Anlageinvestitionen nahmen gegenüber dem ersten Quartal saisonbereinigt ab. Gegenüber dem Vorjahr wuchsen sie um 1,3% (1. Quartal: 0,7%).

Die Bauinvestitionen schrumpften gegenüber dem Vorjahr nochmals um real 2,9%. Der negative Trend flachte sich im Vergleich zur Vorperiode zwar etwas ab, eine Trendwende ist in den nächsten Monaten aber nicht in Sicht. Die offenen Baukredite verringerten sich weiter, wenn auch weniger deutlich als im ersten Quartal. Die Zementlieferungen schrumpften gegenüber dem Vorjahr um 11%; im ersten Quartal hatte der Rückgang 14% betragen. Der Geschäftsgang in der Industrie Steine und Erden verharrte auf sehr tiefem Niveau. Gemäss der Umfrage der KOF-ETH entwickelten sich sowohl die Bestellungseingänge als auch der Auftragsbestand im Vergleich zu den ersten Monaten von 1996 etwas weniger stark rückläufig.

Gemäss dem vierteljährlichen Baukonjunkturtest der KOF-ETH für das zweite Quartal nahm die Bautätigkeit im Bauhauptgewerbe erneut markant ab. Der Auftragsbestand wurde etwas weniger pessimistisch, aber nach wie vor als deutlich zu klein beurteilt. Die zeitliche Reichweite des Arbeitsvorrates erhöhte sich leicht auf 3,3 Monate. Für die nächsten drei Monate rechnen die Unternehmer mit etwas weniger stark abnehmenden Auftragseingängen. Bei den Preisen erwarten sie eine Abflachung des negativen Trends. Während

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1992	1993	1994	1995	1995				1996	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Importe von Investitionsgütern, real	-10,3	-4,1	13,6	17,9	29,7	17,7	9,6	16,7	1,6	-1,1
Auftragseingang Maschinenindustrie aus dem Inland, nominal	-16,1	-8,1	3,5	-7,0	5,9	-3,3	-10,7	-20,1	-17,4	-3,4
Zementlieferungen, real	-9,8	-5,5	8,6	-7,8	-5,5	-5,1	-9,2	-10,9	-14,2	-11,3
Offene Baukredite, nominal	-19,3	-13,5	7,6	-5,3	-0,7	-5,7	-5,7	-9,0	-13,1	-13,8
Auftragseingang im Bauhauptgewerbe, nominal, Total	-10,9	5,9	5,0	-1,9	1,6	5,7	-11,4	-3,8	-15,0	-20,3
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal, Total	-10,2	-3,4	-5,8	-1,0	2,2	0,4	-3,6	-1,0	-10,2	-15,8
Bauteuerung ¹	6,1	3,4	1,5	2,7	2,8	2,7	2,4	1,0	0,8	

¹ Produktionskostenindex Sparte 1 des SBV

Quellen: BFS, Eidgenössische Zollverwaltung, Schweizerischer Baumeisterverband (SBV), Verein Schweizerischer Maschinen-industrieller (VSM)

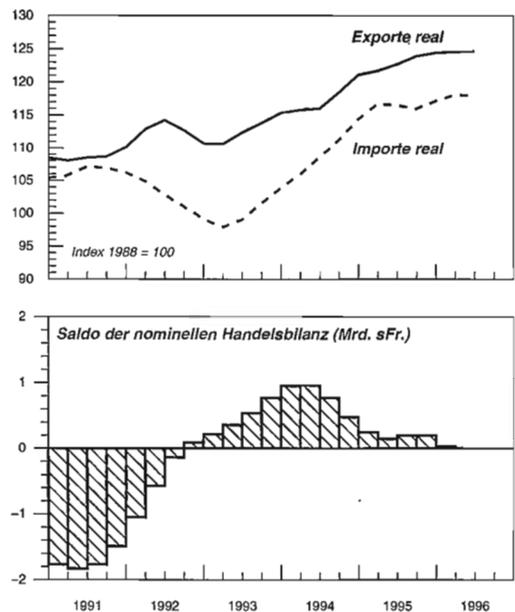
sich die Aussichten im Tiefbau nochmals verschlechterten, waren die Erwartungen bezüglich der Bestellungseingänge und Preise im Hochbau etwas weniger pessimistisch als im ersten Quartal.

Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen im zweiten Quartal leicht ab, nachdem sie saisonbereinigt im ersten Quartal noch kräftig gestiegen waren. Gegenüber dem Vorjahr wuchsen sie um 8% (1. Quartal: 6,7%). Die Investitionsgüterimporte schrumpften zum ersten Mal seit drei Jahren; sie lagen um 1,1% unter ihrem Vorjahresniveau. Gemäss der Quartalsumfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) bei seinen Mitgliedern nahmen die Bestellungen aus dem Inland gegenüber dem Vorquartal leicht ab. Sie lagen zum fünften aufeinanderfolgenden Mal unter ihrem Vorjahresniveau (-3,4%). Der Arbeitsvorrat in der Maschinenindustrie verharrte bei 4,3 Monaten.

Aussenhandel

Die Abschwächung der Exportdynamik, die im vierten Quartal 1995 eingesetzt hatte, hielt auch im zweiten Quartal 1996 an. Saisonbereinigt gingen die realen Güterexporte gegenüber der Vorperiode sogar zurück. Gegenüber dem Vorjahr nahmen sie um 1,3% zu, nachdem sie im ersten Quartal noch um 3,2% expandiert hatten. Das schwache Wachstum ist auf die Stagnation

Grafik 11: Aussenhandel*



* Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

der Konsumgüterexporte zurückzuführen (0,2%). Die Ausfuhren von Investitionsgütern legten weiter deutlich zu (4,6%). Die Exporte von Rohstoffen und Halbfabrikaten lagen hingegen wie in der Vorperiode unter dem Vorjahresniveau (-1,7%).

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1992	1993	1994	1995	1995				1996	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Reale Ausfuhr	4,3	0,6	4,9	4,2	4,6	6,6	4,1	0,2	3,2	1,3
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	2,8	-1,7	9,4	0,4	3,5	2,8	0,5	-5,7	-2,2	-1,7
Investitionsgüter	0,0	-2,2	5,7	7,3	8,2	9,1	6,0	4,8	4,5	4,6
Konsumgüter	10,6	5,6	0,6	4,5	2,4	7,5	5,3	0,2	6,6	0,2
Ausfuhrpreise	0,7	0,0	-0,7	-2,1	-3,2	-2,1	-1,2	-1,6	-0,9	-0,4
Reale Einfuhr	-4,3	-1,2	9,4	3,6	11,1	7,4	2,9	6,5	2,5	-1,0
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-1,4	-1,3	10,9	-4,7	7,7	8,8	0,2	2,8	-2,0	-6,7
Investitionsgüter	-10,3	-4,1	13,6	16,7	29,7	17,7	9,6	17,9	1,6	-1,1
Konsumgüter	-2,9	1,5	6,4	2,4	4,0	0,4	1,3	2,9	6,2	4,1
Einfuhrpreise	2,2	-2,2	-4,8	-2,8	-1,8	-3,1	-1,1	-2,3	-0,9	0,6

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

Von der Abschwächung der Exporttätigkeit waren die Branchen unterschiedlich betroffen. Die Ausfuhren der Uhrenindustrie, der Schmuckindustrie und der Präzisionsgüterindustrie schrumpften deutlich, während diejenigen der Nahrungsmittelindustrie stagnierten. Trotz einer noch regen ausländischen Nachfrage nach Pharmaprodukten liess das Exportwachstum der chemischen Industrie nach. Dagegen wuchsen die Fahrzeugverkäufe ins Ausland nach wie vor mit zweistelligen Wachstumsraten, wenn auch nicht mehr so stark wie in den Vorquartalen. Einzig die Lieferungen der Maschinen- und Elektronikindustrie nahmen verstärkt zu.

Nach Regionen gegliedert verharteten die nominalen Ausfuhren in den OECD-Raum auf dem Vorjahresniveau, während diejenigen ausserhalb des OECD-Raumes an Schwung gewannen. Die Ex-

porte in die EU schrumpften stärker als in der Vorperiode. Rückläufig waren insbesondere die Ausfuhren nach Deutschland, etwas weniger auch diejenigen nach Frankreich. Dagegen zogen die Exporte nach Grossbritannien und nach Italien gegenüber dem Vorjahr an. Bei den Lieferungen in die USA und nach Japan verlangsamte sich das Wachstum. Ausserhalb des OECD-Raumes gewannen insbesondere die Exporte in die OPEC-Staaten sowie nach Osteuropa und China an Dynamik. Diese drei Absatzmärkte umfassen etwa 7% der gesamten schweizerischen Güterexporte.

Infolge der wirtschaftlichen Stagnation in der Schweiz verringerten sich die realen Güterimporte im zweiten Quartal. Sowohl gegenüber dem Vorjahr (-1,0%) als auch gegenüber der Vorperiode waren sie deutlich rückläufig. Die tiefere Indu-

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹ (in Mrd. Franken²)

	1993	1994 ^{a)}	1995 ^{b)}	1995 ^{b)}				1996 ^{c)}	
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Einnahmen									
Warenexporte	96,8	99,4	99,8	24,7	25,1	23,9	26,2	25,1	25,5
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	93,3	95,8	96,2	23,7	24,2	23,0	25,3	24,2	24,6
Dienstleistungsexporte	31,7	31,4	30,9	7,9	7,5	9,0	6,4	8,3	7,6
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	37,0	36,7	37,4	9,3	9,2	9,3	9,5	8,7	9,2
Laufende Übertragungen aus dem Ausland	3,7	3,5	3,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Total Einnahmen	169,2	171,0	171,6	42,8	42,7	43,1	43,0	43,1	43,1
Ausgaben									
Warenimporte	94,4	97,2	98,8	24,8	25,2	23,4	25,4	25,5	25,5
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	89,8	92,6	94,5	23,7	24,1	22,4	24,2	24,3	24,3
Dienstleistungsimporte	14,8	15,3	16,0	2,7	4,2	5,8	3,3	2,8	4,3
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	23,5	25,9	23,4	6,1	5,9	5,8	5,7	5,4	5,5
Laufende Übertragungen an das Ausland	7,9	8,2	8,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Total Ausgaben	140,5	146,5	146,6	35,6	37,4	37,2	36,5	35,8	37,4
Saldi									
Waren	2,4	2,2	1,0	-0,1	-0,1	0,4	0,8	-0,4	0,0
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	3,5	3,2	1,8	0,1	-0,1	0,6	1,0	-0,1	0,2
Dienste	16,9	16,1	14,9	5,2	3,3	3,2	3,1	5,5	3,3
Arbeits- und Kapitaleinkommen	13,5	10,8	13,9	3,3	3,3	3,5	3,8	3,3	3,6
Laufende Übertragungen	-4,2	-4,7	-4,9	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2
Saldo der Ertragsbilanz	28,7	24,4	25,0	7,1	5,3	5,9	6,6	7,3	5,7

¹ Die Gliederung ist der neuen Systematik des Internationalen Währungsfonds angepasst worden. Verschiedene Positionen sind neu in andere Gruppen eingereiht worden. Nicht mehr in der Ertragsbilanz enthalten sind Vermögensübertragungen.

² Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

^{a)} revidiert

^{b)} provisorisch

^{c)} vorläufige Schätzung

strieproduktion und der verlangsamte Lageraufbau dämpften die Einfuhr von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Die Importe von Investitionsgütern nahmen zum ersten Mal seit dem dritten Quartal 1993 ab (-1,1%). Einzig die Bezüge von Konsumgütern lagen über dem Vorjahresniveau. Sie wuchsen mit 4,1% aber ebenfalls schwächer als in der Vorperiode.

Gemäss Mittelwertindex gingen die Exportpreise leicht zurück (-0,4%), nachdem sie bereits in der Vorperiode um fast 1% gesunken waren. Die Importpreise erhöhten sich dagegen leicht (0,6%). Zur Festigung der Importpreise trug vor allem die Abschwächung des Schweizer Frankens bei.

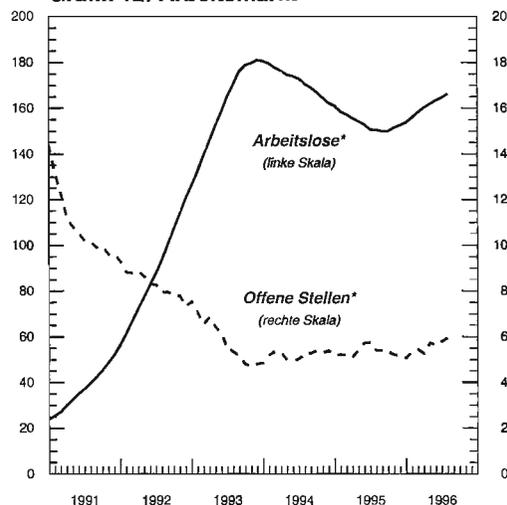
Die nominellen Güterexporte nahmen im Vorjahresvergleich leicht stärker zu als die Einfuhren. Die Handelsbilanz schloss mit einem geringen Überschuss von 0,2 Mrd. Franken (2. Quartal 1995: -0,1 Mrd. Franken). Der Überschuss der Dienstleistungsbilanz war mit 3,3 Mrd. Franken gleich hoch wie im zweiten Quartal 1995. Die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr gingen erneut zurück. Dagegen stiegen die Einnahmen der Banken aus Kommissionen wiederum stark. Der Überschuss in der Bilanz der Arbeits- und Kapitaleinkommen nahm wegen höherer Portfolioerträge um 0,3 Mrd. auf 3,6 Mrd. Franken zu. Der Aktivsaldo der Ertragsbilanz betrug 5,7 Mrd. Franken und lag damit um 0,4 Mrd. höher als vor Jahresfrist.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung blieb im zweiten Quartal saisonbereinigt stabil, nachdem sie im Vorquartal rückläufig gewesen war. Während die Zahl der Vollzeitstellen gegenüber der Vorperiode erneut abnahm, erhöhte sich jene der Teilzeitstellen stark. Im Vorjahresvergleich verlangsamte sich der Beschäftigungsrückgang deutlich auf -0,4% gegenüber -1,1% im ersten Quartal.

Aufgeteilt nach Sektoren verzeichnete die Industrie einen starken Rückgang der Beschäftigung (-1,1%). Im Vorjahresvergleich beschleunigte sich die Abnahme auf -1,2%. Besonders stark war der Stellenabbau gegenüber dem Vorquartal in der chemischen und in der elektronischen Industrie,

Grafik 12: Arbeitsmarkt



* In Tausend, saison- und extremwertbereinigt

Quelle: BIGA

die 2,6% bzw. 2,3% ihrer Stellen aufhoben. In der Maschinen- (-0,4%) und Metallindustrie (-0,2%) sowie in der Holzindustrie (-1,1%) nahm die Beschäftigung ebenfalls ab. Die vom Stellenabbau am stärksten betroffenen Branchen waren wiederum die Tabak-, Textil-, Bekleidungs- und die Schuhindustrie. Nur im Bereich der graphischen Erzeugnisse nahm die Beschäftigung sowohl gegenüber dem ersten Quartal (1,8%) als auch im Vorjahresvergleich (1,3%) zu. Im Bausektor nahm die Beschäftigung weiter ab. Im zweiten Quartal lag sie 3% unterhalb ihres Vorjahresniveaus. Dagegen erhöhte sich die Zahl der Beschäftigten im Dienstleistungssektor gegenüber dem Vorquartal um 0,4%; sie übertraf damit zum ersten Mal seit dem vierten Quartal 1991 wieder ihr Vorjahresniveau (0,3%). Im Handel und im Gastgewerbe kam der Beschäftigungsrückgang zum Stillstand, während sich die Beschäftigung in den Bereichen Transport und Kommunikation (1,4%) sowie bei den Banken (0,2%) und in der öffentlichen Verwaltung (0,7%) erhöhte.

Der Rückgang des Manpower-Stellenindex, der im Juni 1995 begonnen hatte, setzte sich im zweiten Quartal fort. Der Stellenindex lag damit deutlich unter dem Stand vor Jahresfrist.

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1993	1994	1995	1995				1996		1996				
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli	
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	-2,8	-1,8	-0,8	-0,5	-0,8	-0,9	-0,9	-1,1	-0,4					
Vollzeitbeschäftigte ¹	-3,4	-2,2	-1,3	-1,0	-1,3	-1,6	-1,4	-1,3	-0,8					
Arbeitslosenquote ^{2, 3}	4,5	4,7	4,2	4,5	4,2	4,0	4,2	4,6	4,5	4,5	4,5	4,4	4,5	
Arbeitslose ³	163 135	171 038	153 316	164 647	151 662	145 096	151 860	165 354	162 164	164 151	162 377	159 964	161 586	
Kurzarbeiter ³	42 046	22 600	9 917	12 656	10 680	6 575	9 756	17 055	15 655	16 637	15 198	15 136	6 174	
Gemeldete offene Stellen ³	5 743	5 224	5 401	5 105	6 557	5 536	4 406	5 294	6 338	6 353	6 272	6 388	6 246	

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten.

Quellen: BIGA, BfS

Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich von April bis Juli um 4227 auf 166 220 Personen. Damit fiel die Zunahme geringer aus als im Zeitraum zwischen Januar und April. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich im zweiten Quartal auf 4,5%. Sie lag um 0,3 Prozentpunkte höher als vor Jahresfrist. In der Westschweiz und im Tessin bildete sie sich geringfügig auf durchschnittlich 6,6% zurück, während sie in der deutschen Schweiz weiter auf 3,7% kletterte. Die Zahl der Personen, die ein halbes Jahr und mehr arbeitslos waren, nahm stark zu. Im Juli betrug die Arbeitslosenquote 4,6%.

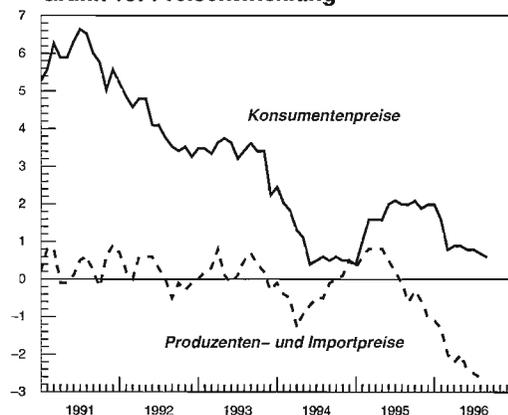
Die weitere Verschlechterung der Arbeitsmarktlage widerspiegelte sich auch in der steigenden Zahl von Kurzarbeitern. Im zweiten Quartal nahm sie saisonbereinigt auf 14 100 zu, gegenüber 11 400 in der Vorperiode und 9260 vor Jahresfrist. Der grösste Teil der durch Kurzarbeit ausgefallenen Arbeitsstunden entfiel erneut auf die Bauwirtschaft. Aber auch die Metall- und Maschinenindustrie, die Textilindustrie sowie die Möbel- und Holzindustrie führten vermehrt Kurzarbeit ein.

Preise

Die Teuerung bildete sich seit dem ersten Quartal weiter leicht zurück. Im Juni übertraf der Lan-

desindex der Konsumentenpreise sein Vorjahresniveau um 0,7%, gegenüber 0,9% im März. Nach einem unveränderten Stand im Juli sank die Teuerung im August geringfügig auf 0,6%, den tiefsten Stand seit Dezember 1994. Die durchschnittliche Teuerung betrug im zweiten Quartal 0,8%. Während die Preise für Waren nahezu konstant blieben (+0,1%), stiegen die Preise für Dienstleistungen etwas weniger stark als im Vorquartal (+1,3%). Die Verlangsamung der Teuerung ist vor allem auf die

Grafik 13: Preisentwicklung*



* Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: BfS

verhaltene Entwicklung der Wohnungsmieten zurückzuführen: Ihr Anstieg betrug im Mai noch 1,2%, nach 1,9% im Februar. Die Teuerung bei den inländischen Gütern und Dienstleistungen ermässigte sich von 1,5% im ersten auf 1,0% im zweiten Quartal. Im August betrug sie noch 0,8%. Nachdem die Preise der ausländischen Güter und Dienstleistungen in den letzten zwei Jahren ununterbrochen gesunken waren, stiegen sie im zweiten Quartal leicht um 0,1%. Von Juni bis August waren sie wieder leicht rückläufig.

Der Index der Produzenten- und Importpreise (Index des Gesamtangebotes), der seit Juli 1995 sinkt, nahm im zweiten Quartal beschleunigt ab. Er lag um 2,3% unter seinem Vorjahresniveau (1. Quartal: -1,8%). Sowohl der Produzenten- als auch der Importpreisindex gingen stärker zurück als im ersten Quartal. Ursache dieses Rückgangs sind Preisermässigungen bei den Rohstoffen und Halbfabrikaten (landwirtschaftliche Produkte, Papier- und Metallserzeugnisse).

2. Monetärer Bereich

Geldpolitik und Geldaggregate

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge erreichte im zweiten Quartal 1996 einen Durchschnittswert von 30 987 Mio. Franken und lag um 3,1% über dem entsprechenden Stand des vierten Quartals 1995 (auf ein Jahr hochgerechnet um 5%). Aufgrund dieses beschleunigten Wachstums befindet sie sich seit Mai auf dem mittelfristigen Zielpfad, nachdem sie zu Beginn des Jahres noch erheblich darunter gelegen hatte. Die rasche Annäherung an den Zielpfad war vor allem auf die Entwicklung der Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank zurückzuführen. Diese betrugen im zweiten Quartal 2784 Mio. Franken. Sie nahmen gegenüber dem Vorquartal stark zu und lagen um 8,5% über dem Vorjahresniveau. Die andere Komponente der Notenbankgeldmenge – der Notenumlauf – wuchs deutlich schwächer.

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giro Guthaben ¹	Veränderung in % ²	NBGM ^{1, 3}	SBNBGM ^{1, 4}	Veränderung in % ²	Veränderung in % ⁶
1991	26 442	2,2	2 832	-6,2	29 274	29 247	1,1	1,4
1992	26 467	0,1	2 553	-9,9	29 020	29 056	-0,7	-1,0
1993	26 871	1,5	2 654	4,0	29 525	29 498	1,5	2,8
1994	27 369	1,9	2 681	1,0	30 051	30 070	1,9	0,6
1995 ⁵	27 573	0,7	2 574	-0,2	30 147	30 129	0,5	1,4
1995 ⁵ 3. Q.	27 229	0,4	2 563	2,2	29 792	30 174	0,3	1,6
4. Q.	27 896	0,8	2 653	5,4	30 549	30 246	1,4	1,4
1996 ⁵ 1. Q.	28 150	1,3	2 646	5,3	30 797	30 685 ^P	2,2 ^P	5,9 ^P
2. Q.	28 068	2,5	2 784	8,5	30 852	30 987 ^P	3,1 ^P	5,0 ^P
1996 ⁵ Jan.	28 536	0,8	2 588	3,6	31 124	30 574 ^P	1,6 ^P	6,7 ^P
Feb.	27 921	1,4	2 622	7,7	30 543	30 758 ^P	2,5 ^P	6,9 ^P
März	27 994	1,8	2 729	4,7	30 723	30 723 ^P	2,4 ^P	4,8 ^P
April	28 064	2,2	2 697	5,4	30 761	30 823 ^P	2,4 ^P	4,6 ^P
Mai	28 087	2,9	2 806	11,1	30 893	31 142 ^P	3,8 ^P	6,0 ^P
Juni	28 052	2,6	2 850	8,9	30 902	30 995 ^P	3,0 ^P	4,3 ^P
Juli	28 133	2,8	2 743	14,4	30 876	31 156 ^P	3,8 ^P	4,5 ^P
August	27 756	2,2	3 214	24,1	30 970	31 538 ^P	4,3 ^P	5,7 ^P

¹ In Mio. Franken; Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten.

² Gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giro Guthaben

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

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

⁶ Auf Jahresbasis hochgerechnete Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand der SBNBGM des 4. Quartals des Vorjahres (bei Monatswerten zentriert auf November); Jahresveränderungen beziehen sich auf das 4. Quartal.

^P provisorisch

Tabelle 7: Geldaggregate¹ (Definition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
1991	1,9	1,7	2,7
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994	5,6	10,2	5,1
1995 ^P	7,0	5,1	2,4
1995 3. Q. ^P	8,5	6,4	3,0
1995 4. Q. ^P	11,0	9,5	3,3
1996 1. Q. ^P	13,7	15,3	6,3
1996 2. Q. ^P	13,1	14,4	7,5
1996 Jan. ^P	11,2	13,8	5,2
1996 Feb. ^P	13,7	15,4	6,1
1996 März ^P	16,3	16,7	7,5
1996 April ^P	15,9	16,8	8,0
1996 Mai ^P	12,1	13,9	7,0
1996 Juni ^P	11,3	12,6	7,5
1996 Juli ^P	11,9	11,6	7,6

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

^P provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen + Transaktionskonti

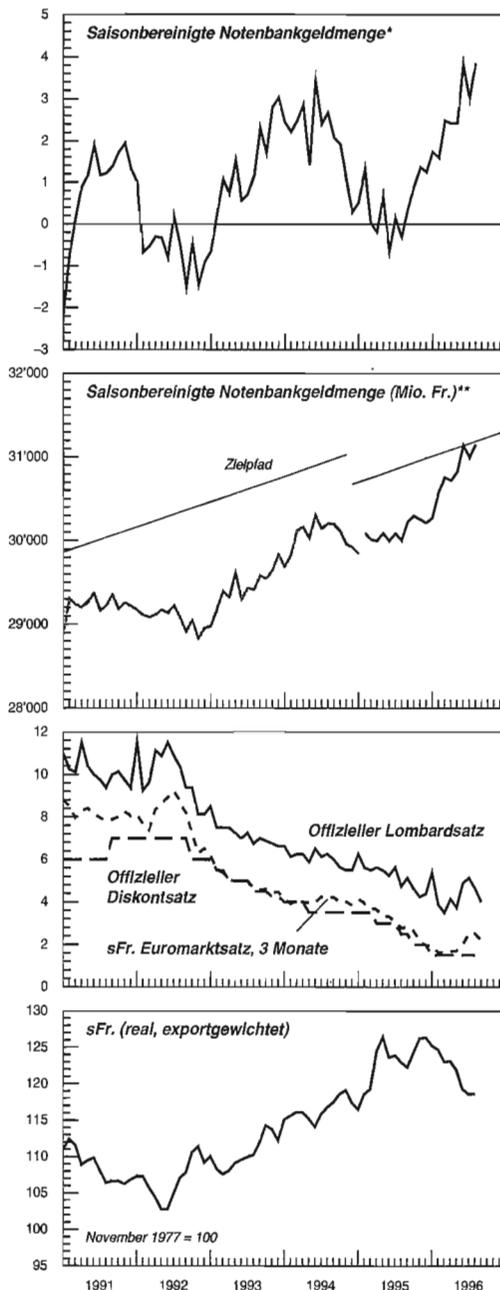
M₂ = M₁ + Spareinlagen

M₃ = M₂ + Termineinlagen

Die kräftige Zunahme der Giro Guthaben im Vorjahresvergleich widerspiegelt einerseits die geldpolitische Lockerung in der zweiten Jahreshälfte 1995. Die kurzfristigen Verpflichtungen der Banken, die mit Kassaliquidität zu unterlegen sind, nahmen in den letzten Monaten beträchtlich zu. Dadurch erhöhte sich der Bedarf der Banken an solcher Liquidität. Andererseits änderten verschiedene Banken auch die Zusammensetzung ihrer Liquidität. Sie stockten die Giro Guthaben bei der Nationalbank zulasten ihrer Postcheckeinlagen auf. Die Kassaliquidität der Banken insgesamt nahm daher nicht im gleichen Ausmass wie die Giro Guthaben zu. Die Geldpolitik ist somit weniger expansiv, als man aufgrund der Entwicklung der Giro Guthaben annehmen könnte.

Der Notenumlauf, der rund 90% der Notenbankgeldmenge umfasst, lag im zweiten Quartal mit 28 068 Mio. Franken um 2,5% über dem Vorjahresstand. Dieser Anstieg war vor allem auf die Entwicklung bei den grossen Notenabschnitten zurückzuführen, die besonders stark auf den Zinsrückgang reagierten. Die schwache Entwicklung bei den kleinen Abschnitten widerspiegelt die Stagnation des privaten Konsums.

Grafik 14: Schweiz



* Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

** Ab Januar 1995 neue Reihe (vgl. Tabelle 6, Fussnote 5); Zielpfad: durchschnittlich 1% pro Jahr

Die breiten Geldaggregate wuchsen im zweiten Quartal erneut kräftig. Sie nahmen zwar saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode nicht mehr so stark zu wie im ersten Quartal. Im Vorjahresvergleich ergaben sich indessen immer noch erhebliche Zuwachsraten von 13,1% für M_1 , 14,4% für M_2 und 7,5% für M_3 . Der leichte Anstieg der Zinssätze im zweiten Quartal führte zwar zu Umlagerungen von liquiden Anlageformen in Termineinlagen, doch wurden die Jahreswachstumsraten dadurch noch nicht wesentlich beeinflusst. Die Zinssätze lagen weiter unter dem Vorjahresniveau, so dass sich die Termineinlagen gegenüber dem Vorjahr stark verringerten, während die Sichteinlagen, die Transaktionskonti und die Spareinlagen sprunghaft zunahmen. Das hohe Wachstum von M_1 und M_2 dürfte sich mit der Stabilisierung der Zinssätze in den kommenden Monaten deutlich verringern.

Geldmarkt

Obschon die Nationalbank die Giro Guthaben deutlich erhöhte, drückte die gestiegene Liquiditätsnachfrage der Banken die Geldmarktsätze ab Mai um bis zu einem Prozentpunkt nach oben. Der Tagesgeldsatz und der dreimonatige Eurofrankensatz lagen von Mai bis Juli mit durchschnittlich 2,3% um 0,7 Prozentpunkte höher als in den drei vorangegangenen Monaten. Die Emis-

sionsrendite dreimonatiger eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen stieg um 0,8 Prozentpunkte auf ebenfalls 2,3%, während die Grossbanken den Satz für Dreimonatsdepots um nahezu einen Prozentpunkt auf 2,1% erhöhten. Ab Mitte des Jahres entspannte sich die Lage am Geldmarkt wieder. Ende August lagen der Tagesgeldsatz und der dreimonatige Eurofrankensatz bei knapp 1,8% bzw. 2,1%.

Da die Geldmarktsätze sowohl in Deutschland als auch in den Vereinigten Staaten annähernd stabil blieben, führte der Zinsanstieg in der Schweiz zu einer Verminderung des Zinsnachteils von Frankenanlagen. Am Euromarkt ging die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen D-Mark- und Schweizerfrankendepots von 1,2 Prozentpunkten im Mai auf 1,0 Prozentpunkte im August zurück, während die entsprechende Differenz zwischen Dollar- und Frankenanlagen von 3,4 auf 3,2 Prozentpunkte fiel.

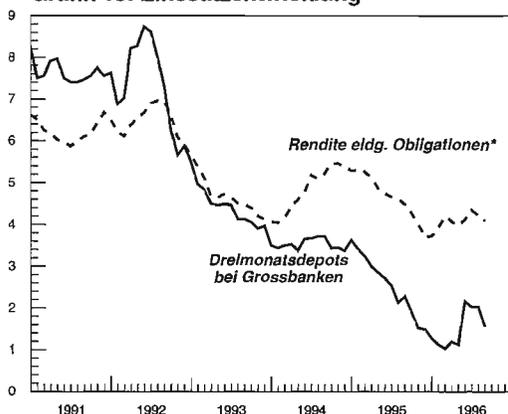
Devisenmarkt

Der nominelle, exportgewichtete Kurs des Schweizer Franks bildete sich im zweiten Quartal weiter zurück. Ein grosser Teil des Kursanstiegs des Jahres 1995 wurde damit wieder ausgeglichen. In der Folge des Kurszerfalls des Dollars gewann der Franken jedoch auch gegenüber der D-Mark und den anderen europäischen Währungen wieder an Wert. Im August lag der nominelle, exportgewichtete Kurs nur noch geringfügig unter dem Stand von April.

Ende August wurde der Franken mit 1,20 Franken pro Dollar nur unwesentlich tiefer als Anfang April gehandelt. Gegenüber der D-Mark, dem französischen Franc und den anderen am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen verlor der Franken infolge des Kursauftriebs im Juli insgesamt ebenfalls nur leicht an Wert. Deutlich stärker fiel der Kursrückgang gegenüber den Währungen aus, die nicht am EWS-Wechselkursmechanismus beteiligt sind. Gegenüber der Lira schwächte sich der Franken von April bis August um 4,5%, gegenüber dem britischen Pfund um 2,5% ab.

Nachdem sich der reale, exportgewichtete Wechselkurs des Franks im zweiten Quartal deutlich

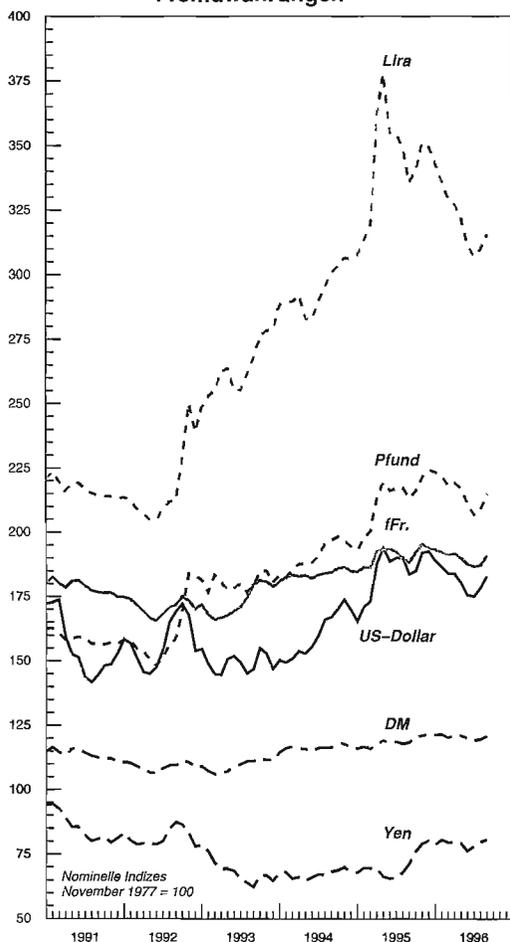
Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

zurückgebildet hatte, stieg er bis Ende August wieder. Er unterschritt den Vorjahresstand damit nur noch knapp. Im Vergleich zum Vorjahr fiel die reale Tieferbewertung am stärksten gegenüber der italienischen Lira (-9,1%) und dem amerikanischen Dollar (1,0%) aus. Gegenüber dem französischen Franc und dem britischen Pfund büsste der Franken real um 0,5% bzw. 0,2% an Wert ein. Demgegenüber stieg der reale Aussenwert gegenüber der D-Mark um 2,2% und gegenüber dem japanischen Yen um 12,6%.

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Kapitalmarkt und Zinsstruktur

Zeitlich verzögert und in abgeschwächtem Ausmass folgten die Kapitalmarktsätze im zweiten Quartal dem Anstieg der Sätze am Geldmarkt. Die durchschnittliche Rendite der eidgenössischen Obligationen stieg von Anfang Mai bis Ende Juni um 0,4 Prozentpunkte auf 4,3% und verringerte sich bis Ende August wieder auf 4,1%. Der Renditeunterschied zwischen langfristigen Obligationen und dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft betrug im Juli 1,9 Prozentpunkte und lag damit um 0,5 Prozentpunkte tiefer als drei Monate zuvor. Im August blieb er ungefähr auf diesem Wert.

Die Sätze der von den Banken neu ausgegebenen Kassenobligationen reagierten auf den Zinsanstieg erst gegen Jahresmitte. Im Juli und August betrug der Zins auf Kassenobligationen der Kantonalbanken durchschnittlich 3,9% und lag damit rund 0,3 Prozentpunkte höher als drei Monate zuvor. Die Zinssätze für gewöhnliche Spareinlagen sowie für alte und neue variable Hypotheken verharrten bei 2,4% bzw. 5,0%.

Die von den Banken nach Begebungsdatum gemeldeten Schweizerfranken-Anleihen betrugen im zweiten Quartal insgesamt 14,1 Mrd. Franken; sie übertrafen damit den entsprechenden Vorjahreswert um 15,6%. Die neuen Anleihen inländischer Schuldner erhöhten sich um 62% auf 6 Mrd. Franken, während diejenigen ausländischer Schuldner um 4% auf 8,1 Mrd. Franken sanken. Der Anteil inländischer Schuldner am Gesamtbetrag stieg damit innerhalb Jahresfrist von 31% auf 42%.

Wie üblich beschränkte sich die Emissionstätigkeit im Inlandbereich fast ausschliesslich auf festverzinsliche Anleihen (Straights). Diese stiegen innert Jahresfrist um rund die Hälfte und erreichten damit 5,5 Mrd. Franken. Der Rest von rund 470 Mio. Franken entfiel auf eigenkapitalbezogene Anleihen (2. Quartal 1995: 75 Mio. Franken).

Der Rückgang des Emissionsvolumens im Auslandbereich betraf sowohl die gewöhnlichen als auch die eigenkapitalbezogenen Anleihen. Während die gewöhnlichen Anleihen um 12% auf 5,5 Mrd. Franken sanken, verringerten sich die eigen-

Tabelle 8: Schweizerfranken-Anleihen¹ (in Mrd. Franken²)

	1995	1996				1996	
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Total	63,6	17,1	12,2	19,3	15,0	16,9	14,1
Straights	52,9	15,0	9,9	15,8	12,2	14,6	11,0
Eigenkapitalbezogene Anleihen	9,6	1,9	2,2	3,1	2,3	1,7	2,5
Andere ³	1,2	0,2	0,1	0,3	0,6	0,6	0,5
Total Inländische Schuldner	25,6	7,9	3,7	7,9	6,1	5,6	6,0
Straights	23,9	7,7	3,6	6,9	5,6	5,4	5,5
Eigenkapitalbezogene Anleihen	1,6	0,2	0,1	1,0	0,4	0,1	0,5
Andere ³	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Total Ausländische Schuldner	37,9	9,2	8,5	11,4	8,9	11,3	8,1
Straights	29,0	7,2	6,2	8,9	6,6	9,1	5,5
Eigenkapitalbezogene Anleihen	8,0	1,8	2,1	2,2	1,9	1,6	2,0
Andere ³	1,0	0,2	0,1	0,3	0,4	0,6	0,5

¹ Von den Banken gemeldete Geschäfte, nach Behebungsdatum

² Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

³ Inklusive nicht eigenkapitalbezogene Optionsanleihen (z.B. Anleihen mit Währungs- oder Goldoptionen), synthetische Obligationen und Anleihen mit variablem Zinssatz

kapitalbezogenen um -3% auf 2 Mrd. Franken. Das Emissionsvolumen der übrigen Anleihsarten (Anleihen mit variablem Zinssatz, synthetische Obligationen und Anleihen mit nicht eigenkapitalbezogenen Optionen) nahm dagegen zu und erreichte mit rund 540 Mio. Franken das Vierfache des entsprechenden Vorjahreswerts. Der Anteil der gewöhnlichen Anleihen am Gesamtbetrag im Auslandsbereich sank damit innert Jahresfrist von 74% auf 68%. Zwei Fünftel der aufgelegten Anleihen waren Privatplatzierungen (2. Quartal 1995: 20%). Im Auslandsegment des schweizerischen Kapitalmarktes nahmen vor allem japanische Schuldner Kapital auf, so dass ihr Anteil gegenüber dem Vorjahr von 6% auf 23% stieg. Der Anteil der westeuropäischen und der nordamerikanischen Schuldner ging dagegen von 59% auf 52% bzw. von 21% auf 10% zurück. Die internationalen Entwicklungsorganisationen, auf die in der Vorjahresperiode 2% des Emissionstotals entfallen waren, gelangten im zweiten Quartal nicht an den Schweizer Kapitalmarkt.

Bankbilanzen und Kredite

Die monatlich meldenden Banken wiesen Ende Juni 1996 eine Bilanzsumme von 1382 Mrd. Franken auf. Gegenüber dem Stand von Ende März 1996 bedeutet dies einen Anstieg von 2,1%. Werden die auf Dollar lautenden Bilanzpositionen zum

Wechselkurs von Ende März 1996 bewertet, betrug die Wachstumsrate indessen nur 1,2%.

Die Netto-Finanzaktiva (flüssige Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) lagen am Ende des zweiten Quartals mit 205 Mrd. Franken fast auf dem gleichen Niveau wie am Ende des Vorquartals. Die hauptsächlich aus schweizerischem Notenbankgeld bestehenden flüssigen Mittel stiegen um 10,3%. Saisonbereinigt entspricht dies einem Zuwachs von 4,5%. Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen greifbaren Mittel) lag während der Unterlegungsperiode vom 20. Mai bis zum 19. Juni 1996 mit 124% leicht über dem entsprechenden Vorjahresniveau (122%). Im Laufe des zweiten Quartals 1996 stellten die meldenden Banken anderen – hauptsächlich ausländischen – Banken mehr Mittel zur Verfügung, als sie von diesen in Anspruch nahmen. Der Saldo im Interbankgeschäft (Bankendebitoren minus Bankenkreditoren) stieg von 0,5 Mrd. auf 4,4 Mrd. Franken. Der Bestand der Wechsel und Geldmarktpapiere sank um 7,3% und jener der Wertschriften um 1,2%.

Die Kredite lagen Ende Juni mit 735,4 Mrd. Franken um 2% höher als drei Monate zuvor und überstiegen damit den Vorjahreswert um 3,8%. Mit 8,2% nahmen die Auslandskredite gegenüber der Vorperiode überdurchschnittlich stark zu. Dollar-

Tabelle 9: Bankbilanzen(Veränderung der Jahres- bzw. Quartalsendwerte gegenüber dem Vorjahr in Prozent)¹

	1991	1992	1993	1994*	1995		1996		Stand (in Mrd. Fr.)
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	
Bilanzsumme	3,4	3,3	5,8	0,8	1,3	9,8	16,8	16,5	1382,3
Netto-Finanzaktiva²	-0,5	15,8	12,3	3,8	26,3	27,9	52,7	37,3	205,0
Flüssige Mittel	-2,0	-2,5	1,2	-6,2	0,1	1,5	-0,9	1,5	10,7
Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.)	-14,3	-7,1	-26,1	-26,2	2,5	-9,5	0,5	4,4	4,4
Wechsel und Geldmarktpapiere	-12,6	16,0	1,3	12,2	-12,2	19,9	52,4	34,1	46,7
Wertschriften	14,1	6,3	41,3	1,5	9,5	12,4	21,4	13,6	143,1
Kredite	5,9	1,9	1,6	0,6	-0,9	-2,4	1,0	2,2	735,4
Inländische Kredite	4,5	1,7	0,9	2,4	1,5	2,4	3,6	3,8	585,3
Debitoren	2,6	0,3	-2,8	0,6	0	0,8	4,7	2,8	143,0
Bewilligte Baukredite	-5,6	-5,8	-12,4	0,5	-6,2	-13,2	-16,4	-19,2	25,3
Beanspruchte Baukredite	4,6	-0,8	-13,5	-4,3	-4,0	-12,0	-17,0	-21,5	13,9
Hypotheken	5,1	3,5	1,8	3,9	2,7	3,4	3,7	4,9	419,2
Ausländische Kredite	11,1	2,6	4,0	-5,4	-9,6	-19,4	-8,7	-3,7	150,1
Kundengelder	4,5	3,2	2,4	2,0	1,5	-0,3	6,9	7,3	743,2
Kreditoren auf Sicht	-1,6	5,1	19,8	-4,9	0,5	7,2	22,6	19,9	112,8
Kreditoren auf Zeit	5,9	2,4	-8,3	6,8	-1,1	-10,0	-0,2	3,4	298,0
Spar- und Depositenkonti	5,5	7,4	21,5	4,8	7,9	12,2	16,6	14,0	262,9
Kassenobligationen	3,8	-2,0	-12,5	-11,4	-5,5	-8,2	-13,2	-13,0	69,6
Obligationen und Pfandbriefe	7,8	5,7	5,7	2,6	8,4	8,5	6,3	5,7	93,0
Treuhandgelder	0,2	0,8	-10,9	-4,3	-8,8	-7,7	3,9	9,4	275,9

¹ Vorjahresvergleiche einzelner Bilanzpositionen werden ab 3. bzw. 4. Quartal 1995 durch eine neue Buchungspraxis resp. durch die Umstellung auf die neuen Rechnungslegungsvorschriften verzerrt. Dies betrifft insbesondere die Netto-Finanzaktiva, während bei den Krediten die Werte durch entsprechende Korrekturen vergleichbar gemacht werden konnten.

² Die Netto-Finanzaktiva setzen sich zusammen aus: flüssigen Mitteln, Saldo im Interbankgeschäft (Bankendebitoren minus Bankenkreditoren), Wechsel und Geldmarktpapiere, Wertschriften.

* definitive Werte

kursbereinigt erhöhten sie sich um 5,4%, während das Kredittotal um 1,5% zunahm. Die inländischen Kredite nahmen um 0,7% zu und übertrafen damit den Stand vor Jahresfrist um 2,2%. Während die Hypothekarkredite um 1,2% stiegen, erhöhten sich die Debitoren um 0,6%. Die schlechte Lage im Baugewerbe spiegelt sich in einem Rückgang der Baukredite. Die bewilligten Baukredite sanken um 3% und die beanspruchten um 6%.

Die Banken wiesen Ende Juni Kundengelder (Kreditoren, Spar- und Depositenhefte sowie Kassenobligationen) von insgesamt 743,2 Mrd. Franken aus. Gegenüber dem Vorquartal entspricht dies einem Anstieg um 2,6%. Die einzelnen Komponenten entwickelten sich uneinheitlich. Die Kreditoren auf Sicht stiegen noch um 2,1%, während

sich die Kreditoren auf Zeit um 7% erhöhten. Die Spar- und Depositengelder sanken dagegen um 2,2%. Der seit gut drei Jahren zu beobachtende tendenzielle Rückgang der Kassenobligationen setzte sich im zweiten Quartal fort (-2,2%). Die ausstehenden Obligationen und Pfandbriefe stiegen um 1,4%.

Die fast ausschliesslich im Ausland plazierten Treuhandgelder erreichten Ende Juni 1996 die Summe von 275,9 Mrd. Franken. Sie lagen damit knapp 12 Mrd. Franken oder 4,7% über dem Stand von Ende März. Die aus dem Inland stammenden Treuhandgelder, die in den Vorquartalen gesunken waren, stiegen wieder um 6,4%. Die volumenmässig rund viermal bedeutenderen Treuhandgelder aus dem Ausland erhöhten sich um 4,5%.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 13 septembre 1996*

A. Aperçu

1. Etranger

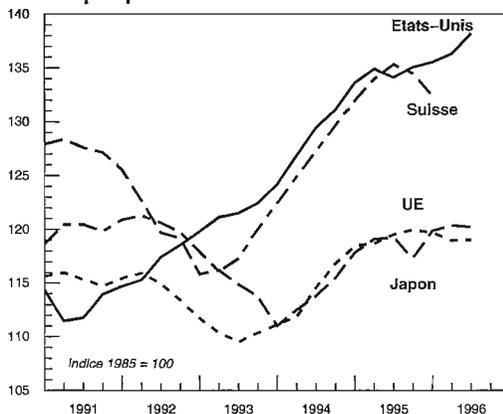
Evolution de la conjoncture

Dans les pays de l'OCDE, la conjoncture n'a pas évolué de manière homogène au deuxième trimestre de 1996. La croissance économique a gagné en vigueur aux Etats-Unis, alors que la morosité a persisté en Europe. Le produit intérieur brut réel a augmenté en Allemagne, mais légèrement diminué en France et en Italie. Dans ces deux derniers pays, la demande intérieure et les exportations ont enregistré un tassement. Le chômage, de nouveau croissant au sein de l'UE, a freiné la consommation privée, et la demande publique est restée faible sous l'effet de la politique budgétaire restrictive. Contrairement à la plupart des pays d'Europe continentale, le Royaume-Uni a continué à bénéficier d'une croissance économique modérée, grâce notamment à la consommation privée. Au Japon, la reprise de la conjoncture s'est poursuivie, les principales impulsions venant toujours des programmes de relance adoptés par l'Etat.

Selon les indicateurs conjoncturels avancés, l'économie américaine devrait croître à un rythme vigoureux au second semestre également. Mais, pour la plupart des pays européens, les indicateurs avancés annoncent une stagnation persistante.

Aux Etats-Unis, l'emploi a sensiblement progressé au deuxième trimestre, de sorte que le

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques et OFS

taux de chômage est tombé à son niveau le plus bas des six dernières années. Dans maints pays européens par contre, l'emploi a diminué, et le chômage s'est aggravé. Au Japon également, le taux de chômage, a augmenté.

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement a faibli dans la zone de l'OCDE (sans la Turquie) au deuxième trimestre. Il s'inscrivait à 3,7% en juin, contre 4,2% en mars. La hausse des prix s'est légèrement accélérée aux Etats-Unis et en France, mais a marqué un ralentissement au Royaume-Uni et, surtout, en Italie. Le renchérissement n'a pas varié en Allemagne, et les prix à la consommation sont restés une fois encore stables au Japon.

Politique économique

Les écarts observés dans la situation économique se sont reflétés dans la politique monétaire des grands pays industrialisés. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a maintenu inchangé le taux de l'argent au jour le jour, les perspectives en matière de renchérissement restant favorables malgré la

* Le rapport a été approuvé le 29 août. Autant que possible, il tient compte également des informations publiées après cette date. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières. Les données sur le commerce extérieur de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni et de l'Italie sont disponibles avec retard du fait d'adaptations statistiques et sont moins fiables.

vive expansion de l'économie. En revanche, les banques centrales européennes ont encore relâché les rênes monétaires. A la mi-avril, la Banque fédérale d'Allemagne ainsi que la plupart des autres banques centrales participant au mécanisme de change du Système monétaire européen (SME) ont réduit leurs taux directeurs. La Banque de France a par la suite continué à assouplir sa politique monétaire à petits pas. Les autorités monétaires britanniques ont légèrement abaissé leur taux d'intervention au début de juin, et la Banque d'Italie a réduit de 0,75 point, à fin juillet, ses taux de l'escompte et des avances sur nantissement. Enfin, la Banque fédérale d'Allemagne a diminué de 0,3 point, à fin août, le taux qu'elle applique aux prises en pension. La plupart des autres banques centrales européennes lui ont emboîté le pas.

La hausse des taux d'intérêt à long terme a continué aux Etats-Unis. Observée depuis le début de l'année, cette tendance est liée surtout à la croissance économique vigoureuse. En Europe, les taux à long terme n'ont que peu augmenté du fait de la conjoncture morose; ils ont même reculé dans plusieurs pays.

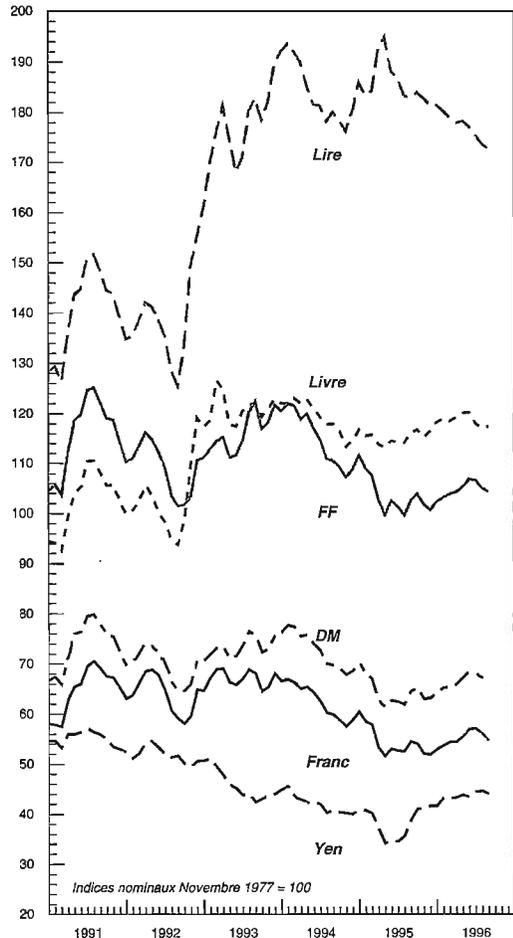
Aux Etats-Unis, le déficit budgétaire a fortement diminué. Pour l'exercice 1996, les comptes de l'Etat fédéral se solderont par un excédent de dépenses correspondant à 1,5% du produit intérieur brut. L'amélioration s'explique principalement par un net accroissement des recettes fiscales. En Europe, la dégradation de la conjoncture a influé également sur les finances publiques. Le gouvernement britannique a révisé à la hausse le déficit budgétaire de l'exercice 1996/97, les rentrées fiscales restant en deçà de ce qui était escompté. Un important dépassement du déficit prévu au budget se dessinait aussi en Italie. Pour l'endiguer, le Parlement italien a approuvé une série de mesures, parmi lesquelles figurent des compressions de dépenses.

Marchés des changes

Stimulé par la croissance économique robuste et de bons chiffres concernant le marché du travail aux Etats-Unis, le dollar a continué à se raffermir au début du deuxième trimestre. La chute des

cours à la bourse de New York et l'attente déçue d'une hausse des taux d'intérêt ont toutefois entraîné une nouvelle baisse de la monnaie américaine en juillet. A fin août, le dollar valait 1,48 mark allemand et 108,5 yens; il avait ainsi rejoint son niveau de début avril par rapport au mark, mais s'était légèrement revalorisé vis-à-vis du yen. Face au franc suisse, le dollar s'établissait à 1,20, soit à un cours un peu supérieur à ce qui était observé au début d'avril. Au deuxième trimestre, le cours réel du dollar, pondéré par le commerce extérieur, dépassait encore de 8,7% le niveau enregistré un an auparavant.

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



Au sein du SME, le calme a régné au deuxième trimestre. L'écart entre la plus forte et la plus faible des monnaies participant au mécanisme de change a une nouvelle fois diminué, passant de 5% à 2,5%. La peseta espagnole est restée la monnaie la plus forte. Succédant à la livre irlandaise, la couronne danoise est devenue la monnaie la plus faible en mai. Le franc français a été passagèrement, en juin, au dernier rang des monnaies du mécanisme de change.

Au deuxième trimestre, le mark allemand a cédé du terrain face à la plupart des monnaies participant au mécanisme de change du SME. Par rapport au franc français et à la peseta, il est tombé à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis plusieurs années. En juillet, le mark s'est redressé consécutivement au net repli du dollar; vis-à-vis du franc français, il a terminé le mois d'août à un niveau un peu supérieur à celui de début avril. Le cours réel du mark, pondéré par les exportations, a augmenté de 4,4% entre le deuxième trimestre de 1995 et la période correspondante de 1996; celui du franc français a enregistré une hausse de 0,4%.

Face au mark allemand, les monnaies qui font partie du SME mais ne participent pas au mécanisme de change se sont raffermies encore plus nettement au deuxième trimestre. Ainsi, la lire italienne a regagné 3,8% entre début avril et fin août. Au deuxième trimestre, son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, dépassait de 17,1% son niveau du trimestre correspondant de 1995. La livre sterling s'est elle aussi revalorisée fortement, puis a de nouveau faibli, en juillet, dans le sillage du dollar; finalement, entre début avril et fin août, elle n'a regagné que 2% vis-à-vis du mark. Son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, s'inscrivait au deuxième trimestre 0,7% au-dessus du niveau observé un an auparavant. Quant à la couronne suédoise, elle a suivi les mêmes mouvements. Sa hausse face au mark a été de 0,4% entre début avril et fin août.

Au deuxième trimestre, le mark s'est raffermi par rapport au franc suisse. En juillet, il a moins réagi que le franc à la baisse du dollar, de sorte qu'il a de nouveau cédé du terrain face à la monnaie helvétique. Ainsi, entre début avril et fin août, le mark ne s'est revalorisé que de 0,5%.

Le yen est resté orienté à la baisse au deuxième trimestre, puis s'est redressé du fait de la faiblesse du dollar en juillet. Vis-à-vis de la monnaie américaine, il ne s'est que peu replié entre le début du deuxième trimestre et la fin du mois d'août. En l'espace d'un an, le cours réel du yen, pondéré par le commerce extérieur, a diminué de 22,2%.

Intégration européenne

En juillet, la Commission européenne a présenté son rapport annuel sur les finances publiques dans les Etats de l'UE. Elle y examine dans quelle mesure les Etats membres remplissent les critères de convergence fixés dans le Traité de Maastricht. Seuls le Luxembourg, l'Irlande et, pour la première fois, le Danemark respectent les critères en matière de finances publiques. L'Irlande et le Danemark ont une dette publique toujours supérieure à la valeur de référence, soit 60% du produit intérieur brut. Mais le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut s'est fortement amélioré dans ces deux pays au cours des dernières années. L'Allemagne, pour la première fois, a enregistré un déficit excessif, puisque celui-ci dépassait la valeur de référence, fixée à 3% du produit intérieur brut.

Coopération monétaire internationale

A fin août, le Fonds monétaire international (FMI) a versé la cinquième tranche du crédit accordé à la Russie en mars. Le versement de cette tranche a été reporté d'un mois parce que la Russie s'était écartée du programme économique convenu. Aussi, avant le versement d'autres tranches, le FMI a-t-il demandé l'adoption de mesures économiques supplémentaires. De ce prêt à moyen terme, qui porte sur 6,9 milliards de DTS au total, 1168 millions de DTS ont été versés à la Russie jusque-là.

En juillet, le FMI a passé un accord de confirmation de 975 millions de DTS avec le Venezuela. Avant l'octroi du prêt, ce pays avait déjà mis en œuvre un vaste programme de réformes.

2. Suisse

En Suisse, le tableau conjoncturel est resté sombre au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a diminué d'un trimestre à l'autre, en données corrigées des variations saisonnières. En outre, il était inférieur de 0,5% à son niveau de la période correspondante de 1995. La demande intérieure est restée déprimée, et l'indice du climat de consommation est tombé, en juillet, à un niveau qui n'avait plus été observé depuis trois ans. Plus aucune impulsion n'est venue des exportations de biens et services. Mais, comme les importations ont sensiblement diminué, la contribution du commerce extérieur au produit intérieur brut a été dans l'ensemble légèrement positive. Selon l'enquête effectuée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la marche des affaires s'est détériorée aussi bien dans les entreprises axées sur le marché intérieur que dans celles qui sont à vocation exportatrice. La production industrielle a fléchi au deuxième trimestre, et le taux d'utilisation des capacités de production est tombé au-dessous de 83% pour la première fois depuis deux ans. Alors que l'industrie travaillant pour le marché intérieur s'attendait à une nouvelle contraction de ses commandes et de sa production au troisième trimestre, l'industrie d'exportation a fait montre, dans l'ensemble, d'un optimisme prudent. L'industrie des machines et appareils tablait toutefois sur un ralentissement de ses affaires. Dans la construction, la situation a continué à se détériorer, mais pas autant qu'au cours des trimestres précédents.

Au deuxième trimestre, l'emploi a stagné. Il était cependant inférieur de 0,4% à son niveau de la période correspondante de 1995. Entre avril et juillet, le nombre des chômeurs a encore augmenté en données corrigées des variations saisonnières, et le taux de chômage a passé de 4,5% à 4,6%.

Entre mars et août, le renchérissement a légèrement faibli pour s'inscrire à 0,6%. Les prix des biens sont restés stables, alors que le renchérissement a quelque peu diminué du côté des services, grâce notamment à un nouveau ralentissement de la hausse des loyers. La baisse de l'indice des prix à la production et à l'importa-

tion s'est accélérée; en juillet, cet indice était 2,6% au-dessous du niveau observé un an auparavant.

Du premier au deuxième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée a augmenté d'un peu plus de 0,3 milliard pour atteindre près de 31 milliards de francs. Par rapport au quatrième trimestre de 1995, elle a enregistré une hausse de 2,4% ou de 5% en taux annualisé. L'agrégat a donc progressé à un rythme légèrement inférieur à celui du premier trimestre; il dépassait cependant le volume prévu par la Banque nationale. Sa croissance, toujours forte, est due essentiellement à l'expansion vigoureuse des avoirs en comptes de virements, les billets en circulation ayant quant à eux évolué conformément aux prévisions. La demande accrue d'avoirs en comptes de virements s'explique par les besoins plus élevés de liquidités des banques, mais aussi par des modifications dans la composition des disponibilités bancaires. Plusieurs établissements ont en effet renforcé leurs avoirs en comptes de virements à la Banque nationale, au détriment de leurs avoirs en comptes de chèques postaux.

Pour le troisième trimestre, la Banque nationale table sur un volume de monnaie centrale désaisonnalisée de 31,1 milliards de francs. L'agrégat devrait ainsi augmenter de 2,8% par rapport à son niveau du quatrième trimestre de 1995 et de 3,8% en rythme annualisé. Après avoir évolué conformément à cette prévision en juillet, la monnaie centrale désaisonnalisée a recommencé à croître vigoureusement en août, du fait de la demande toujours soutenue d'avoirs en comptes de virements.

La forte demande d'avoirs en comptes de virements a engendré une hausse des taux à court terme au deuxième trimestre. Sur le marché des euro-francs, la rémunération des dépôts à trois mois s'inscrivait en moyenne à 2,5% en juin, contre près de 1,7% en mars. Comme la Banque nationale a mis d'abondantes liquidités à la disposition des banques, ce taux s'est ensuite replié. A fin août, il s'établissait à 2,1%. Quant au rendement moyen des obligations fédérales, il a augmenté de 0,3 point, entre mars et juin, pour atteindre presque 4,4%; par la suite, il a de nouveau fléchi, passant à un peu plus de 4%.

Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, a nettement faibli au deuxième trimestre. En juin, il était inférieur de 3,6% à son niveau de mars et de 4,3% à celui de juin 1995. La baisse du dollar à mi-juillet a toutefois entraîné un nouveau raffermissement du franc vis-à-vis de la plupart des monnaies importantes, notamment face au mark allemand.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

Au deuxième trimestre, la croissance de l'économie américaine a pris de la vigueur. En termes réels et annualisés, elle a atteint 4,8%, soit un rythme nettement supérieur à son potentiel qui, selon des estimations de la Réserve fédérale, est de 2 à 2,5%. La demande intérieure a été le principal moteur de la conjoncture. En taux annualisés, la consommation privée a augmenté de 3,4%, et la consommation publique, de 8,2%. Les investissements se sont eux aussi accrus fortement; la construction de logements, en expansion de 15,9%, est devenue la composante la plus dynamique, succédant ainsi aux biens d'équipement qui ont progressé de 6%. Après avoir freiné la conjoncture au premier trimestre, les stocks ont contribué à la croissance au trimestre suivant. La progression des exportations s'est de nouveau accélérée d'un trimestre à l'autre. Mais les importations s'étant elles aussi inscrites en nette hausse, le commerce extérieur a, dans l'ensemble, ralenti la croissance économique.

Dans l'industrie, entrées et carnets de commandes ont sensiblement augmenté au deuxième trimestre. Grâce surtout aux branches de l'automobile et de l'informatique, la production industrielle (sans la construction) s'est accrue de 5,6% en taux annualisé, contre 3% au premier trimestre. Le taux d'utilisation des capacités de production a encore progressé légèrement pour atteindre 83,2%, alors que les stocks sont descendus à leur niveau le plus bas depuis la fin de 1994. L'indice des indicateurs avancés et les stocks peu étoffés annoncent une croissance économique toujours vigoureuse au second semestre. L'indice du climat de consommation, qui s'est nettement

redressé, a presque retrouvé son niveau du trimestre correspondant de l'année précédente. En taux annualisé, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont enregistré une hausse de plus de 5% par rapport au premier trimestre.

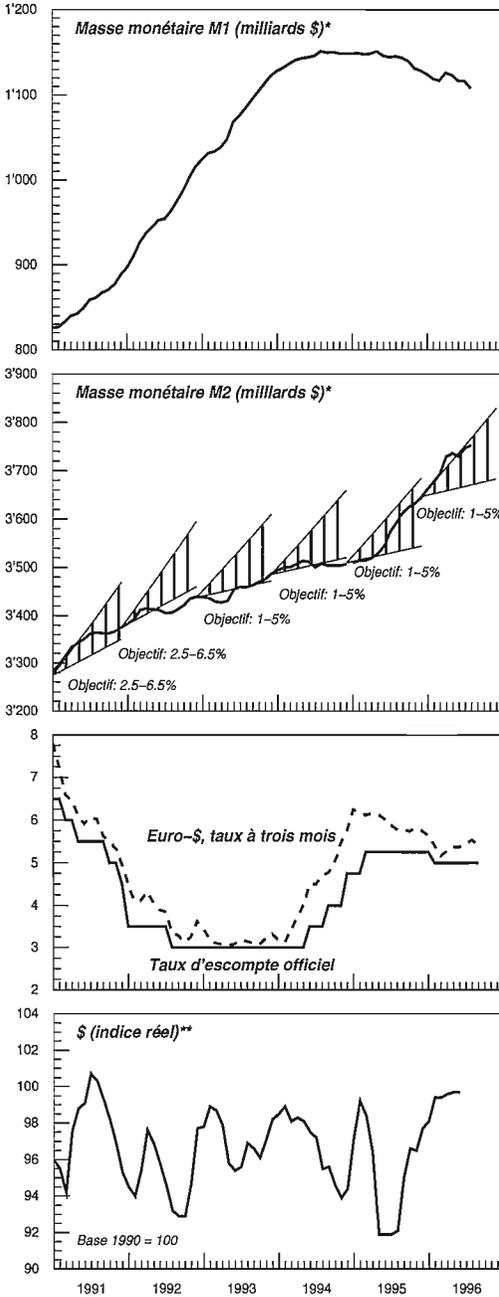
Au deuxième trimestre, le nombre des personnes occupées a augmenté de 265 000 par mois, en moyenne, contre 206 000 au premier trimestre. La plupart des nouveaux postes ont été créés dans les services et dans la construction. Dans l'industrie manufacturière, par contre, l'emploi a reculé. En juin, le taux de chômage est tombé à 5,3%, soit à son niveau le plus bas depuis le milieu de 1990. En moyenne du trimestre, il s'inscrivait à 5,4%.

Le déficit de la balance commerciale est resté inchangé à 43 milliards de dollars du premier au deuxième trimestre. Il était encore de 48 milliards de dollars au deuxième trimestre de 1995.

Les prix à la consommation ont augmenté de 2,9% au deuxième trimestre, contre 2,7% au trimestre précédent. La hausse des prix à la production s'est accélérée elle aussi, passant à 2,5%. L'indice des coûts salariaux, qui ne prend pas en considération les charges sociales, s'est accru de 3,2% entre le deuxième trimestre de 1995 et le trimestre correspondant de 1996. Compte tenu de ces charges, il aurait progressé de 2,9%.

Les taux d'intérêt à court terme ont enregistré une légère hausse. Sur le marché des euro-dollars, la rémunération des dépôts à trois mois s'établissait en moyenne à 5,4% au deuxième trimestre, contre 5,3% au premier; à fin juillet, elle était de 5,5%. Le rendement des emprunts émis à dix ans par l'Etat, qui avait commencé à augmenter en février, a passé à 6,3% en mars et à 6,9% en juillet. La Réserve fédérale a maintenu inchangés le taux de l'argent au jour le jour et le taux de l'escompte. Elle a toutefois laissé entendre qu'elle relèverait les taux d'intérêt en cas de signes de pressions inflationnistes plus fortes. La progression des agrégats monétaires M_2 et M_3 a faibli. Par rapport au quatrième trimestre de 1995, l'agrégat M_2 a augmenté de 5% en taux annualisé. Il évoluait ainsi à la limite supérieure de son corridor de croissance. Quant à la masse monétaire M_3 , elle

Graphique 3: Etats-Unis



* Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Système de Réserve fédérale). Depuis décembre 1994, nouvelle définition

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

s'est accrue de 6,4%, soit à un rythme légèrement supérieur à son corridor de 2 à 6%. La Réserve fédérale n'a pas modifié, lors de sa révision périodique, les fourchettes de progression assignées à ces deux agrégats.

Selon les plus récentes estimations, le déficit des comptes de l'Etat fédéral pour l'exercice 1996, qui prendra fin le 30 septembre, devrait être sensiblement inférieur à celui de l'année précédente. L'excédent de dépenses sera d'environ 117 milliards de dollars, ce qui correspond à 1,5% du produit intérieur brut. Ce recul s'explique par des coupes dans les dépenses, mais aussi par la conjoncture qui a accru les recettes tirées de l'impôt sur le revenu des particuliers et de l'impôt versé par les entreprises. Le déficit de l'exercice précédent atteignait encore 164 milliards de dollars ou 2,25% du produit intérieur brut.

Japon

Au Japon, la conjoncture a continué à s'améliorer au premier trimestre de 1996. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 5,5%, contre 2,5% au trimestre précédent et 0,1% un an auparavant. Cette vigoureuse expansion a découlé principalement des programmes adoptés par l'Etat pour stimuler la conjoncture, programmes qui ont engendré une hausse de 26,7% des dépenses dans le domaine des travaux d'infrastructure. Les investissements du secteur privé en biens d'équipement et la consommation privée se sont eux aussi accrus. De leur côté, les investissements en constructions du secteur privé, qui avaient chuté au second semestre de 1995, et la consommation publique n'ont que faiblement augmenté. Enfin, les exportations sont restées élevées, mais ont peu progressé.

Au deuxième trimestre, les investissements publics et privés se sont une nouvelle fois accrus fortement, alors que les autres composantes de la demande ont manqué de vigueur. Par rapport à la période correspondante de 1995, la production de l'industrie manufacturière a augmenté de 0,6%, elle avait progressé de 1,1% au premier trimestre et de 4,8% au deuxième trimestre de 1995. Le taux d'utilisation des capacités de pro-

duction a marqué une légère hausse, mais est resté inférieur au niveau observé un an auparavant. En mai, lors de l'enquête trimestrielle portant sur la conjoncture, les entreprises de l'industrie manufacturière se sont montrées un peu moins pessimistes. Elles ont estimé leurs stocks à peine plus élevés qu'un an auparavant. Les entrées de commandes de la clientèle japonaise se sont sensiblement accrues, mais celles qui proviennent de l'étranger ont reculé. En comparaison annuelle, les commandes de nouvelles constructions ont diminué au deuxième trimestre, alors qu'elles avaient encore nettement augmenté au premier trimestre. Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont stagné; les ventes de voitures ont cependant progressé quelque peu en un an.

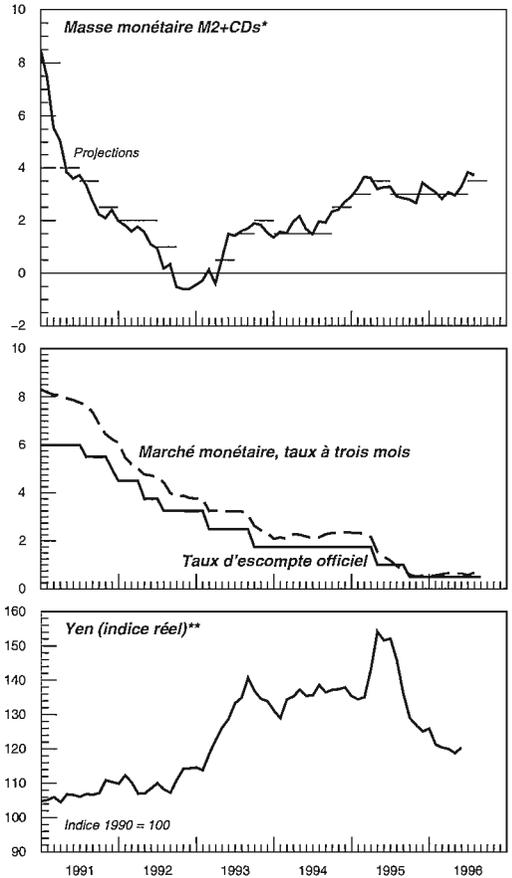
Après avoir fléchi de 0,3% au premier trimestre, les prix à la consommation ont augmenté de 0,1% au trimestre suivant. Quant aux prix à la production, ils étaient inférieurs de 1% à leur niveau du deuxième trimestre de 1995. Le mouvement de repli, observé depuis 1992, a donc continué.

Entre le deuxième trimestre de 1995 et la période correspondante de 1996, le nombre des personnes occupées a légèrement progressé, mais le taux de chômage a passé de 3,1% à 3,5%. Le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi s'établissait à 0,68. Il était tombé à son plus bas niveau du cycle conjoncturel actuel, soit à 0,61, au troisième trimestre de 1995. Les entreprises hésitant toujours beaucoup à engager du personnel, le chômage des jeunes (de 15 à 24 ans) est nettement supérieur au taux moyen de chômage.

L'excédent de la balance commerciale s'inscrivait à 2 billions de yens au deuxième trimestre, contre 3 billions un an auparavant. La croissance des importations est restée vigoureuse, alors que celle des exportations a été faible. Le solde actif de la balance courante, qui atteignait encore 2,6 billions de yens (2,2% du produit intérieur brut) au deuxième trimestre de 1995, a fléchi à 1,6 billion (1,3%).

Les autorités monétaires japonaises ont maintenu le taux de l'escompte à 0,5% au deuxième trimestre. La dernière réduction de ce taux remontait à septembre 1995. Sur le marché des euro-yens, la

Graphique 4: Japon



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

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

remunération des dépôts à trois mois était de 0,5%, contre 1,2% un an auparavant. Quant au rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat, il s'inscrivait à 3,3%, soit à son niveau du trimestre précédent, mais aussi de la période correspondante de 1995.

Au deuxième trimestre, la masse monétaire M₂+CD, qui sert d'indicateur monétaire, dépassait de 3,3% le niveau observé un an auparavant, contre 3% au premier trimestre. La Banque du Japon a fixé à plus de 3% sa projection pour la croissance de cet agrégat au troisième trimestre.

Les difficultés auxquelles le système bancaire japonais est confronté se sont reflétées dans les résultats annuels. Pour l'exercice 1995, clos à fin mars, les pertes des banques nippones ont atteint 3 billions de yens au total. L'année précédente, un bénéfice de 1 billion de yens avait été enregistré. Les pertes sont apparues après des amortissements d'environ 10 billions de yens, ce qui correspond à 2% du produit intérieur brut. Ces ajustements de valeur sont dus à la chute des prix de l'immobilier, qui a commencé au début des années quatre-vingt-dix. Au cours des prochaines années, les banques devront probablement procéder encore à d'autres lourds amortissements. Elles pourront vraisemblablement supporter elles-mêmes le fardeau de ces pertes, alors que l'Etat contribue à couvrir celles des établissements de crédit immobilier en difficulté (jusen).

Allemagne

Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel a encore diminué en Allemagne. Il ne dépassait plus que de 0,3% son niveau de la période correspondante de 1995. Ce net affaiblissement de la conjoncture est dû avant tout aux investissements en constructions, qui ont continué à reculer fortement d'un trimestre à l'autre. Les autres composantes de la demande intérieure – consommations privée et publique ainsi qu'investissements en biens d'équipement – n'ont enregistré, elles aussi, qu'une modeste progression. Les exportations, qui avaient augmenté jusque-là, ont fléchi sensiblement. En outre, la faible demande intérieure s'est traduite par une stagnation des importations.

Une amélioration a été observée au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel s'est accru de 1,5% par rapport à la période précédente. La production de l'industrie manufacturière a augmenté de 1,1%, après avoir stagné au premier trimestre. Le taux d'utilisation des capacités de production a cependant passé de 83% en janvier à 82,1% en avril. Dans la construction, la production a marqué une reprise au deuxième trimestre, mais elle est restée inférieure au niveau enregistré un an auparavant. Du côté de l'industrie manufacturière, les entrées de commandes ont progressé, alors qu'elles avaient sensiblement reculé

au quatrième trimestre de 1995 et stagné au premier trimestre de 1996. Les commandes de la clientèle allemande se sont accrues plus fortement que celles qui proviennent de l'étranger; au premier trimestre, elles avaient enregistré une nette diminution. Lors des dernières enquêtes, les entreprises étaient de nouveau pessimistes quant aux perspectives de production, en dépit de la progression des commandes.

Au deuxième trimestre, la hausse des prix à la consommation est restée faible. En effet, le renchérissement s'inscrivait à 1,5%, contre 1,9% un an auparavant. Les prix à la production, en repli depuis le début de l'année, ont fléchi de 0,6% au deuxième trimestre, alors qu'ils avaient augmenté de 2% au trimestre correspondant de l'année précédente.

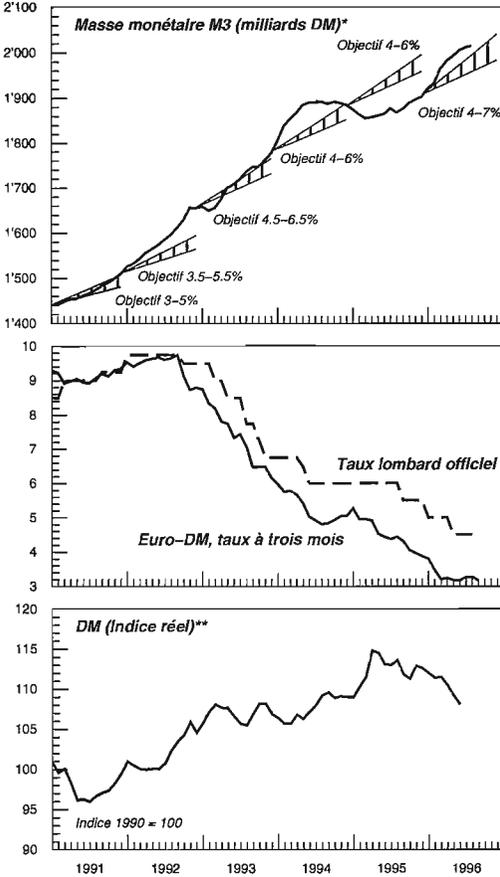
L'emploi a stagné à un bas niveau au deuxième trimestre; en comparaison annuelle, il a diminué de 0,9%. Le taux de chômage a passé de 9,3% au deuxième trimestre de 1995 à 10,3% au trimestre correspondant de 1996. Il s'établissait à 9% en Allemagne occidentale, mais à environ 16% dans la partie orientale.

Au deuxième trimestre, la balance des transactions courantes s'est soldée par un déficit probablement inférieur à celui de la même période de 1995. Le solde passif de la balance des services a diminué et, selon les premières données disponibles, l'excédent de la balance commerciale a légèrement augmenté.

A la mi-avril, la Banque fédérale d'Allemagne a ramené son taux de l'escompte de 3% à 2,5% et son taux lombard de 5% à 4,5%. La dernière réduction de ces taux remontait à décembre 1995. Entre avril et août, le taux appliqué aux prises en pension de titres a été maintenu à 3,3%; l'institut d'émission allemand l'a abaissé de 0,3 point à fin août. Le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a passé de 6,2% au premier trimestre à 6,5% au trimestre suivant, puis diminué pour s'inscrire à 6,4% en août.

Au deuxième trimestre, la masse monétaire M_3 s'est accrue de 10,4% en taux annualisé, contre 11,2% au trimestre précédent. Elle a ainsi continué à évoluer sensiblement au-dessus de son

Graphique 5: Allemagne



* Données cvs; depuis 1991, y compris les nouveaux Länder; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque fédérale d'Allemagne)

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

corridor de croissance, fixé entre 4 et 7%. Le numéraire en circulation, les dépôts à vue et les fonds d'épargne ont progressé, alors que les dépôts à terme ont reculé. A fin juillet, la Banque fédérale d'Allemagne a confirmé que M₃ reste le principal indicateur de sa politique monétaire.

France

Le produit intérieur brut réel de la France a marqué une vive hausse au premier trimestre. Il a augmenté de 1,2% par rapport au trimestre précé-

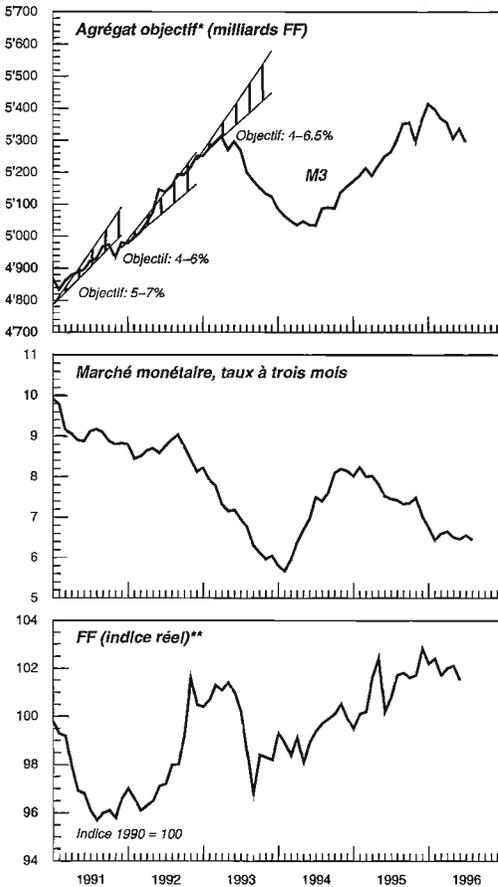
dent et de 0,9% en comparaison annuelle. Cette accélération de la croissance est liée pour une grande part au besoin de rattrapage des consommateurs après les importantes grèves de la fin de 1995. Les dépenses de consommation des ménages se sont accrues de 2,6% d'un trimestre à l'autre et de 3,9% par rapport aux trois premiers mois de 1995. La consommation publique et les exportations ont elles aussi contribué à la croissance, alors que des effets négatifs ont découlé de l'évolution des stocks et des investissements; en comparaison annuelle, les investissements en biens d'équipement ont faiblement progressé, mais un recul de 2,6% a été observé du côté des investissements en constructions.

La reprise de la conjoncture au début de l'année a été de courte durée. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a diminué du premier au deuxième trimestre; en outre, sa progression par rapport à la période correspondante de l'année précédente a fléchi pour s'inscrire à 0,3%. En moyenne des mois de mai et de juin, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont reculé en termes réels, après le redressement enregistré au premier trimestre. Le climat de consommation, qui s'était sensiblement amélioré au premier trimestre, est retombé à son niveau très bas de la fin de 1995. La faiblesse de la conjoncture a influé également sur le commerce extérieur. Aussi bien les exportations que les importations ont fléchi d'un trimestre à l'autre. Quant à la balance commerciale, elle a dégagé un excédent de 24,2 milliards de francs français, contre 29,1 milliards au premier trimestre.

La production industrielle a légèrement augmenté au deuxième trimestre. Selon l'enquête effectuée en juillet, les stocks étaient considérés comme excessifs par un nombre plus élevé d'entreprises. Les carnets de commandes étaient toujours à un bas niveau, mais ils n'ont plus diminué. Les entreprises s'attendent à une stagnation de la production au cours des prochains mois.

Sur le marché du travail, la situation s'est détériorée au premier semestre de 1996. L'emploi a stagné; mais, au premier trimestre, il était supérieur de 0,8% au niveau observé un an auparavant. Le taux de chômage atteignait 12,4% au deuxième trimestre, contre 12,2% au trimestre précédent.

Graphique 6: France



* Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant; depuis 1994, sentier de croissance à moyen terme de 5% par an en moyenne (source: Banque de France)

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

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement s'est légèrement accéléré, passant à 2,4%.

Etant donné la faiblesse de la conjoncture, la Banque de France a continué à assouplir prudemment sa politique monétaire. Entre avril et juillet, elle a réduit ses taux d'intervention de 0,15 point, en plusieurs étapes; elle a ainsi ramené son taux des appels d'offres à 3,55% et son taux des prises en pension à 4,75%. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs français a fléchi de 3,9% à 3,7%, et le rendement

des emprunts à long terme émis par l'Etat, de 6,5% à 6,4%. A fin août, l'institut d'émission français a abaissé son taux des appels d'offres à 3,35%.

La croissance de la masse monétaire M_3 s'est une fois encore ralentie. Cet agrégat était, au deuxième trimestre, de 1,5% inférieur au niveau observé un an auparavant (3,5% au premier trimestre). Sa progression était donc sensiblement plus faible que l'objectif à moyen terme de 5%. Contrairement à M_3 , l'endettement intérieur total a de nouveau augmenté. En l'espace d'un an, il s'est élevé de 4,8%, contre 5% au premier trimestre.

Royaume-Uni

L'économie britannique a continué à croître à un rythme modéré au premier trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,4% par rapport au quatrième trimestre de 1995 et de 1,7% en comparaison annuelle. La consommation privée a été le principal soutien de la conjoncture, alors que la consommation publique a stagné par rapport au trimestre précédent. Pour la première fois depuis une année, les investissements se sont accrus eux aussi sensiblement; ils étaient toutefois encore inférieurs de 1,5% au niveau observé un an auparavant. Les exportations n'ont plus donné autant d'impulsions. Leur progression, en comparaison annuelle, a passé de 5,1% au quatrième trimestre de 1995 à 3,6% au trimestre suivant. L'expansion des importations s'est par contre accélérée pour atteindre 7,7%.

Au deuxième trimestre, la croissance économique s'est maintenue à 1,7%. Elle a été stimulée surtout par la consommation privée. Les dépenses de consommation ont augmenté de 1,3% par rapport au premier trimestre. Le volume des crédits accordés aux ménages – crédits à la consommation et prêts hypothécaires – a connu sa plus forte progression depuis 1991. Tant les récents allègements fiscaux que la baisse des taux d'intérêt ont sans doute apporté davantage de vigueur à la consommation. D'un trimestre à l'autre, la progression des exportations s'est de nouveau renforcée; les ventes à l'Europe continentale ont enregistré une hausse particulièrement vive. Les

importations, elles aussi en essor, sont le signe d'une robuste demande intérieure. Au deuxième trimestre, les entrées de commandes en repli et les stocks élevés ont freiné la production de l'industrie manufacturière. Dans l'enquête la plus récente, les entreprises ont cependant porté des jugements plus positifs, pour la première fois depuis le printemps de 1995, sur les perspectives de production.

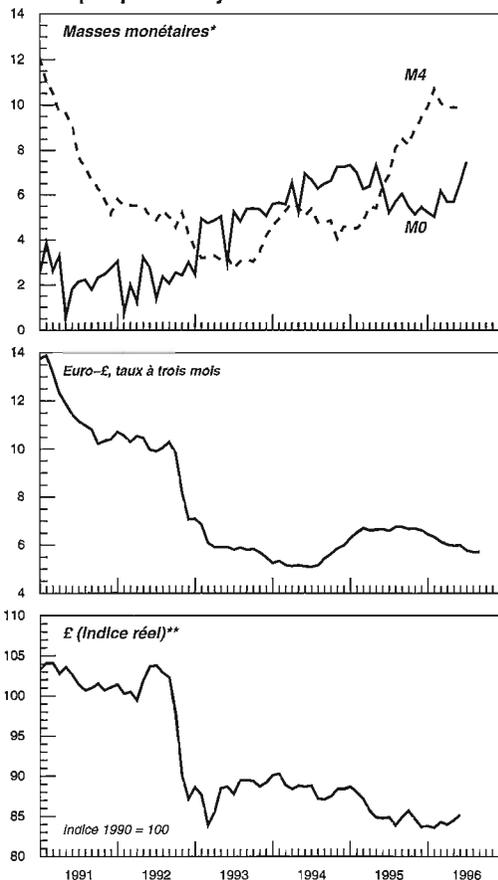
Le taux de chômage a continué à se replier. Il s'inscrivait à 7,7% au deuxième trimestre, contre 8,3% un an auparavant. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a faibli, passant à 2,3%, soit à son niveau le plus bas depuis la fin de 1993. Calculée sans les taux hypothécaires, l'inflation de base est restée inchangée à 2,8%; elle était donc supérieure à l'objectif de 2,5% que le gouvernement entend atteindre jusqu'à la fin de l'année. Les prix à la production ont augmenté de 2,9% au deuxième trimestre, contre 3,6% le trimestre précédent.

Au début de juin, les autorités monétaires britanniques ont réduit leur taux d'intervention de 0,25 point, étant donné la croissance modérée de l'économie et le relâchement des pressions sur les coûts et les salaires. A la suite de cette adaptation, le taux de base, que les banques appliquent à leurs débiteurs de premier ordre, a fléchi à 5,75%. Sur l'euro-marché, la rémunération des dépôts à trois mois en livres a passé de 6,2% à 5,9%. Quant au rendement des emprunts émis à long terme par l'Etat, il a augmenté quelque peu pour s'établir à 8,1%.

En comparaison annuelle, la masse monétaire M_0 a progressé de 6,5% au deuxième trimestre, soit plus fortement qu'au trimestre précédent. Son expansion était sensiblement supérieure à l'objectif fixé par la Banque d'Angleterre entre 0 et 4%. L'agrégat M_4 , qui englobe également les dépôts dans les banques et les caisses d'épargne-logement, s'est accru de 9,9%. Il évoluait par conséquent lui aussi au-dessus de son corridor de croissance de 3 à 9%.

Le déficit budgétaire de l'exercice en cours devrait être plus important que le montant prévu à l'origine par le gouvernement, notamment parce que le produit de la TVA sera moins élevé. Le gou-

Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

vernement table désormais sur un déficit de 26,9 milliards de livres, soit environ 3,5% du produit intérieur brut, contre 22,5 milliards initialement. Pour l'exercice 1995/1996, l'excédent de dépenses avait atteint 32,2 milliards de livres ou 4,6% du produit intérieur brut.

Italie

L'économie italienne a encore perdu de sa vigueur au premier trimestre. Le produit intérieur brut réel dépassait de 1,5% le niveau observé un an auparavant, contre 2,3% au quatrième trimestre de

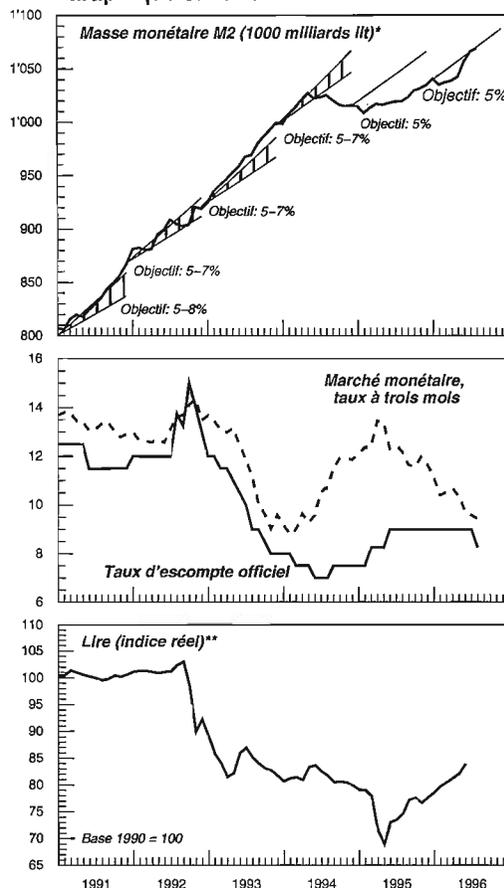
1995. Le ralentissement est dû avant tout à un tassement des exportations et des investissements en biens d'équipement. En comparaison annuelle, les exportations ont augmenté de 1,3% (quatrième trimestre de 1995: 5,8%), et les investissements en biens d'équipement, de 4,8% (10,2%). Les investissements en constructions ont eux aussi perdu de leur dynamisme. Comme précédemment, la consommation privée n'a enregistré qu'une légère hausse, et la consommation publique a diminué. La croissance des importations a continué à se ralentir du fait de la conjoncture moins bonne.

Selon les premières estimations, le produit intérieur brut réel a fléchi de 0,5% au deuxième trimestre; il ne dépassait plus que de 0,5% le niveau observé un an auparavant. La production industrielle a stagné par rapport à la période précédente et, pour la première fois depuis le premier trimestre de 1994, a diminué en comparaison annuelle. Elle a régressé du côté des biens de consommation et des produits semi-finis, mais progressé dans le domaine des biens d'équipement. Les entreprises ont estimé que leurs perspectives de production étaient beaucoup moins bonnes qu'au premier trimestre. Les entrées de commandes, en particulier celles de l'étranger, ont décliné. Les stocks se sont accrus, mais n'ont pas encore été jugés excessifs.

Entre le deuxième trimestre de 1995 et la période correspondante de 1996, l'emploi a augmenté de 0,3%. Au premier trimestre, il avait progressé de 0,7%. Le taux de chômage a passé de 12% à 12,2% du premier au deuxième trimestre.

Le renchérissement a continué à se replier. Après avoir atteint son niveau le plus élevé, soit 6% en novembre 1995, il a fléchi pour s'inscrire à 3,6% en juillet. Entre juin et juillet, les prix ont baissé pour la première fois depuis 28 ans. La hausse des prix à la production a elle aussi faibli. En juin, elle était de 0,6%, contre 7,2% – son maximum – en novembre 1995. Ce ralentissement s'explique principalement par le recul des prix à l'importation consécutif à la revalorisation de la lire. La progression des salaires, qui était restée inférieure au renchérissement ces trois dernières années, s'est accélérée. Au deuxième trimestre, les salaires dépassaient de 3,9% en moyenne le niveau ob-

Graphique 8: Italie



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

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

servé un an auparavant. En 1993, le gouvernement, les syndicats et les organisations patronales avaient convenu d'adapter chaque année les salaires dans la même proportion que le renchérissement prévu dans la loi de finances et de compenser, tous les deux ans, la différence par rapport à la hausse enregistrée des prix.

Etant donné le ralentissement de l'inflation, la Banque d'Italie a abaissé ses taux directeurs à fin juillet. Elle a ainsi ramené le taux lombard de 10,5% à 9,75% et le taux de l'escompte de 9% à 8,25%. Entre janvier et juillet, la rémunération des

dépôts à trois mois sur le marché des euro-lires a diminué de 9,9% à 8,7%, tandis que le rendement des emprunts émis à long terme par l'Etat passait de 10,4% à 9,6%.

La progression de la masse monétaire M_2 s'est accélérée légèrement pour atteindre 3,7% au deuxième trimestre. L'agrégat s'est ainsi rapproché du sentier de croissance fixé par la Banque d'Italie à 5%.

Au début du mois d'août, le Parlement italien a adopté des mesures supplémentaires, le déficit budgétaire s'étant fortement creusé à cause de l'affaiblissement de la conjoncture et des taux d'intérêt plus élevés que prévu. Ces mesures visent à réduire de 16 billions de lire le déficit, qui passerait ainsi à 114 billions de lire, soit à 6% du produit intérieur brut. Dans le budget initial, l'excédent de dépenses était de 109,4 billions de lire. La réduction du déficit sera réalisée aux deux tiers par des économies sur certaines dépenses. Ces économies seront obtenues dans le domaine de la santé, par un meilleur contrôle du droit aux rentes et par une diminution des déductions que les petites et moyennes entreprises peuvent faire valoir dans le domaine des charges sociales. En outre, les impôts perçus sur certains revenus de capitaux seront relevés.

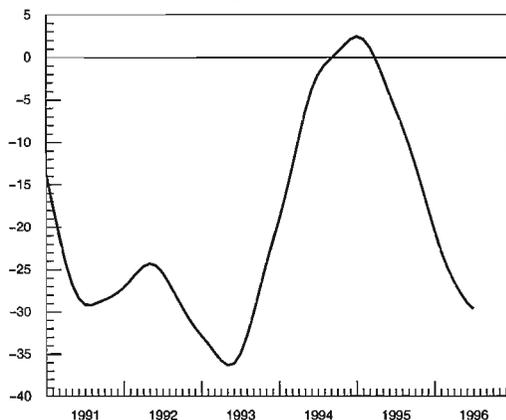
C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

En Suisse, l'affaiblissement de la conjoncture s'est poursuivi au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a diminué d'un trimestre à l'autre en données corrigées des variations saisonnières. Il s'inscrivait 0,5% au-dessous de son niveau du deuxième trimestre de 1995 (premier trimestre: -0,6%). Du côté de la demande intérieure, aucun signe de reprise n'a été observé. La consommation privée a quelque peu progressé par rapport au trimestre précédent, alors que les investissements en biens d'équipement ont mar-

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie*



* 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

qué un léger recul. Quant aux investissements en constructions, ils ont continué à chuter. En outre, les stocks ont diminué. Les exportations de biens et de services, qui avaient soutenu la conjoncture jusqu'au premier trimestre, ont elles aussi baissé légèrement en volume. En raison de la faible demande intérieure, le recul des importations de biens et de services s'est encore accéléré en volume. Le commerce extérieur a donc contribué à accroître le produit intérieur brut.

L'indice de la marche des affaires dans l'industrie – il est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – a poursuivi son mouvement de repli au deuxième trimestre. Les entreprises axées sur le marché intérieur et celles qui sont à vocation exportatrice ont été touchées dans la même mesure par cette évolution. Leur production a nettement reculé par rapport à la période correspondante de 1995, et les entrées de commandes annoncées ont marqué un net repli. Les carnets de commandes ont eux aussi considérablement fléchi en comparaison annuelle. Quant aux stocks de produits finis, ils étaient de nouveau considérés comme trop élevés. La production industrielle a diminué par rapport au premier trimestre. Le taux d'utilisation des capacités tech-

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1992	1993	1994	1995	1996					
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Etats-Unis	2,7	2,2	3,5	2,0	3,0	1,9	2,0	1,3	1,7	2,7
Japon	1,1	0,1	0,6	0,8	0,1	0,3	0,3	2,5	5,5	
Allemagne	1,8	-1,2	3,0	2,1	2,7	2,6	2,1	1,1	0,3	1,1
France	1,2	-1,3	2,8	2,2	4,2	2,6	1,8	0,3	0,9	0,3
Royaume-Uni	-0,5	2,1	3,9	2,5	3,4	2,6	2,2	1,8	1,7	1,8
Italie	0,6	-1,2	2,1	3,0	3,8	2,7	3,2	2,3	1,5	0,5
Suisse	-0,3	-0,8	1,2	0,7	1,8	1,4	0,7	-0,3	-0,7	-0,5

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

	1992	1993	1994	1995	1996					
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis	3,1	3,0	2,6	2,8	2,7	2,9	2,9	2,9	2,8	3,0
Japon	1,7	1,2	0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4
Allemagne	5,1	4,5	2,7	1,8	1,6	1,5	1,5	1,7	1,4	1,6
France	2,4	2,1	1,7	1,8	2,1	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3
Royaume-Uni	3,7	1,6	2,5	3,4	2,8	2,3	2,4	2,2	2,1	2,2
Italie	5,3	4,2	3,9	5,4	5,0	4,2	4,5	4,3	3,9	3,6
Suisse	4,0	3,3	0,9	1,8	1,1	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7

1.3 Chômage (en % de la population active, données cvs)

	1992	1993	1994	1995	1996					
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis ^{a)}	7,5	6,9	6,1	5,6	5,6	5,4	5,4	5,6	5,3	5,4
Japon	2,2	2,5	2,9	3,2	3,3	3,5	3,4	3,5	3,5	
Allemagne	7,7	8,9	9,6	9,4	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
France ^{b)}	10,4	11,7	12,3	11,8	12,2	12,4	12,3	12,4	12,5	12,5
Royaume-Uni ^{b)}	9,7	10,3	9,3	8,3	7,9	7,7	7,8	7,7	7,7	7,6
Italie	10,7	10,2	11,3	12,0	12,1	12,2	12,2	-	-	
Suisse ^{c)}	2,6	4,5	4,7	4,2	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6

a) Depuis 1994, nouvelle méthode d'enquête

b) Sans les jeunes sortant de l'école

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

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

	1992	1993	1994	1995	1995				1996	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Etats-Unis	-61,5	-99,9	-148,4	-148,2	-39,0	-41,0	-37,7	-30,4	-35,6	
Japon	112,6	131,6	130,2	111,0	30,4	30,6	27,2	22,7	19,1	14,7
Allemagne ^{a)}	-19,3	-14,8	-20,6	-17,6	-2,3	-4,0	-3,4	-8,0	-2,5	
France ^{a)}	3,6	9,4	7,8	16,9	8,5	4,7	0,6	2,9	6,9	
Royaume-Uni ^{a)}	-17,9	-16,2	-3,7	-4,6	0,6	-1,5	-1,7	-1,9	-1,6	
Italie ^{a)} ^{b)}	-28,6	11,3	15,1	27,4	3,8	7,3	9,0	7,3	5,9	
Suisse ^{b)}	15,1	19,4	17,9	21,1	5,7	4,6	5,0	5,7	6,1	4,6

a) Depuis 1993, les données pour les pays de l'UE sont disponibles avec un important retard, à cause d'adaptations dans les statistiques, et sont moins fiables.

b) Variations saisonnières non déduites

niques a passé de 83,5% à 82,9%, s'inscrivant ainsi à son niveau le plus bas depuis le deuxième trimestre de 1994. En moyenne, il est de 84,5% sur une longue période.

Les entreprises travaillant pour le marché intérieur se montraient nettement plus pessimistes que celles qui sont à vocation exportatrice. Elles s'attendaient, pour le troisième trimestre, à un nouveau repli des entrées de commandes et à une baisse de la production. L'industrie d'exportation a, en revanche, annoncé une légère hausse des carnets de commandes par rapport au début de l'année. Pour les trois mois à venir, elle tablait sur une progression de la demande et de la production. Des écarts considérables ont toutefois été observés d'une branche à l'autre. L'industrie chimique notamment continuait à dresser un tableau positif de l'avenir, alors que l'industrie des machines et des appareils faisait preuve d'une attitude plus prudente que précédemment. Cette dernière s'attendait, pour le troisième trimestre, à une stagnation des commandes, à une baisse de la production et à une diminution des achats de produits semi-finis. Le nombre de personnes occupées était de nouveau considéré comme trop élevé.

Etant donné la morosité conjoncturelle qui persiste en Suisse et à l'étranger, les instituts suisses de recherches conjoncturelles ont révisé à la

baisse leurs prévisions pour l'année 1996. La plupart d'entre eux s'attendent à un faible recul du produit intérieur brut réel en moyenne annuelle. Le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture (Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ), qui est en légère hausse depuis le début de l'année, est l'un des rares signes d'un prochain revirement de tendance. Sur les cinq indicateurs partiels, seule la masse monétaire M_1 a enregistré une hausse en termes réels. Les autres indicateurs avancés ont poursuivi leur mouvement de repli.

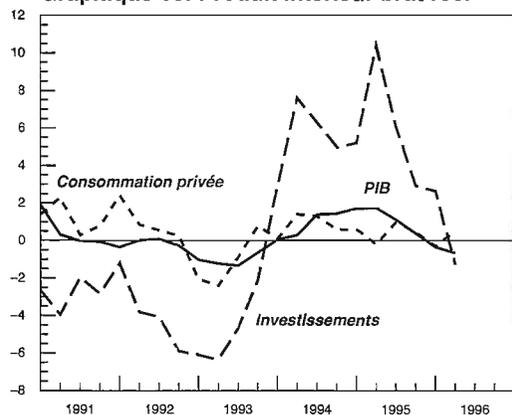
Consommation

La lente évolution des revenus disponibles et l'incertitude croissante quant à l'emploi ont continué à peser sur les dépenses réelles de consommation au deuxième trimestre. En données corrigées des variations saisonnières, celles-ci n'ont progressé que légèrement par rapport au trimestre précédent. En comparaison annuelle, elles ont stagné, après une hausse de 0,5% au premier trimestre.

D'un trimestre à l'autre, mais aussi en comparaison annuelle, les chiffres d'affaires du commerce de détail se sont repliés par jour ouvrable. Cette baisse est imputable pour l'essentiel au recul du chiffre d'affaires dans les biens durables. Dans le textile et l'habillement, les ventes ont continué à fléchir. Les importations de biens de consommation ont également perdu en dynamisme par rapport au premier trimestre, évolution qui s'explique surtout par la stagnation des importations de produits alimentaires, boissons et tabacs ainsi que de voitures. Dans le tourisme, le nombre des nuitées de la clientèle suisse a de nouveau diminué sensiblement.

Selon l'enquête menée en juillet 1996 par l'Office des questions conjoncturelles, l'indice du climat de consommation a continué à se dégrader, atteignant le niveau le plus bas jamais enregistré depuis trois ans. Les perspectives d'emploi, jugées mauvaises, sont une fois encore la principale cause de cette détérioration. L'indice de la sécurité de l'emploi a, comme les trimestres précédents, marqué un net repli. De plus, les ménages s'attendaient à une nouvelle dégradation de la situation économique dans les mois à venir.

Graphique 10: Produit intérieur brut réel*



* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFQC

Investissements

D'un trimestre à l'autre, les investissements ont diminué en termes réels et en données corrigées des variations saisonnières. Par rapport au deuxième trimestre de 1995, ils ont augmenté en revanche de 1,3% (premier trimestre: 0,7%).

En comparaison annuelle, les investissements en constructions ont de nouveau fléchi, soit de 2,9% en termes réels. Leur baisse s'est quelque peu ralentie d'un trimestre à l'autre, mais une inversion de tendance n'est pas attendue dans les mois à venir. Du côté des crédits de construction, les limites ouvertes ont continué à diminuer, mais à un rythme moins soutenu qu'au premier trimestre. Les livraisons de l'industrie du ciment ont régressé de 11% en comparaison annuelle, contre 14% au premier trimestre de 1996. La marche des affaires dans l'industrie de la pierre et de la terre est restée à un niveau très bas. Il ressort de l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ que les entrées et les carnets de commandes ont reculé un peu moins fortement que durant les premiers mois de 1996.

Selon l'enquête trimestrielle sur la construction, effectuée par le même centre, la situation s'est

dégradée nettement au deuxième trimestre dans le secteur principal de la construction. Même si les carnets de commandes ont fait l'objet d'un jugement un peu moins pessimiste, ils demeureraient trop peu garnis. La réserve de travail a un peu progressé pour s'inscrire à 3,3 mois. Pour les trois mois à venir, les entrepreneurs tablaient sur un ralentissement du repli des entrées de commandes. Du côté des prix, ils s'attendaient à un léger mieux. Les perspectives dans le génie civil se sont encore assombries. En revanche, les attentes quant aux entrées de commandes et aux prix dans le bâtiment étaient un peu moins négatives qu'au premier trimestre.

Les investissements en biens d'équipement ont marqué un faible recul d'un trimestre à l'autre, après avoir progressé vigoureusement au premier trimestre en données corrigées des variations saisonnières. Par rapport au deuxième trimestre de 1995, ils se sont accrus de 8% (premier trimestre: 6,7%). Les importations de biens d'équipement ont diminué pour la première fois depuis trois ans; elles s'inscrivaient 1,1% au-dessous de leur niveau de la période correspondante de 1995. Selon l'enquête trimestrielle que la Société suisse des constructeurs de machines a menée auprès de ses membres, les commandes de la clientèle

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

	1992	1993	1994	1995	1995				1996	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	-10,3	-4,1	13,6	17,9	29,7	17,7	9,6	16,7	1,6	-1,1
Entrées de commandes suisses dans l'industrie des machines ¹	-16,1	-8,1	3,5	-7,0	5,9	-3,3	-10,7	-20,1	-17,4	-3,4
Livraisons de ciment (volume)	-9,8	-5,5	8,6	-7,8	-5,5	-5,1	-9,2	-10,9	-14,2	-11,3
Crédits de construction non utilisés ¹	-19,3	-13,5	7,6	-5,3	-0,7	-5,7	-5,7	-9,0	-13,1	-13,8
Secteur principal de la construction										
- entrées de commandes ¹	-10,9	5,9	5,0	-1,9	1,6	5,7	-11,4	-3,8	-15,0	-20,3
- carnets de commandes ¹	-10,2	-3,4	-5,8	-1,0	2,2	0,4	-3,6	-1,0	-10,2	-15,8
Renchérissment dans la construction ²	6,1	3,4	1,5	2,7	2,8	2,7	2,4	1,0	0,8	

¹ En termes nominaux

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

Sources: OFS, Direction générale des douanes fédérales, Société suisse des entrepreneurs (SSE), Société suisse des constructeurs de machines

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

	1992	1993	1994	1995	1995				1996	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Exportations, volume	4,3	0,6	4,9	4,2	4,6	6,6	4,1	0,2	3,2	1,3
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	2,8	-1,7	9,4	0,4	3,5	2,8	0,5	-5,7	-2,2	-1,7
biens d'équipement	0,0	-2,2	5,7	7,3	8,2	9,1	6,0	4,8	4,5	4,6
biens de consommation	10,6	5,6	0,6	4,5	2,4	7,5	5,3	0,2	6,6	0,2
Valeurs moyennes										
à l'exportation	0,7	0,0	-0,7	-2,1	-3,2	-2,1	-1,2	-1,6	-0,9	-0,4
Importations, volume	-4,3	-1,2	9,4	3,6	11,1	7,4	2,9	6,5	2,5	-1,0
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	-1,4	-1,3	10,9	-4,7	7,7	8,8	0,2	2,8	-2,0	-6,7
biens d'équipement	-10,3	-4,1	13,6	16,7	29,7	17,7	9,6	17,9	1,6	-1,1
biens de consommation	-2,9	1,5	6,4	2,4	4,0	0,4	1,3	2,9	6,2	4,1
Valeurs moyennes										
à l'importation	2,2	-2,2	-4,8	-2,8	-1,8	-3,1	-1,1	-2,3	-0,9	0,6

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

Source: Direction générale des douanes fédérales

suisse ont légèrement régressé d'un trimestre à l'autre. Pour la cinquième fois consécutive, elles étaient inférieures (-3,4%) à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Quant à la réserve de travail, elle s'est maintenue à 4,3 mois.

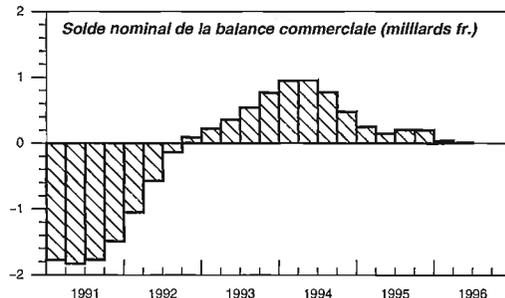
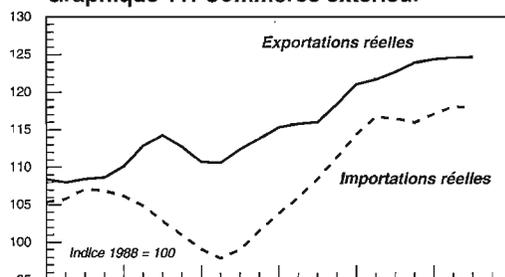
Commerce extérieur

L'affaiblissement de l'essor des exportations, qui est observé depuis le quatrième trimestre de 1995, s'est poursuivi au deuxième trimestre de 1996. En données corrigées des variations saisonnières et en volume, les exportations de marchandises ont même diminué d'un trimestre à l'autre. Elles se sont accrues de 1,3% en comparaison annuelle, après avoir progressé de 3,2% au premier trimestre. Cette faible croissance est due à la stagnation des exportations de biens de consommation (0,2%). Les livraisons à l'étranger de biens d'équipement ont de nouveau augmenté vigoureusement (4,6%). Par contre, les exportations de matières premières et de produits semi-finis ont été, comme au trimestre précédent, inférieures au niveau du deuxième trimestre de 1995 (-1,7%).

Les branches ont été touchées inégalement par ce tassement de l'activité exportatrice. Dans l'horlogerie, la bijouterie et les instruments de pré-

cision, les ventes à l'étranger ont accusé une forte baisse, alors que, dans l'industrie alimentaire, elles ont stagné. La croissance des livraisons à l'étranger de l'industrie chimique s'est ralentie, en dépit d'une demande toujours vive de produits

Graphique 11: Commerce extérieur*



* Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

pharmaceutiques. Les ventes à l'étranger de véhicules ont quant à elles poursuivi leur progression à deux chiffres, mais à un rythme moins soutenu qu'aux trimestres précédents. Seules les livraisons de l'industrie des machines et de l'électronique ont augmenté à un rythme accru.

Les exportations vers la zone de l'OCDE se sont inscrites, en valeur, au même niveau qu'au deuxième trimestre de 1995; vers les pays qui ne sont pas membres de cette organisation, elles ont gagné en vigueur. Les fournitures vers l'UE ont enregistré un recul plus marqué qu'au premier trimestre de 1996. Les exportations ont avant tout diminué vers l'Allemagne, et un peu moins fortement vers la France. Vers le Royaume-Uni et l'Italie, elles ont en revanche augmenté en comparaison annuelle. La croissance des ventes aux Etats-Unis et au Japon s'est quant à elle ralentie. A l'extérieur de la zone de l'OCDE, les livraisons vers les pays de l'OPEP, l'Europe de l'Est et la

Chine ont progressé de manière particulièrement vive. Ces trois marchés absorbent environ 7% du volume total des exportations suisses de marchandises.

Du fait de la morosité économique en Suisse, les importations de marchandises se sont repliées en volume au deuxième trimestre. Par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, elles ont aussi marqué un net recul (-1%). Les importations de matières premières et de produits semi-finis ont subi les effets du ralentissement de la production industrielle et de la reconstitution des stocks. Les achats à l'étranger de biens d'équipement ont diminué de 1,1% pour la première fois depuis le troisième trimestre de 1993. Seules les importations de biens de consommation ont progressé par rapport au deuxième trimestre de 1995. Avec un taux de 4,1%, leur rythme de croissance a été toutefois plus faible qu'au premier trimestre.

Tableau 4: Balance des transactions courantes¹ (en milliards de francs²)

	1993	1994 ^{a)}	1995 ^{b)}	1995 ^{b)}				1996 ^{c)}	
				1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Recettes									
Exportations de biens	96,8	99,4	99,8	24,7	25,1	23,9	26,2	25,1	25,5
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	93,3	95,8	96,2	23,7	24,2	23,0	25,3	24,2	24,6
Exportations de services	31,7	31,4	30,9	7,9	7,5	9,0	6,4	8,3	7,6
Revenus du travail et des capitaux	37,0	36,7	37,4	9,3	9,2	9,3	9,5	8,7	9,2
Transferts courants	3,7	3,5	3,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Total des recettes	169,2	171,0	171,6	42,8	42,7	43,1	43,0	43,1	43,1
Dépenses									
Importations de biens	94,4	97,2	98,8	24,8	25,2	23,4	25,4	25,5	25,5
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	89,8	92,6	94,5	23,7	24,1	22,4	24,2	24,3	24,3
Importations de services	14,8	15,3	16,0	2,7	4,2	5,8	3,3	2,8	4,3
Revenus du travail et des capitaux	23,5	25,9	23,4	6,1	5,9	5,8	5,7	5,4	5,5
Transferts courants	7,9	8,2	8,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Total des dépenses	140,5	146,5	146,6	35,6	37,4	37,2	36,5	35,8	37,4
Soldes									
Biens	2,4	2,2	1,0	-0,1	-0,1	0,4	0,8	-0,4	0,0
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	3,5	3,2	1,8	0,1	-0,1	0,6	1,0	-0,1	0,2
Services	16,9	16,1	14,9	5,2	3,3	3,2	3,1	5,5	3,3
Revenus du travail et des capitaux	13,5	10,8	13,9	3,3	3,3	3,5	3,8	3,3	3,6
Transferts courants	-4,2	-4,7	-4,9	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2
Solde des transactions courantes	28,7	24,4	25,0	7,1	5,3	5,9	6,6	7,3	5,7

¹ La ventilation a été en partie remaniée pour tenir compte des nouveaux principes directeurs du Fonds monétaire international. Ainsi, la composition de plusieurs postes a été adaptée. Les transferts en capital n'entrent plus dans les transactions courantes.

² Des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis.

^{a)} Chiffres révisés

^{b)} Chiffres provisoires

^{c)} Selon de premières estimations

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation ont diminué de 0,4%, après avoir déjà reculé de près de 1% au premier trimestre. Les prix à l'importation ont par contre augmenté de 0,6%. Cette hausse s'explique principalement par le raffermissement du franc suisse.

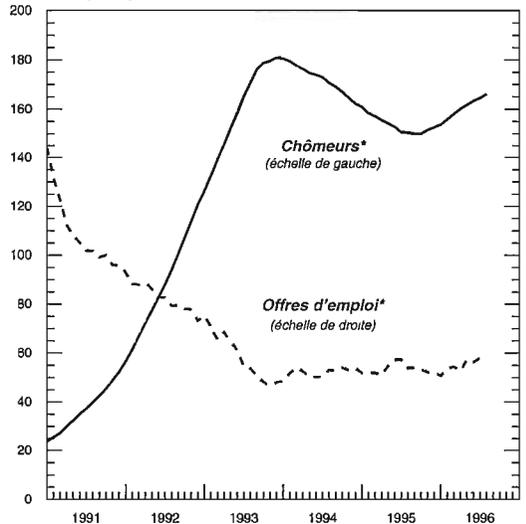
En comparaison annuelle, les exportations de marchandises ont augmenté, en valeur, un peu plus fortement que les importations. La balance commerciale a dégagé un excédent de 0,2 milliard, contre un déficit de 0,1 milliard de francs au deuxième trimestre de 1995. Le solde actif de la balance des services est resté inchangé à 3,3 milliards de francs. Les recettes tirées du tourisme ont une nouvelle fois reculé, alors que les commissions bancaires ont poursuivi leur croissance à un rythme soutenu. En outre, l'excédent des revenus de facteurs a passé de 3,3 milliards à 3,6 milliards de francs, en raison d'une hausse des rentrées découlant des investissements de portefeuille. Ainsi, le solde actif de la balance courante s'est établi à 5,7 milliards de francs, soit 0,4 milliard de plus qu'au deuxième trimestre de 1995.

Emploi et marché du travail

Après avoir reculé au premier trimestre, l'emploi s'est stabilisé au deuxième trimestre en données corrigées des variations saisonnières. Les emplois à plein temps ont de nouveau diminué par rapport au trimestre précédent, alors que ceux à temps partiel ont enregistré une vigoureuse expansion. En comparaison annuelle, le recul de l'emploi s'est notablement ralenti, s'inscrivant à 0,4%, contre 1,1% au premier trimestre.

Dans l'industrie, l'emploi a accusé une baisse de 1,1%; le repli s'est accéléré à 1,2% en comparaison annuelle. Par rapport au premier trimestre, la diminution a été particulièrement importante dans la chimie (-2,6%) et l'électronique (-2,3%). La situation s'est également dégradée dans l'industrie des machines (-0,4%), la métallurgie (-0,2%) et l'industrie du bois (-1,1%). Les branches les plus fortement touchées ont de nouveau été le tabac, les textiles, l'habillement et la chaussure. L'industrie graphique est la seule branche où le nombre des personnes occupées a augmenté, tant par

Graphique 12: Marché du travail



* En milliers; données cvs et sans les valeurs extrêmes

Source: OFIAMT

rapport au trimestre précédent (1,8%) que par rapport à la période correspondante de 1995 (1,3%). Dans la construction, l'emploi a continué à diminuer pour s'inscrire 3% au-dessous du niveau du deuxième trimestre de 1995. En revanche, dans les services, l'emploi a progressé de 0,4% par rapport au premier trimestre; il était ainsi de 0,3% supérieur au niveau du trimestre correspondant de 1995, et ce pour la première fois depuis le quatrième trimestre de 1991. Le recul de l'emploi s'est stabilisé dans le commerce ainsi que dans la restauration et l'hébergement, alors qu'une hausse a été enregistrée dans les transports et les communications (1,4%), les banques (0,2%) et les administrations publiques (0,7%).

L'indice Manpower des offres d'emploi, en répli depuis juin 1995, s'inscrivait au deuxième trimestre à un niveau nettement inférieur à celui du trimestre correspondant de 1995.

D'avril à juillet, l'effectif des chômeurs a augmenté de 4227 unités pour s'inscrire à 166 220. La progression du chômage a donc été moins forte que dans les mois de janvier à avril. Au deuxième trimestre, le taux de chômage s'est accru pour atteindre 4,5%, soit 0,3 point au-

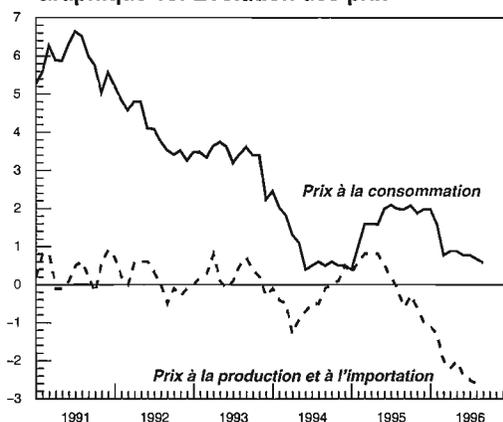
dessus du niveau enregistré un an auparavant. En Suisse romande et au Tessin, il s'est légèrement replié et a affiché 6,6% en moyenne, alors qu'il a continué de croître en Suisse alémanique (3,7%). Le nombre des chômeurs sans emploi depuis plus de six mois et davantage a marqué une nette hausse. En juillet, le taux de chômage s'élevait à 4,6%.

La progression du nombre des chômeurs partiels est un autre signe manifeste de la détérioration du marché du travail. Au deuxième trimestre, l'effectif des chômeurs partiels atteignait 14 100 en données corrigées des variations saisonnières, contre 11 400 au premier trimestre et 9260 au deuxième trimestre de 1995. Les heures perdues en raison du chômage partiel ont de nouveau été recensées principalement dans la construction. L'industrie des machines et la métallurgie, l'industrie textile ainsi que celle des meubles et du bois ont elles aussi eu davantage recours au chômage partiel.

Prix

Le renchérissement s'est replié, mais pas autant qu'au premier trimestre. En juin, l'indice des prix

Graphique 13: Evolution des prix*



* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFS

à la consommation dépassait de 0,7% le niveau observé un an auparavant, contre 0,9% en mars. Inchangé en juillet, le renchérissement a faibli en août pour s'inscrire à 0,6%, soit à son niveau le plus bas depuis décembre 1994. Au deuxième trimestre, il s'établissait à 0,8% en moyenne. Les prix des marchandises sont restés quasiment stables (0,1%), et ceux des services ont aug-

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

	1993	1994	1995	1995				1996		1996			
				1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	avril	mai	juin	juillet
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-2,8	-1,8	-0,8	-0,5	-0,8	-0,9	-0,9	-1,1	-0,4				
Personnes occupées à plein temps ¹	-3,4	-2,2	-1,3	-1,0	-1,3	-1,6	-1,4	-1,3	-0,8				
Taux de chômage ^{2,3}	4,5	4,7	4,2	4,5	4,2	4,0	4,2	4,6	4,5	4,5	4,5	4,4	4,5
Chômeurs ³	163 135	171 038	153 316	164 647	151 662	145 096	151 860	165 354	162 164	164 151	162 377	159 964	161 586
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	42 046	22 600	9 917	12 656	10 680	6 575	9 756	17 055	15 655	16 637	15 198	15 136	6 174
Places vacantes annoncées ³	5 743	5 224	5 401	5 105	6 557	5 536	4 406	5 294	6 338	6 353	6 272	6 388	6 246

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

Sources: OFIAMT, OFS

menté de 1,3%, soit plus faiblement qu'au trimestre précédent. Ce ralentissement est imputable, pour l'essentiel, à l'évolution des loyers des appartements dont la hausse était de 1,2% en mai, contre 1,9% en février. Le renchérissement des marchandises et services suisses s'est également replié, passant de 1,5% au premier trimestre à 1% au deuxième trimestre; en août, il n'était plus que de 0,8%. Après avoir baissé sans discontinuer depuis deux ans, les prix des marchandises et services étrangers ont augmenté de 0,1% au deuxième trimestre; de juin à août, ils se sont de nouveau inscrits en légère baisse.

L'indice des prix à la production et à l'importation (indice des prix de l'offre totale), en recul depuis juillet 1995, était au deuxième trimestre 2,3% au-dessous du niveau de la période correspondante de 1995 (premier trimestre: -1,8%). Tant les prix à la production que les prix à l'importation ont mar-

qué un recul plus prononcé qu'au premier trimestre. Cette évolution est due aux réductions de prix des matières premières et des produits semi-finis (produits agricoles, articles en papier et en métal).

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

La monnaie centrale désaisonnalisée atteignait 30 987 millions de francs en moyenne du deuxième trimestre. Elle dépassait ainsi de 3,1% (5% en taux annualisé) le niveau du dernier trimestre de 1995. Depuis le mois de mai, elle se trouve sur son sentier de croissance à moyen terme; au début de l'année, elle était encore nettement au-dessous de celui-ci. Le rapide rapprochement est dû surtout à l'évolution des avoirs en comptes

Tableau 6: Monnaie centrale

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	MC ^{1,3}	MCD ^{1,4}	Variation en % ²	Variation en % ⁶
1991	26 442	2,2	2 832	-6,2	29 274	29 247	1,1	1,4
1992	26 467	0,1	2 553	-9,9	29 020	29 056	-0,7	-1,0
1993	26 871	1,5	2 654	4,0	29 525	29 498	1,5	2,8
1994	27 369	1,9	2 681	1,0	30 051	30 070	1,9	0,6
1995 ⁵	27 573	0,7	2 574	-0,2	30 147	30 129	0,5	1,4
1995 ⁵ 3 ^e trim.	27 229	0,4	2 563	2,2	29 792	30 174	0,3	1,6
4 ^e trim.	27 896	0,8	2 653	5,4	30 549	30 246	1,4	1,4
1996 ⁶ 1 ^{er} trim.	28 150	1,3	2 646	5,3	30 797	30 685 ^P	2,2 ^P	5,9 ^P
2 ^e trim.	28 068	2,5	2 784	8,5	30 852	30 987 ^P	3,1 ^P	5,0 ^P
1996 ⁵ janv.	28 536	0,8	2 588	3,6	31 124	30 574 ^P	1,6 ^P	6,7 ^P
févr.	27 921	1,4	2 622	7,7	30 543	30 758 ^P	2,5 ^P	6,9 ^P
mars	27 994	1,8	2 729	4,7	30 723	30 723 ^P	2,4 ^P	4,8 ^P
avril	28 064	2,2	2 697	5,4	30 761	30 823 ^P	2,4 ^P	4,6 ^P
mai	28 087	2,9	2 806	11,1	30 893	31 142 ^P	3,8 ^P	6,0 ^P
juin	28 052	2,6	2 850	8,9	30 902	30 995 ^P	3,0 ^P	4,3 ^P
juillet	28 133	2,8	2 743	14,4	30 876	31 156 ^P	3,8 ^P	4,5 ^P
août	27 756	2,2	3 214	24,1	30 970	31 538 ^P	4,3 ^P	5,7 ^P

¹ Moyenne des valeurs mensuelles en millions de francs; en regard des mois figurent les moyennes des valeurs journalières.

² Par rapport à la période correspondante de l'année précédente

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

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

⁵ Depuis janvier 1995, les avoirs en comptes de virements sont constitués exclusivement des dépôts des banques en Suisse. Auparavant, ils incluaient quelques dépôts d'établissements qui ne sont pas soumis à la loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne. Depuis 1995, les taux de variation sont calculés à partir de données ajustées qui ont été publiées dans le Bulletin mensuel No 2, 1995.

⁶ Taux de variation annualisés, calculés par rapport au niveau moyen de la MCD pour le 4^e trimestre (pour les données mensuelles, la moyenne est centrée sur novembre); en regard des années figurent les variations du 4^e trimestre par rapport au 4^e trimestre précédent.

^P Chiffres provisoires

de virements que les banques détiennent à la Banque nationale. Au deuxième trimestre, ces avoirs s'inscrivaient à 2784 millions de francs en moyenne, progressant ainsi fortement par rapport au premier trimestre. Ils étaient en outre de 8,5% supérieurs à leur niveau du deuxième trimestre de 1995. Les billets en circulation, l'autre composante de la monnaie centrale, ont augmenté moins vigoureusement.

Le vif accroissement, en comparaison annuelle, des avoirs en comptes de virements traduit l'assouplissement de la politique monétaire au deuxième semestre de 1995. Les engagements à court terme des banques, qui doivent être couverts par des disponibilités, se sont accrûs considérablement au cours des derniers mois. Il en est résulté une demande accrue de liquidités de la part des banques. En outre, plusieurs établissements ont opéré des transferts entre les diverses catégories de liquidités. Ils ont en effet augmenté leurs avoirs en comptes de virements à la Banque nationale au détriment de ceux qui sont détenus en comptes de chèques postaux. L'ensemble des liquidités bancaires n'a de ce fait pas progressé

Tableau 7: Agrégats monétaires¹
(Définition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
1991	1,9	1,7	2,7
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994	5,6	10,2	5,1
1995 ^P	7,0	5,1	2,4
1995 3 ^e trim. ^P	8,5	6,4	3,0
4 ^e trim. ^P	11,0	9,5	3,3
1996 1 ^{er} trim. ^P	13,7	15,3	6,3
2 ^e trim. ^P	13,1	14,4	7,5
1996 janv. ^P	11,2	13,8	5,2
févr. ^P	13,7	15,4	6,1
mars ^P	16,3	16,7	7,5
avril ^P	15,9	16,8	8,0
mai ^P	12,1	13,9	7,0
juin ^P	11,3	12,6	7,5
juillet ^P	11,9	11,6	7,6

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

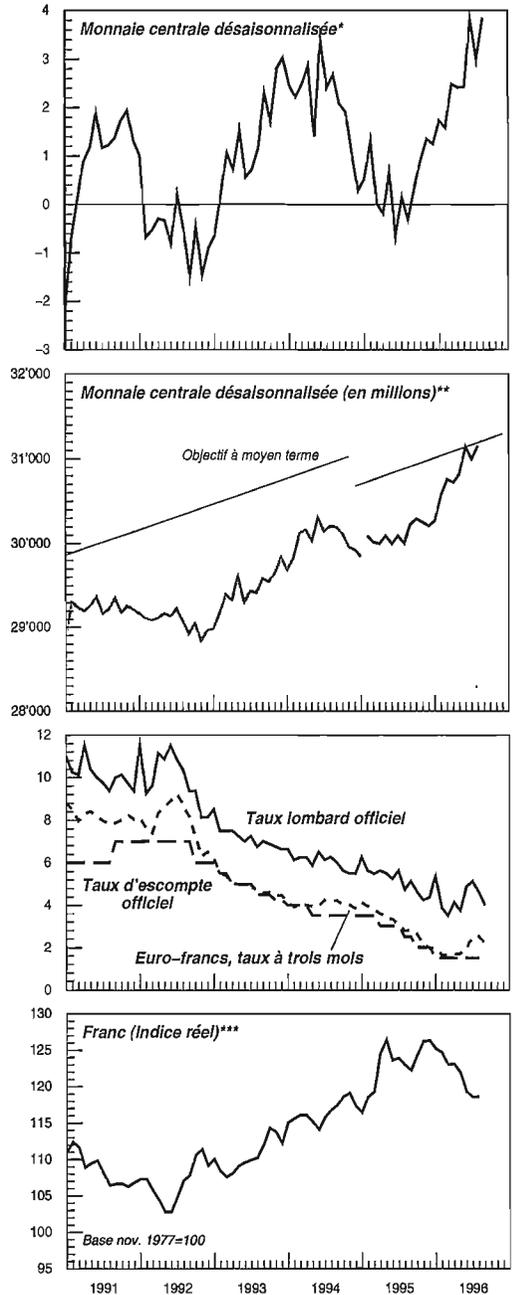
^P Chiffres provisoires

M₁ = Numéraire en circulation + dépôts à vue + comptes de transactions

M₂ = M₁ + dépôts d'épargne

M₃ = M₂ + dépôts à terme

Graphique 14: Suisse



* Variation en % par rapport à l'année précédente

** Depuis janvier 1995, nouvelle série (voir tableau 6, remarque 5); sentier de croissance: 1% par an en moyenne

*** Cours pondéré par les exportations

dans la même mesure que les avoirs en comptes de virements. Par conséquent, la politique monétaire n'est pas aussi expansionniste que l'on pourrait le croire, eu égard à l'évolution des avoirs en comptes de virements.

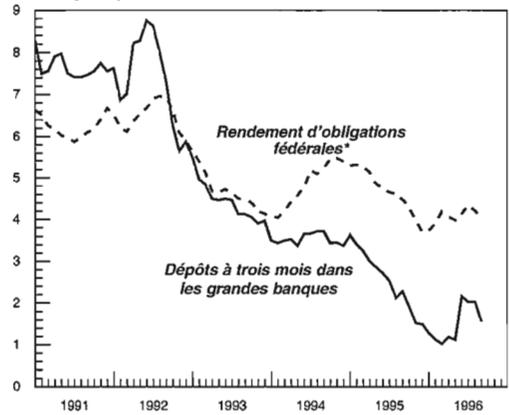
Les billets en circulation, qui forment environ 90% de la monnaie centrale, s'inscrivaient à 28 068 millions de francs au deuxième trimestre. Leur hausse a été de 2,5% par rapport à la période correspondante de 1995. Elle s'explique surtout par l'évolution des grosses coupures, qui ont réagi dans une mesure particulièrement forte au recul des taux d'intérêt. Le faible accroissement des petites coupures est lié à la stagnation de la consommation privée.

La croissance des agrégats monétaires au sens large a de nouveau été forte au deuxième trimestre. D'un trimestre à l'autre et en données corrigées des variations saisonnières, elle n'a plus été aussi vive qu'au premier trimestre. En comparaison annuelle, les taux d'expansion de M_1 , M_2 et M_3 sont néanmoins restés élevés, puisqu'ils ont atteint respectivement 13,1%, 14,4% et 7,5%. La légère hausse des rémunérations, observée au deuxième trimestre, a entraîné des transferts de dépôts à vue vers les dépôts à terme. Ces transferts n'ont toutefois pas eu d'importantes répercussions sur les taux annuels de croissance. Le niveau des taux d'intérêt s'est maintenu au-dessous de celui du deuxième trimestre de 1995. Les dépôts à terme ont donc diminué sensiblement en l'espace d'une année, alors que les dépôts à vue, les comptes de transactions et les fonds d'épargne ont marqué une vigoureuse hausse. La forte croissance de M_1 et M_2 devrait se ralentir nettement ces prochains mois sous l'effet de la stabilisation des taux d'intérêt.

Marché monétaire

Bien que la Banque nationale ait relevé sensiblement les avoirs en comptes de virements, la demande accrue de liquidités des banques a entraîné, à partir de mai, une hausse – jusqu'à un point de pourcentage – des rémunérations à court terme. Le taux de l'argent au jour le jour et celui des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs se sont inscrits en moyenne à 2,3% de mai

Graphique 15: Evolution des taux d'intérêt



* 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

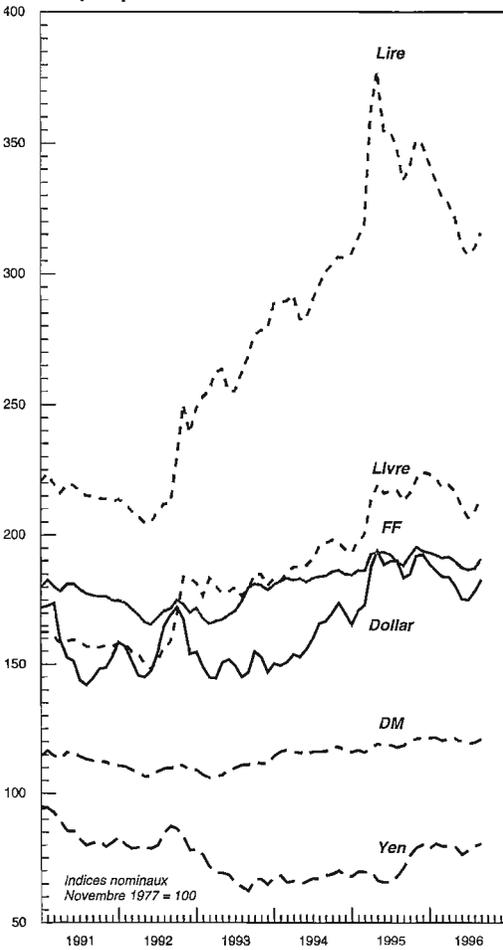
à juillet. Ils dépassaient de 0,7 point leur niveau du premier trimestre. Le rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération a augmenté de 0,8 point pour atteindre 2,3%. De son côté, le taux servi par les grandes banques sur les dépôts à trois mois a passé à 2,1%, progressant ainsi de près d'un point. A partir du milieu de l'année, la situation s'est détendue sur le marché monétaire. Le taux de l'argent au jour le jour et le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs s'établissaient, à fin août, à près de 1,8% et à 2,1%.

Comme les rémunérations à court terme sont restées presque stables en Allemagne et aux Etats-Unis, la hausse en Suisse a engendré une réduction de l'écart par rapport aux taux d'intérêt. Pour les dépôts à trois mois sur l'euro-marché, la différence entre les taux allemands et suisses a reculé de 1,2 point en mai à 1 point en août, et celle entre les taux américains et suisses, de 3,4 à 3,2 points.

Marché des changes

Pondéré par les exportations, l'indice du cours nominal du franc suisse a continué à se replier au deuxième trimestre. Une grande partie de la hausse enregistrée en 1995 a ainsi été com-

Graphique 16: Variations du franc*



* En termes de quelques monnaies étrangères

pensée. A la suite de la baisse du dollar, le franc a toutefois progressé face au mark allemand et aux autres monnaies européennes. En août, le cours nominal du franc, pondéré par les exportations, s'inscrivait très légèrement au-dessous de son niveau d'avril.

Face au dollar qui valait fr. 1,20 à fin août, le franc a faibli un peu par rapport au début d'avril. Vis-à-vis du mark allemand, du franc français et des autres monnaies participant au mécanisme de change du SME, il n'a reculé que faiblement; cela s'explique par sa hausse de juillet. Le repli a été

nettement plus accentué face aux monnaies qui ne participent pas à ce mécanisme. D'avril à août, le franc a perdu 4,5% vis-à-vis de la lire italienne et 2,5% par rapport à la livre sterling.

Après une baisse sensible au deuxième trimestre, le cours réel pondéré du franc s'est redressé jusqu'à fin août. A cette date, il s'inscrivait à peine au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. En comparaison annuelle, les reculs les plus marqués ont été observés par rapport à la lire italienne (-9,1%) et au dollar américain (-1%); il a été de 0,5% et de 0,2% vis-à-vis du franc français et de la livre sterling. Face au mark allemand et au yen japonais, le franc a par contre progressé de 2,2% et de 12,6% en termes réels.

Marché des capitaux et structure des taux d'intérêt

Au deuxième trimestre, les rendements sur le marché des capitaux ont suivi sous une forme atténuée et avec un certain retard le mouvement de hausse des taux à court terme. Le rendement moyen des emprunts fédéraux a passé de 3,9%, début mai, à 4,3%, à fin juin. Il a diminué par la suite pour s'établir à 4,1% à fin août. L'écart de rendement entre les obligations à long terme et les créances comptables à trois mois sur la Confédération s'inscrivait à 1,9 point de pourcentage en juillet, reculant ainsi de 0,5 point en l'espace de trois mois. En août, il est resté à peu près à ce niveau.

Les taux appliqués aux nouvelles obligations de caisse n'ont été adaptés à la hausse des rendements que vers le milieu de l'année. En juillet et en août, le taux moyen des bons de caisse émis par les banques cantonales atteignait 3,9%, soit 0,3 point de plus que début mai. Les rémunérations servies sur les dépôts d'épargne ordinaires et les taux variables sur les hypothèques anciennes et nouvelles se sont maintenus à 2,4% et 5%.

Les emprunts en francs suisses que les banques ont annoncés d'après leur date d'émission ont totalisé 14,1 milliards de francs au deuxième trimestre. Ce montant dépassait de 15,6% celui du trimestre correspondant de 1995. Les emprunts émis par des débiteurs suisses ont porté sur

Tableau 8: Emprunts en francs suisses¹ (en milliards de francs²)

	1995	1995				1996	
		1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Total	63,6	17,1	12,2	19,3	15,0	16,9	14,1
Emprunts classiques	52,9	15,0	9,9	15,8	12,2	14,6	11,0
Emprunts liés à des actions	9,6	1,9	2,2	3,1	2,3	1,7	2,5
Autres ³	1,2	0,2	0,1	0,3	0,6	0,6	0,5
Total des débiteurs suisses	25,6	7,9	3,7	7,9	6,1	5,6	6,0
Emprunts classiques	23,9	7,7	3,6	6,9	5,6	5,4	5,5
Emprunts liés à des actions	1,6	0,2	0,1	1,0	0,4	0,1	0,5
Autres ³	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Total des débiteurs étrangers	37,9	9,2	8,5	11,4	8,9	11,3	8,1
Emprunts classiques	29,0	7,2	6,2	8,9	6,6	9,1	5,5
Emprunts liés à des actions	8,0	1,8	2,1	2,2	1,9	1,6	2,0
Autres ³	1,0	0,2	0,1	0,3	0,4	0,6	0,5

¹ Opérations annoncées par les banques, selon la date d'émission

² Des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis.

³ Y compris les emprunts à option sans lien avec des actions (emprunts à option de change et emprunts à option sur or notamment), les obligations synthétiques et les emprunts à taux variable

6 milliards de francs, et les emprunts étrangers, sur 8,1 milliards. Les premiers ont augmenté de 62%, alors que les seconds ont diminué de 4%. La part du segment suisse aux émissions totales a progressé, passant de 31% à 42% en un an.

Comme de coutume, les émissions suisses se sont concentrées presque exclusivement sur les emprunts ordinaires à taux fixe («straights»). Ces derniers ont enregistré une hausse de 50%, en chiffres ronds, par rapport au deuxième trimestre de 1995, atteignant ainsi 5,5 milliards de francs. Les quelque 470 millions restant revenaient aux emprunts liés à des actions (deuxième trimestre 1995: 75 millions).

Le repli des émissions dans le compartiment étranger a touché aussi bien les emprunts ordinaires que les emprunts liés à des actions. Les premiers ont diminué de 12% pour s'inscrire à 5,5 milliards de francs, et les seconds, de 3% pour s'établir à 2 milliards. En revanche, le volume des émissions des autres catégories d'emprunts (emprunts à taux variable, emprunts synthétiques et emprunts à options qui ne sont pas liées à des actions) a porté sur 540 millions de francs environ, un montant quatre fois supérieur à celui du deuxième trimestre de 1995. La part des emprunts ordinaires au total des émissions étrangères a donc reculé en un an, passant de 74% à 68%. Les deux cinquièmes des emprunts émis étaient des

placements privés (deuxième trimestre de 1995: 20%). Les débiteurs japonais ont joué un rôle non négligeable sur le marché suisse des capitaux, puisque leur part a progressé de 6% à 23%. Les parts des débiteurs d'Europe occidentale et d'Amérique du Nord ont fléchi respectivement de 59% à 52% et de 21% à 10%. Les organisations internationales de développement, qui représentaient 2% au deuxième trimestre de 1995, n'ont pas recouru au marché suisse des capitaux.

Bilans bancaires et crédits

A fin juin 1996, la somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données atteignait 1382 milliards de francs. Elle a augmenté de 2,1% par rapport au montant de fin mars 1996. Si les positions libellées en dollars avaient été évaluées au cours de fin mars, la somme des bilans n'aurait progressé que de 1,2%.

Les placements financiers nets (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) s'inscrivaient à 205 milliards de francs à fin juin, soit presque au même niveau que trois mois auparavant. Les disponibilités – de la monnaie centrale pour l'essentiel – ont progressé de 10,3% ou de 4,5% en données corrigées des variations saisonnières. Le degré de liquidité I (disponibilités en pour-cent

Tableau 9: Bilans bancaires(Variation par rapport à l'année précédente, en %, des états en fin d'année et de trimestre)¹

	1991	1992	1993	1994*	1995		1996		Etat (mrds fr.)
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	
Somme des bilans	3,4	3,3	5,8	0,8	1,3	9,8	16,8	16,5	1 382,3
Placements financiers nets²	-0,5	15,8	12,3	3,8	26,3	27,9	52,7	37,3	205,0
Liquidités	-2,0	-2,5	1,2	-6,2	0,1	1,5	-0,9	1,5	10,7
<i>Solde des opérations interbancaires (état en mrds fr.)</i>	-14,3	-7,1	-26,1	-26,2	2,5	-9,5	0,5	4,4	4,4
Effets de change et papiers monétaires	-12,6	16,0	1,3	12,2	-12,2	19,9	52,4	34,1	46,7
Titres	14,1	6,3	41,3	1,5	9,5	12,4	21,4	13,6	143,1
Crédits	5,9	1,9	1,6	0,6	-0,9	-2,4	1,0	2,2	735,4
Crédits à des résidents	4,5	1,7	0,9	2,4	1,5	2,4	3,6	3,8	585,3
c/c débiteurs et av. et prêts à terme fixe	2,6	0,3	-2,8	0,6	0	0,8	4,7	2,8	143,0
Crédits de construction									
Limites	-5,6	-5,8	-12,4	0,5	-6,2	-13,2	-16,4	-19,2	25,3
Montants utilisés	4,6	-0,8	-13,5	-4,3	-4,0	-12,0	-17,0	-21,5	13,9
Hypothèques	5,1	3,5	1,8	3,9	2,7	3,4	3,7	4,9	419,2
Crédits à des non-résidents	11,1	2,6	4,0	-5,4	-9,6	-19,4	-8,7	-3,7	150,1
Fonds de la clientèle	4,5	3,2	2,4	2,0	1,5	-0,3	6,9	7,3	743,2
Créanciers à vue	-1,6	5,1	19,8	-4,9	0,5	7,2	22,6	19,9	112,8
Créanciers à terme	5,9	2,4	-8,3	6,8	-1,1	-10,0	-0,2	3,4	298,0
Fonds d'épargne	5,5	7,4	21,5	4,8	7,9	12,2	16,6	14,0	262,9
Obligations de caisse	3,8	-2,0	-12,5	-11,4	-5,5	-8,2	-13,2	-13,0	69,6
Emprunts obligataires et lettres de gage	7,8	5,7	5,7	2,6	8,4	8,5	6,3	5,7	93,0
Opérations fiduciaires	0,2	0,8	-10,9	-4,3	-8,8	-7,7	3,9	9,4	275,9

¹ Pour plusieurs postes du bilan, les comparaisons par rapport à l'année précédente subissent des distorsions, à partir du 3^e trimestre de 1995, du fait de modifications dans la méthode de comptabilisation et, à partir du 4^e trimestre de 1995, à cause du passage aux nouvelles dispositions régissant l'établissement des comptes. Ces distorsions concernent en particulier les placements financiers nets. Dans le domaine des crédits, les données sont comparables, grâce aux adaptations qui ont pu être faites.

² Disponibilités, solde des opérations interbancaires (avoirs en banque ./ engagements en banque), effets de change et papiers monétaires, titres

* Chiffres définitifs

des fonds exigés) a atteint 124% pour la période d'application allant du 20 mai au 19 juin 1996, contre 122% pour la période correspondante de l'année précédente. Au cours du deuxième trimestre, les banques déclarantes ont mis plus de fonds à disposition d'établissements, principalement étrangers, qu'elles n'en ont empruntés de ceux-ci. Aussi le solde des opérations interbancaires (avoirs en banque moins engagements en banque) a-t-il passé de 0,5 milliard à 4,4 milliards de francs. Par contre, les effets de change et papiers monétaires ont diminué de 7,3%, et les titres, de 1,2%.

Les crédits se chiffraient à 735,4 milliards de francs à fin juin. Ils dépassaient ainsi de 2% leur

niveau de fin mars et de 3,8% le montant enregistré un an auparavant. Les crédits à la clientèle étrangère se sont accrus de 8,2% par rapport à fin mars. Abstraction faite des fluctuations du dollar, ils ont progressé de 5,4%, et le total des crédits, de 1,5%. De leur côté, les crédits à la clientèle suisse ont marqué une hausse de 0,7% et, de ce fait, leur montant a été de 2,2% supérieur à celui de fin juin 1995. Les créances hypothécaires ont augmenté de 1,2%, et les avances et prêts à terme fixe sans garantie hypothécaire, de 0,6%. La mauvaise conjoncture dans la construction s'est reflétée dans l'évolution des crédits à ce secteur. En effet, les limites ouvertes ont reculé de 3%, et les crédits effectivement utilisés, de 6%.

Les fonds de la clientèle (créanciers, dépôts d'épargne et obligations de caisse) atteignaient 743,2 milliards de francs à fin juin. Ils ont augmenté de 2,6% par rapport à la fin du premier trimestre. Les créanciers à vue ont enregistré une hausse de 2,1%, et les créanciers à terme, de 7%. Par contre, les fonds d'épargne ont régressé de 2,2%. Le mouvement de repli des obligations de caisse, qui est observé depuis plus de trois ans, a continué au deuxième trimestre (-2,2%). Les emprunts obligataires et les emprunts auprès des

centrales d'émission de lettres de gage ont augmenté de 1,4%.

Les fonds fiduciaires, qui sont placés presque exclusivement à l'étranger, s'inscrivaient à 275,9 milliards de francs à fin juin. Ils étaient de près de 12 milliards, ou de 4,7%, supérieurs au montant observé à fin mars. Les fonds fiduciaires d'origine suisse ont progressé de 6,4%, après avoir baissé aux trimestres précédents. Ceux de provenance étrangère, d'un volume quatre fois plus important, ont augmenté de 4,5%.

Stabilité économétrique des agrégats monétaires suisses

Michel Peytrignet*

1. Introduction et résumé des résultats

La connaissance de la stabilité des agrégats monétaires est un sujet d'une importance primordiale pour un institut d'émission qui mène une politique monétaire quantitative. Cette étude a donc pour but principal d'examiner la stabilité des agrégats monétaires suisses sous l'angle de la stabilité des paramètres d'une fonction de demande de long terme pour chaque agrégat. En outre, le changement de définition de la plupart de ces agrégats opéré au début de 1995 renforce la nécessité d'une telle démarche. Le but secondaire de cette étude est de cerner les causes des instabilités qui auront pu être diagnostiquées.

La méthode statistique utilisée pour détecter les éventuelles phases d'instabilité est basée sur une généralisation des différentes méthodes d'estimation récursive existant à l'heure actuelle dans la littérature.

Dans une première étape, nous analysons la stabilité économétrique à long terme des agrégats suisses de définition large, soit M_1 , M_2 et M_3 , définition 1995.¹ Puis, dans une deuxième étape, la stabilité économétrique à long terme des billets en circulation est examinée.

Bien que la monnaie centrale soit l'agrégat-cible de la Banque nationale (BNS), nous avons renoncé à étudier sa stabilité comme un agrégat en soi. Ce traitement particulier de la monnaie centrale se justifie par la complexité d'une description statistique correcte des facteurs dominant l'évolu-

tion des avoirs en comptes de virements. Non seulement la demande pour ces avoirs a été très sérieusement affectée, en plusieurs étapes entre 1988 et 1992, par l'introduction du nouveau système interbancaire de paiements SIC et par la révision des prescriptions de liquidité, mais l'offre d'avoirs en comptes de virements est l'instrument par lequel la BNS met en œuvre sa politique monétaire. Par conséquent, résoudre ce problème d'identification reviendrait à modéliser séparément la demande et l'offre d'avoirs en comptes de virements ce qui, vu les innovations techniques mentionnées plus haut et la complexité du processus décisionnel de la politique monétaire, devient une tâche qui excède les limites de cette étude. Nous nous bornerons donc ici à n'étudier que la stabilité de la demande de billets en circulation, qui est tout de même la condition nécessaire à la stabilité de la monnaie centrale.

Les résultats principaux que nous avons obtenus peuvent être résumés comme suit. Parmi les agrégats de définition large, M_2 et M_3 semblent les agrégats les plus stables. La stabilité à long terme de M_1 et des billets en circulation est, par contre, plus problématique à établir.

Les problèmes de *stabilité de M_1* sont dus au changement de comportement du rendement des comptes de transactions ainsi que, peut-être, à l'essor des paiements sans numéraire. Jusqu'en 1988 le rendement servi sur les comptes de transactions évoluait parallèlement au rendement servi sur les comptes d'épargne tandis que depuis 1988 les deux rendements divergent. Par conséquent, jusqu'en 1988 le rendement des comptes de transactions joue le rôle que jouerait le rendement des comptes d'épargne dans une régression soit celui d'un coût d'opportunité qui entre négativement dans la fonction de demande de M_1 . Par contre depuis 1988, le rendement des comptes de transactions joue le rôle de rendement d'une composante interne de M_1 et entre par conséquent positivement dans la fonction de

¹ M_1 (déf. 1995) = numéraire en circulation + dépôts à vue + comptes de transactions.

M_2 (déf. 1995) = M_1 + dépôts d'épargne - comptes de prévoyance.

M_3 (déf. 1995) = M_2 + dépôts à terme.

Pour disposer de séries statistiques plus longues, nous utilisons des données qui excluent le Liechtenstein.

* Direction des études économiques de la Banque nationale suisse

demande pour cet agrégat. Un changement dans le comportement des banques commerciales explique donc l'instabilité du modèle de M_1 à cette date. De plus, depuis 1990, l'usage des cartes de crédit et de débit par le public s'est brusquement accéléré ce qui, en théorie, devrait affecter négativement la demande de numéraire inclus dans la définition de M_1 et par là influencer la stabilité de cet agrégat. Vu l'état actuel des données à disposition, il est encore impossible, empiriquement, de cerner sans ambiguïtés les effets de la plus grande circulation de la «monnaie plastique» sur le numéraire en circulation. Il devient donc difficile de retenir ce fait avec certitude comme une cause d'instabilité de M_1 .

La *stabilité de M_2* a déjà été établie dans plusieurs études sous son ancienne dénomination M_{1B} (cf. Fischer-Peytrignet, 1991, et Peytrignet, 1994). La présente étude ne fait que confirmer les résultats déjà obtenus: comme nous venons de le mentionner, depuis 1977, M_2 peut être considéré comme un agrégat statistiquement stable.

Concernant la *stabilité de M_3* , les résultats sont très sensibles à la méthode d'estimation choisie. Avec l'estimateur de Johansen (1988), M_3 est souvent instable. Cependant, avec une variante de la méthode des moindres carrés dynamiques de Saikkonen (1991) et de Stock-Watson (1993), M_3 peut être considéré comme stable, notamment sur les échantillons qui excluent les données d'avant 1977. Ce résultat contraste avec celui obtenu dans Fischer-Peytrignet (1990).

Toutes les fonctions de demande des agrégats de définition large (M_1 , M_2 et M_3) montrent toutefois une instabilité des coefficients estimés lorsque les données de 1973–1974 sont incluses dans les échantillons. Ceci illustre une certaine sensibilité des paramètres au processus d'adaptation de l'économie au régime des changes flexibles.

En ce qui concerne *les billets en circulation*, deux phases d'instabilité peuvent être identifiées statistiquement. L'une débute avec les turbulences monétaires des années 1976 et suivantes et se termine avec la période des interventions massives de la BNS de 1978–1979. L'autre, plus récente, affecte la demande de billets depuis le milieu de l'année 1992. En l'état actuel des

recherches, il est encore impossible de cerner la ou les causes pouvant expliquer cette seconde phase d'instabilité. Comme pour M_1 , l'usage plus fréquent des cartes de crédit et de débit devrait expliquer une moindre circulation des billets de banques. Quelques résultats ont été obtenus en utilisant le chiffre d'affaires des machines automatiques de paiements installées aux divers points de vente (POS). Ces résultats sont cependant encore entachés de fortes incertitudes. De nouvelles recherches seront poursuivies dès que des données statistiques supplémentaires seront disponibles.

Le plan de l'article est le suivant. L'importance du concept de stabilité au sein de la théorie monétariste fait l'objet d'un court rappel dans la section 2.1. Une définition précise de la stabilité économétrique d'un agrégat monétaire suit dans la section 2.2. La méthode de détection utilisée pour diagnostiquer les problèmes d'instabilité ainsi qu'un mode d'emploi pour la lecture des graphiques rassemblant les résultats sont présentés respectivement dans les sections 2.3 et 2.4. Le choix des méthodes d'estimation est décrit dans la section 2.5. Les résultats qui concernent les agrégats M_1 , M_2 et M_3 sont rassemblés dans les sections 3.1 à 3.5 tandis que ceux concernant les billets en circulation dans les sections 4.1 à 4.4. Les billets en circulation font l'objet d'une étude séparée vu la différence de spécification qui caractérise leur modèle économétrique par rapport aux modèles de M_1 , M_2 et M_3 . Les conclusions terminent l'article dans la section 5.

2. Stabilité: importance, définition, détection et estimation

2.1. Importance du concept de stabilité et choix d'un agrégat-cible

Dans l'introduction, nous avons mentionné que la stabilité des agrégats monétaires revêt une importance primordiale pour un institut d'émission qui mène une politique monétaire quantitative. Dans cette section, nous allons brièvement passer en revue la théorie qui fonde cette assertion ainsi que les raisons pratiques qui motivent cette affirmation.

En *théorie*, depuis plusieurs décennies l'école monétariste nous a enseigné que l'existence d'une fonction de demande de monnaie stable est une condition nécessaire à la mise en œuvre, avec succès, d'une politique monétaire quantitative c'est-à-dire d'une politique qui assure la stabilité des prix en se basant sur un objectif monétaire intermédiaire. Il découle de ce principe général que la stabilité devient également une condition essentielle au choix d'un agrégat particulier comme objectif monétaire. Se plaçant dans une perspective un peu différente mais très liée, Allan Meltzer (1963) affirme même que la notion de stabilité devrait résider au cœur de la définition d'un agrégat monétaire.² Bien que l'approche monétariste ait fait l'objet de sévères critiques (cf. par exemple Benjamin Friedman, 1995, qui expose ses doutes quant à l'utilité des agrégats monétaires comme objectifs), Manfred Neumann (1995) a récemment réitéré la position monétariste. Selon cet auteur, si les autorités monétaires sont supposées suivre le conseil traditionnel des monétaristes de concentrer leur politique sur l'objectif de stabilité des prix plutôt que de vouloir diminuer l'amplitude des fluctuations conjoncturelles, alors l'estimation d'une fonction de demande de monnaie de long terme est une condition suffisante pour déterminer l'objectif de croissance monétaire et cela quelles que soient les opinions sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire. Il est intéressant de constater que la position monétariste s'est affinée en se concentrant en particulier sur le long terme. Nous suivons ce conseil dans cette étude.

En *pratique*, l'importance de l'existence d'une fonction de demande de monnaie stable peut se justifier de la manière suivante. Pour atteindre son but ultime de maintien de la stabilité des prix en Suisse, la Banque nationale mène une politique basée sur un objectif monétaire intermédiaire. Plus précisément, la BNS vise une croissance moyenne de 1% par an de la monnaie centrale

² En ses propres termes: «An important issue in the dispute about the appropriate definition of money for monetary analysis is the stability of the demand function for money. The problem is one of defining money so that a stable demand function can be shown to have existed under differing institutional arrangements, changes in the social and political environment, and changes in economic conditions, or to explain the effects of such changes on the function.»

désaisonnalisée sur un horizon de 5 ans. En adoptant une telle politique, la Banque nationale s'inscrit en droite ligne dans la tradition monétariste qui voit l'inflation comme un phénomène essentiellement monétaire. Essentiellement, en ce sens que la BNS ne considère pas que toute impulsion monétaire peut causer de l'inflation, comme elle ne considère pas non plus que tout mouvement du niveau des prix a une cause monétaire. Cependant, la BNS estime qu'une évolution monétaire qui serait en excès de l'évolution tendancielle de l'économie réelle causerait certainement un accroissement tendanciel du niveau des prix c'est-à-dire de l'inflation.

Son raisonnement se fonde sur l'équation des échanges. Selon cette équation, le niveau nominal des transactions dans une économie pendant une période de temps donnée est identiquement égal au nombre d'unité monétaire en circulation multiplié par le nombre de fois que chaque unité a circulé pendant cette période de temps. Formellement:

$$P \times T \equiv M \times V \quad (1)$$

Cette identité illustre clairement le lien que la monnaie M peut avoir avec les prix P lorsqu'on tient compte du nombre des transactions T et de la vitesse de circulation de la monnaie V :

$$M \equiv \frac{P \times T}{V} \quad (2)$$

L'implication principale de cette relation mathématique peut être formulée comme suit: lorsque l'évolution du volume des transactions et de la vitesse de circulation de la monnaie peuvent être statistiquement prévues dans le moyen et le long termes, contrôler l'évolution de la monnaie à moyen terme permet de contrôler l'évolution des prix à moyen terme.

Si le volume des transactions T n'est pas directement observable statistiquement l'évolution à moyen terme du produit intérieur brut potentiel de la Suisse en termes réels est une variable pouvant aisément jouer un rôle de remplacement. Or cette variable peut être estimée économétriquement et est prévisible (cf. Lüscher-Ruoss, 1996).

Il en va de même de la vitesse de circulation de la monnaie V . L'évolution de cette variable est liée à

l'évolution de la demande de monnaie de la manière suivante: si l'on tient compte de la condition d'équilibre du marché monétaire

$$M = M^D = M^S \quad (3)$$

où M^D est la demande de monnaie et M^S l'offre, on peut obtenir, en substituant le premier membre de cette relation dans l'équation des échanges (1), une expression pour la vitesse de circulation de la monnaie:

$$V = \frac{P \times T}{M^D} \quad (4)$$

Or la théorie économique nous enseigne que la demande de monnaie est une fonction croissante du niveau des prix P et du niveau réel des transactions T et une fonction décroissante du coût d'opportunité de la détention monétaire symbolisé par un taux d'intérêt r .

$$MD = f(P, T, r) \quad (5)$$

Ainsi, la stabilité des paramètres de la fonction f devient une condition essentielle pour faire des prévisions à moyen terme de la vitesse de circulation de la monnaie, prévisions nécessaires pour mettre en œuvre une politique monétaire basée sur un objectif monétaire intermédiaire.

De plus, la stabilité des paramètres de la fonction de demande de long terme d'un agrégat monétaire est un critère important déterminant le choix, en pratique, d'un agrégat-cible comme objectif intermédiaire. Cependant, aussi utile qu'elle soit, la stabilité économétrique n'est pourtant pas le seul critère qui doit servir de guide au choix d'un agrégat comme objectif intermédiaire de politique monétaire. Comptent aussi, entre autre, les qualités d'indicateur avancé de l'agrégat, ses capacités à révéler clairement les actions de politique monétaire suivies par l'institut d'émission, la disponibilité des données, sa sensibilité propre aux variations de taux d'intérêt.

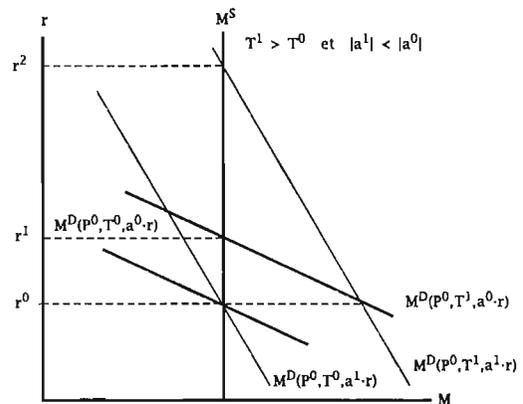
Ce dernier point mérite que l'on s'y arrête quelque peu. En effet, lorsqu'un agrégat monétaire est fortement sensible aux variations de taux d'intérêt, il est peu recommandable de le choisir comme agrégat-cible pour deux raisons:

- Les réallocations de portefeuille entraînées par les variations de taux d'intérêt affectent la vitesse de circulation d'un tel agrégat et induisent

des mouvements autonomes de ce dernier de forte amplitude nécessaires à l'équilibre des marchés monétaire et financier. Ces mouvements n'ont aucune signification de politique économique et ne menacent en aucun cas la stabilité des prix. Ces agrégats produisent donc des signaux qui peuvent paraître comme confus et qui nécessitent des explications circonstanciées et fréquentes de la part de l'institut d'émission.

- D'autre part, un agrégat monétaire fortement sensible aux variations de taux d'intérêt diminue l'effet de stabilisateur automatique de la politique monétaire.

Un exemple peut illustrer cette dernière situation: le diagramme ci-après représente deux fonctions de demande de monnaie, l'une, fortement sensible aux variations de taux d'intérêt, notée $M^D(P, T, a^0 \cdot r)$, l'autre, faiblement sensible, notée $M^D(P, T, a^1 \cdot r)$. Pour une offre de monnaie constante au niveau M^S , un accroissement exogène du niveau des transactions réel de T^0 à T^1 provoque un déplacement identique des deux fonctions de demande de monnaie lorsqu'on fait l'hypothèse que l'élasticité-revenu des deux fonctions est la même. Au niveau initial de taux d'intérêt r^0 le marché monétaire est en état de demande excédentaire. Le niveau de taux d'intérêt requis pour rétablir l'équilibre du marché monétaire s'élève à r^1 lorsque la demande de monnaie est fortement élastique au taux d'intérêt et à $r^2 > r^1$



lorsque la demande de monnaie est faiblement élastique au taux d'intérêt.

Ainsi, lorsque la demande de monnaie est faiblement sensible aux variations des taux d'intérêt, la réaction de ces derniers aux chocs que subit une économie moderne permet d'exercer un effet correcteur autonome sur la conjoncture plus efficace que lorsque l'agrégat monétaire est fortement élastique.

Nous pouvons résumer cette section en soulignant qu'un agrégat stable économétriquement et peu sensible aux variations de taux d'intérêt représente certainement un candidat intéressant pour être choisi comme objectif intermédiaire de politique monétaire. Ceci permet de mettre en perspective l'importance de la stabilité d'un agrégat monétaire en pratique.

2.2. Définition de la stabilité

En plus de trente ans, la notion de stabilité a évolué. Elle peut même recouvrir des concepts relativement différents selon les auteurs. Dans la section précédente, nous avons retenu comme définition la stabilité de la fonction f (équation 5). Pour être opérationnelle, cette définition doit toutefois être précisée. Dans la suite de cette étude, nous entendons par stabilité la constance dans le temps des paramètres estimés d'un modèle économétrique. En d'autres termes, les coefficients d'un modèle économétrique sont considérés comme stables si leur valeur ne varie pas trop lorsque le modèle est estimé sur des échantillons différents, échantillons recouvrant historiquement des périodes pendant lesquelles des chocs exogènes ont affecté les variables indépendantes du modèle.

2.3. Détection de l'instabilité: la méthode des estimations récursives

La définition de la stabilité que nous avons retenue a orienté notre choix de la méthode d'analyse que nous appliquons à nos modèles économétriques. Pour détecter les éventuelles phases d'instabilité des paramètres de ces derniers, nous avons choisi la méthode des esti-

mations récursives car elle nous semble une méthode très efficace pour détecter la ou les dates d'un éventuel déplacement de la demande de monnaie.³

La méthode des estimations récursives consiste à estimer une régression sur plusieurs échantillons et à présenter graphiquement les valeurs des paramètres estimés. Plusieurs méthodes existent dans la littérature économétrique. La plus usitée en pratique consiste à estimer une régression d'abord sur un échantillon de taille minimale – qui satisfait le nombre minimum de degrés de liberté pour permettre l'estimation – et ensuite de répéter l'exercice sur des échantillons de taille de plus en plus grande pour finir avec une estimation sur l'échantillon complet. Un exemple pourrait être le suivant: on estime une régression d'abord sur un premier échantillon qui s'étend, disons, du quatrième trimestre de 1972 (72:4) au premier trimestre de 1981 (81:1). Ensuite on réestime le modèle sur un deuxième échantillon qui s'étendra de 72:4 à 81:2, ensuite sur un troisième de 72:4 à 81:3 et ainsi de suite jusqu'à atteindre l'échantillon complet soit 72:4-94:4. Les valeurs successives prises par les paramètres peuvent être représentées graphiquement par une ligne dans un espace à deux dimensions. Plus la ligne est plate, plus le paramètre est stable. Dans la suite de cette étude, cette méthode est appelée *méthode récursive sur échantillons croissants*. Elle souffre d'un défaut important: comme elle garde fixe la date du début des échantillons, la méthode peut parfois imposer virtuellement une certaine stabilité aux régressions lorsque la taille des échantillons augmente. Cette méthode fait donc courir le risque de cacher une éventuelle instabilité surgis-

³ D'autres méthodes existent pour déceler l'instabilité des paramètres d'un modèle économétrique. On peut citer, par exemple, les tests de «Chow» ou de «CUSUM», l'examen de degré de signification de variables muettes modélisant des chocs précis ou encore l'examen des erreurs systématiques de prévision d'un modèle. La plupart de ces méthodes nécessitent la connaissance a priori de la date d'un événement susceptible de rendre les paramètres d'un modèle instables ce qui les rend moins générales que la méthode des estimations récursives. Par contre, le désavantage de la méthode des estimations récursives est qu'elle relève plus de la statistique descriptive que de la statistique mathématique en ce sens qu'elle ne développe pas un test rigoureux d'une hypothèse donnée contre une hypothèse alternative dûment spécifiée.

sant en fin de période d'estimation. Pour tenter de remédier à ce défaut, Lütkepohl et al. (1995) suggèrent, entre autre, d'utiliser deux méthodes alternatives d'estimations récursives que l'on pourrait appeler méthode récursive sur échantillons décroissants et méthode récursive avec échantillons glissants de taille fixe.

La méthode récursive sur échantillons décroissants consiste à estimer le modèle économétrique en gardant fixe la date finale des échantillons (dans l'exemple ci-dessus 94:4) et à faire varier la date du début des échantillons. Dans l'exemple ci-dessus, ceci revient à estimer le modèle successivement sur les échantillons 72:4-94:4, puis 73:1-94:4, 73:2-94:4 et ce jusqu'à 86:3-94:4. Le troisième trimestre de 1986 représente, dans cet exemple, la date limite de début d'un échantillon qui assure l'existence d'un nombre de degrés de liberté suffisant pour permettre une estimation efficace.

La méthode récursive sur échantillons glissants fait varier à la fois les dates de début et de fin des échantillons mais garde fixe la longueur de l'échantillon qui est choisie par l'analyste. Dans notre exemple, on pourrait estimer le modèle sur les échantillons allant de 72:4-81:1, 73:1-81:2, etc. jusqu'à 86:3-94:4.

En pratique, nous avons constaté que les défauts prêtés à la première de ces méthodes peuvent se retrouver dans les autres méthodes. De plus, les trois méthodes peuvent en certains cas produire des résultats en apparence contradictoires. Par conséquent, dans cette étude, nous avons généralisé la méthode des estimations récursives en faisant varier à la fois les dates du début et de fin des échantillons, ainsi que la longueur de ceux-ci. En d'autres termes nous avons combinés les trois méthodes spécifiques décrites ci-dessus. Plus précisément, nous avons estimé nos régressions sur des échantillons croissants depuis 72:4 (72:4-81:1, 72:4-81:2, ..., 72:4-94:4), puis successivement depuis 73:1 (73:1-81:2, 73:1-81:3, ..., 73:1-94:4), puis depuis 73:2 (73:2-81:3, 73:2-81:4, ..., 73:2-94:4), et ce jusqu'à la date limite du troisième trimestre de 1986 (86:3-94:4). Pour chacun des échantillons nous avons obtenu une valeur estimée pour chaque paramètre. Cette grande quantité d'information est

présentée de manière synthétique à l'aide de plusieurs graphiques.

2.4. Mode d'emploi pour la lecture des graphiques

Les résultats des estimations récursives pour chaque paramètre sont rassemblés dans quatre graphiques différents.

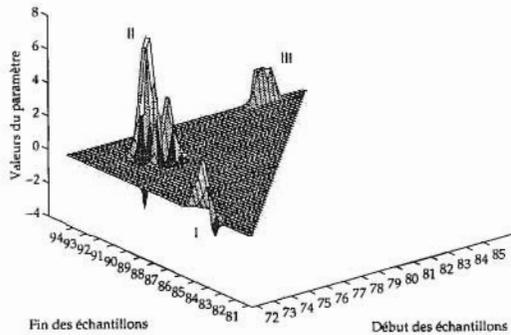
Un premier graphique résume la totalité des résultats concernant les estimations récursives d'un paramètre par une surface dessinée dans un espace à trois dimensions. Sur l'axe des x de ce graphique on peut lire la date du début de chaque échantillon, sur l'axe des y la date de fin de chaque échantillon et sur l'axe des z figurent les valeurs prises par le paramètre. Cette surface permet de révéler d'un seul coup d'oeil l'instabilité potentielle d'un coefficient.⁴ De manière générale dans ce type de graphique, plus un paramètre est stable, plus sa surface est plate.⁵ Une instabilité temporaire se lit comme un soubresaut de la surface, par contre une instabilité permanente se lit comme une ondulation de la totalité de la surface.

Pour illustrer notre propos, nous avons créé un exemple avec un paramètre dont la valeur est fixée à zéro, sauf à quelques exceptions pour simuler artificiellement trois zones d'instabilité. Dans le graphique 1, les trois zones d'instabilité artificiellement insérées sont signalées respectivement par les chiffres romains I, II et III. Elles sont aisément visibles grâce à la perspective ap-

⁴ Dans cette étude, les termes paramètre et coefficient sont utilisés indifféremment.

⁵ Il est toutefois difficile de juger de la stabilité d'un paramètre en absolu avec ce type de graphique car il est toujours possible de choisir une échelle très serrée permettant de juger un paramètre stable comme instable ou de choisir une échelle très large permettant de «stabiliser» visuellement un paramètre réellement instable. Par contre, un point fort de cette méthode est de permettre de juger la stabilité d'un paramètre de manière relative, c'est-à-dire en comparant la stabilité d'un même paramètre pour deux modèles différents. Il suffit pour cela de dessiner les surfaces des paramètres des deux modèles avec des échelles comparables, c'est-à-dire pour lesquelles la différence entre valeur maximale et valeur minimale est la même.

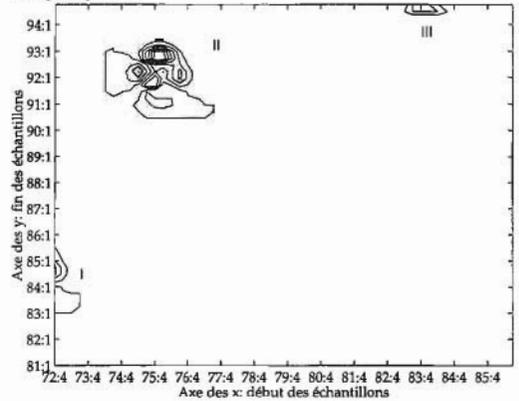
Graphique 1.



portée par les trois dimensions.⁶ Les dates où commencent et finissent l'instabilité du paramètre sont lisibles sur les axes des x et des y du graphique.⁷ La première zone (zone I) reflète une instabilité temporaire du paramètre lorsque ce dernier est estimé sur les échantillons qui commencent entre 1972 et 1973 et qui se terminent entre 1983 et 1985. Le paramètre du modèle artificiel est instable dans la zone II lorsqu'il est estimé sur les échantillons commençant entre 1974 et 1977 et se terminant entre 1990 et 1993. Enfin, le paramètre présente une troisième zone d'instabilité (zone III) sur les échantillons débutant entre 1983 et 1984 et se terminant entre les 2^{ème} et 4^{ème} trimestres de 1994.

Pour rendre les dates de début et de fin des zones d'instabilité plus lisibles, nous pouvons projeter la surface du paramètre sur le plan x,y du graphique 1. Nous obtenons ainsi un graphique des courbes de niveaux de la surface (graphique 2)

Graphique 2.



qui révèle exactement les dates des échantillons sur lesquels les valeurs estimées du paramètre varient suffisamment pour franchir un seuil prédéterminé, indiquant les périodes d'instabilité.

Dans un tel graphique, la stabilité d'un paramètre s'illustre par l'absence de courbes de niveau. Par contre, plus un paramètre est instable, plus les courbes de niveau sont serrées. L'écart entre deux courbes de niveau adjacentes est fixe et permet donc une interprétation directe comme sur une carte topographique.

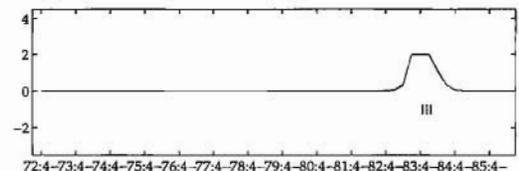
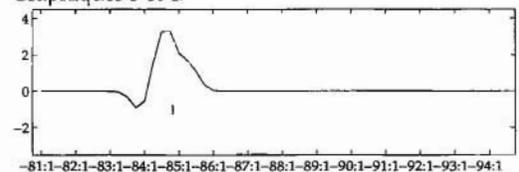
Pour compléter notre information, les résultats des estimations récursives selon la méthode traditionnelle des échantillons croissants ainsi que ceux des estimations récursives selon la méthode des échantillons décroissants sont rassemblées respectivement dans les graphiques 3 et 4.⁸

⁶ Pour faciliter la lisibilité des notations, sur l'axe des x du graphique 1 72, 73, 74, ... sont à lire comme 72:4, 73:4, 74:4, ... Sur l'axe des y , 81, 82, 83, ... signifient 81:1, 82:1, 83:1, ...

⁷ Dans le graphique 1, la surface estimée est tronquée en diagonale à partir de l'origine des axes x,y , ce qui reflète la diminution du nombre de données à disposition au fur et à mesure que la date de début des échantillons se rapproche de la date de fin.

⁸ Sur l'axe des x du graphique 3, -81:1, -82:1, -83:1, ... signifient 72:4-81:1, 72:4-82:1, 72:4-83:1, ... Sur l'axe des x du graphique 4, 72:4-, 73:4-, 74:4-, ... signifient 72:4-94:4, 73:4-94:4, 74:4-94:4, ...

Graphiques 3 et 4.



Les liens entre ces deux derniers graphiques et le graphique 1 peuvent être établis de la manière suivante. Le graphique 3 présente les résultats des estimations récursives sur échantillons croissants. Ces résultats ne sont rien d'autre que la projection de l'*extrémité gauche* de la surface du paramètre sur le plan y,z du graphique 1.⁹ Le graphique 4 rassemble les résultats des estimations récursives sur échantillons décroissants. Ces résultats sont la projection de l'*extrémité arrière* de la surface sur le plan x,z du graphique 1.¹⁰

Cet exemple artificiel est intéressant par le fait qu'il illustre concrètement des cas d'instabilité qui ne sont pas facilement détectables par les trois méthodes mentionnées par Lütkepohl et al. En effet, l'instabilité temporaire I de notre exemple n'est détectée *que* par la méthode des échantillons croissants, tandis que l'instabilité III n'est détectée *que* par la méthode des échantillons décroissants. De plus, l'instabilité II n'est détectée ni par la méthode des échantillons croissants ni par celle des échantillons décroissants. Seule la méthode des échantillons glissants peut la détecter. Par contre, la méthode généralisée utilisée dans cet article permet de détecter toutes les zones d'instabilité d'un paramètre, où qu'elles se trouvent.

2.5. Méthodes d'estimation

Pour éviter le risque de diagnostiquer une instabilité des paramètres de nos modèles qui ne serait due qu'à l'usage d'une méthode d'estimation particulière, nous avons utilisé deux méthodes d'estimation. Nous avons retenu l'estimateur du maximum de vraisemblance développé par Johansen (1988) et Johansen-Juselius (1990) ainsi que l'estimateur des moindres carrés dynamiques (DOLS) développé entre autres par Saikkonen (1991) et Stock-Watson (1993).

L'emploi de ces deux estimateurs est recommandé par la théorie économétrique lorsque les séries statistiques présentent un caractère non stationnaire.¹¹ Dans un tel cas, l'usage des moindres carrés ordinaires sur une régression en niveau produit des résultats d'estimation biaisés et la méthode de Johansen devient appropriée. Cependant, Stock-Watson (1993) ont révélé que

l'estimateur de Johansen pouvait présenter une sensibilité excessive à la présence de valeurs extrêmes («*outliers*») dans les données. Ils ont en outre montré que la méthode des moindres carrés dynamiques permettait de diminuer sérieusement l'importance de ce problème. Pour tenir compte de ces résultats, la méthode de Johansen et une variante de la méthode de Saikkonen – Stock-Watson sont utilisées conjointement dans la suite de cette étude.¹² Des configurations avec deux, quatre, voire cinq retards ont été utilisées.

A l'exception de M_1 , les résultats obtenus confirment l'analyse de Stock-Watson (1993). En effet, la méthode de Johansen a produit à plusieurs re-

⁹ Pour être plus précis, le graphique 3 illustre l'intersection de la surface avec le plan y,z .

¹⁰ Les diverses tranches de la surface prises en diagonale donnent les résultats des estimations récursives avec échantillons glissants de taille fixe. Ces résultats ne font pas l'objet d'un graphique séparé. On voit par cet exemple que notre méthode d'analyse est plus générale que les diverses méthodes recommandées par Lütkepohl et al. en ce sens qu'en faisant varier l'épaisseur des tranches le long de la diagonale de la surface, nous pouvons obtenir les résultats de l'estimation récursive avec échantillons glissants de diverses tailles fixes.

¹¹ Il a été plusieurs fois montré que les masses monétaires suisses, le produit intérieur brut réel, ainsi que les divers taux d'intérêt que nous utilisons dans cette étude partagent cette caractéristique de non stationnarité.

¹² Pour tenir compte du caractère non stationnaire des variables, la méthode de Johansen estime les paramètres de long terme d'un modèle par maximisation de la fonction de vraisemblance à l'aide d'une régression de rang réduit. A cette même fin, la méthode de Saikkonen – Stock-Watson inclut dans les régressions, en plus des variables en niveau, les différences premières retardées et avancées des variables indépendantes ainsi qu'une correction auto-régressive des erreurs. Les paramètres du modèle ainsi spécifié sont estimés itérativement par la méthode des moindres carrés auto-régressifs. Dans cette étude, le grand nombre de régressions requis par la méthode des estimations récursives généralisée que nous utilisons nous a conduit à employer une version simplifiée de la méthode de Saikkonen – Stock-Watson. Cette version simplifiée omet les termes auto-régressifs dans la spécification des erreurs du modèle afin de pouvoir estimer les paramètres par les moindres carrés ordinaires. Par simplicité, lorsque nous nous référons à l'usage de la méthode simplifiée inspirée par Saikkonen – Stock-Watson, nous utilisons le terme générique «retard» pour caractériser aussi bien les variables en différences premières retardées que les variables avancées et nous continuons d'appeler cette méthode «moindres carrés dynamiques» et d'utiliser le sigle DOLS.

prises des résultats non interprétables économiquement sans raison particulière apparente. Des valeurs extrêmes comme par exemple une élasticité-revenu de -51.13 ou une élasticité-intérêt de $+67.48$ ont été obtenues sur certains échantillons pour M_3 ! Tandis que de brusques renversements de signe caractérisent les valeurs de l'élasticité-intérêt de M_2 estimées sur quelques échantillons isolés.

A part ces périodes ponctuelles de divergence, les deux estimateurs donnent en général des résultats comparables pour chaque paramètre sur la majorité des échantillons. De plus, les résultats se sont avérés robustes au choix du nombre de retards aussi bien pour l'estimateur de Johansen que pour les spécifications DOLS. Ainsi, seuls les résultats obtenus avec la méthode des moindres carrés dynamiques avec deux termes avancés et deux termes retardés sont présentés dans la suite de cet article.

3. Résultats concernant les agrégats de définition large M_1 , M_2 et M_3

Après avoir brièvement décrit, dans une première section, les modèles économétriques que nous avons estimés, nous comparons les résultats obtenus concernant la stabilité des paramètres des trois agrégats M_1 , M_2 et M_3 dans la section 3.2 puis nous revenons, agrégat par agrégat, sur les valeurs prises par ces élasticités dans la section 3.3.

3.1. Les modèles économétriques des grands agrégats

Le modèle utilisé pour estimer l'équation de long terme de M_1 est celui publié dans Peytrignet (1995). Le logarithme naturel de M_1 est régressé sur le logarithme de l'indice des prix à la consommation (CPI), sur le logarithme du produit intérieur brut réel (GDP), sur le logarithme du rendement des obligations de la Confédération (RB) ainsi que sur le logarithme du rendement des comptes de transactions (TKZ) tel qu'il est calculé par Fluri (1995).¹³

Concernant M_2 , l'équation de long terme est estimée selon la ligne des modèles publiés dans Fischer-Peytrignet (1991, 1994) et Peytrignet (1994). Le logarithme naturel de M_2 est régressé sur le logarithme de l'indice des prix à la consommation (CPI), sur le logarithme du produit intérieur brut réel (GDP) ainsi que sur le logarithme du rendement des obligations de la Confédération (RB).

Le modèle de M_3 est identique au modèle de M_2 . Le logarithme naturel de M_3 est régressé sur le logarithme de l'indice des prix à la consommation (CPI), sur le logarithme du produit intérieur brut réel (GDP) et sur le logarithme du rendement des obligations de la Confédération (RB). Il correspond au modèle publié dans Fischer-Peytrignet (1990).

3.2. Résultats comparatifs

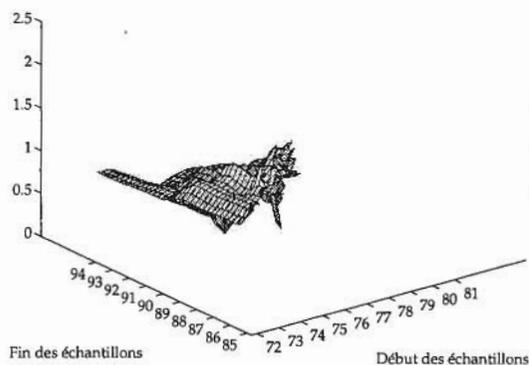
Les résultats concernant M_1 , M_2 et M_3 obtenus par la méthode des moindres carrés dynamiques (DOLS) avec une configuration de deux retards sont présentés, élasticité par élasticité, dans les graphiques des planches 1 à 3. La planche 1 rassemble les résultats concernant l'élasticité-prix de M_1 , de M_2 et de M_3 . La planche 2 présente les élasticités-revenu et la planche 3 les élasticités-intérêt, c'est-à-dire les élasticités de M_1 , M_2 et de M_3 par rapport au rendement des obligations de la Confédération.

Un bref examen des graphiques des trois planches nous permet immédiatement d'inférer que M_1 est, dans l'ensemble, l'agrégat monétaire dont le modèle économétrique présente une moins

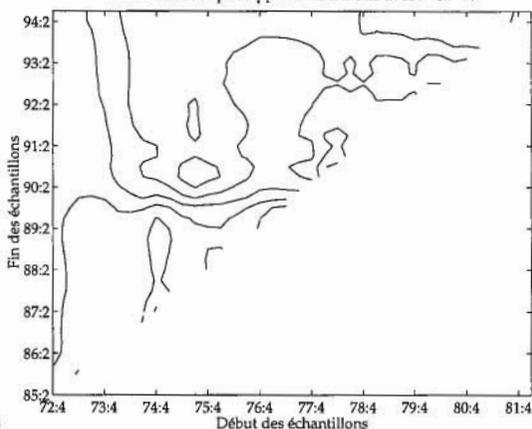
¹³ Le rendement des obligations de la Confédération semble être la variable taux d'intérêt qui joue le mieux le rôle de mesure du coût d'opportunité de la détention monétaire en ce qui concerne les agrégats monétaires suisses de définition large. Ceci ne signifie pas pour autant que les obligations de la Confédération doivent être considérées comme le moyen de réserve de valeur préféré des épargnants suisses. Ce taux long représente en fait une mesure empirique d'un «taux d'intérêt permanent» dont les variations refléteraient les anticipations des variations des taux d'intérêt courts futurs, variables qui en fait seraient celles qui dicteraient les réallocations de portefeuille.

Planche 1 : estimations récursives de l'élasticité-prix des grands agrégats dès 1972:4.

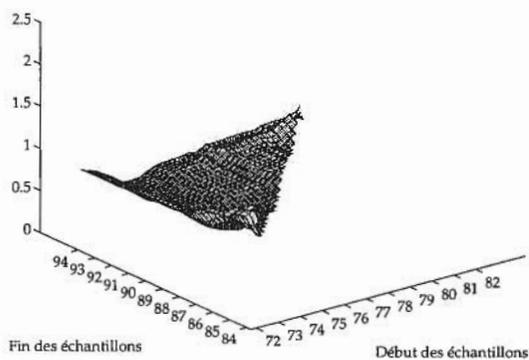
Elasticité de M1 par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



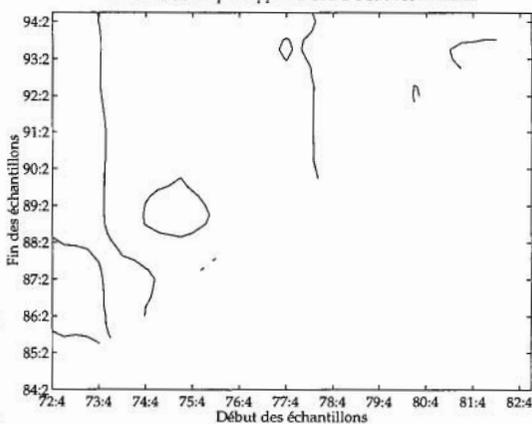
Elasticité de M1 par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



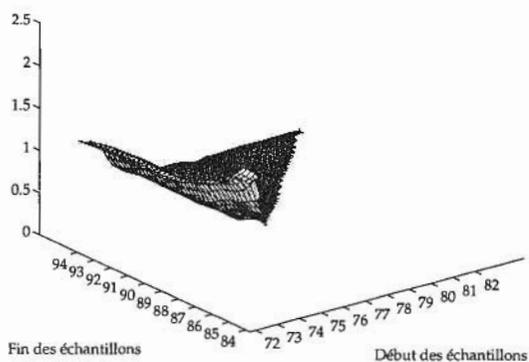
Elasticité de M2 par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M2 par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M3 par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M3 par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards

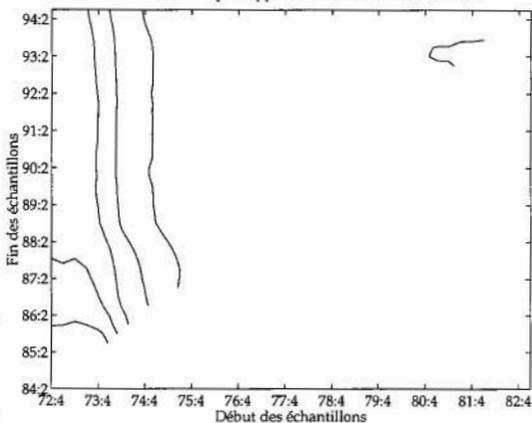
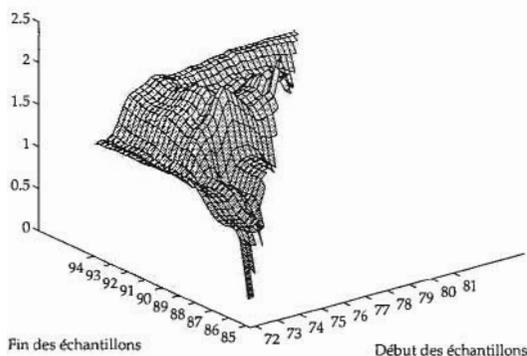
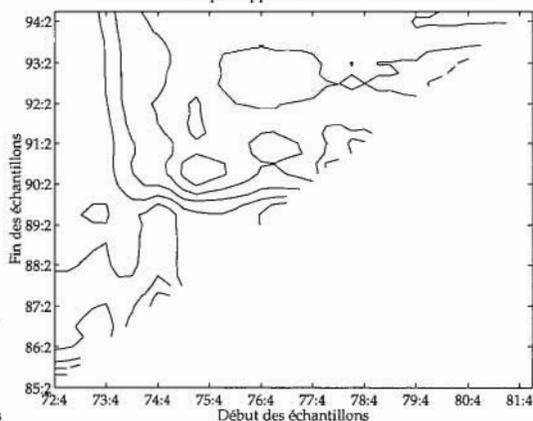


Planche 2 : estimations récursives de l'élasticité-revenu des grands agrégats dès 1972:4.

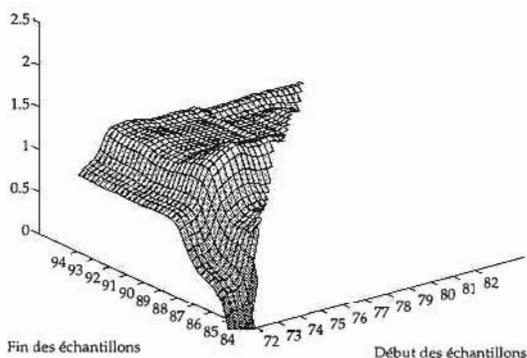
Elasticité de M1 par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



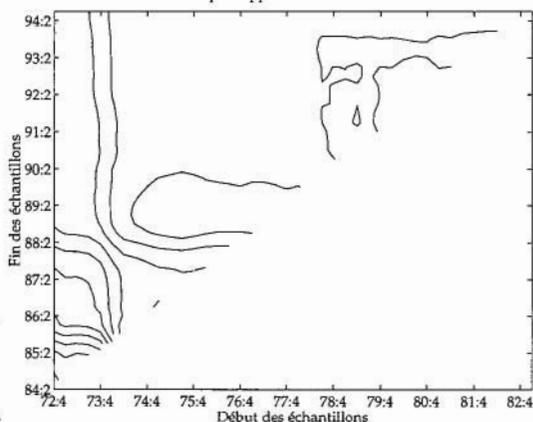
Elasticité de M1 par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



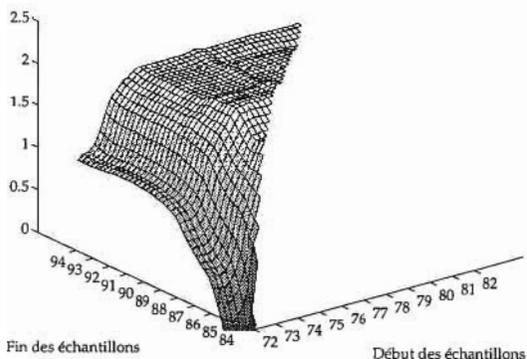
Elasticité de M2 par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M2 par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M3 par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M3 par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards

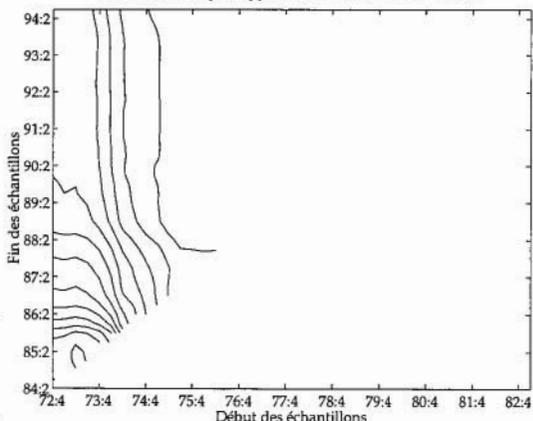
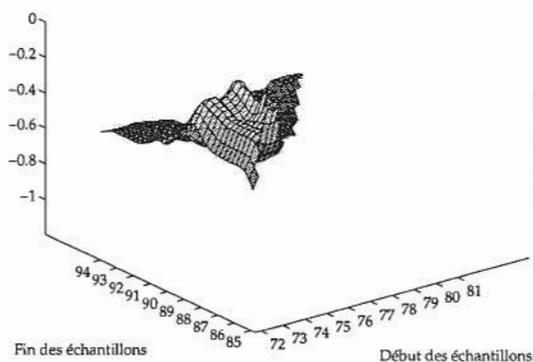
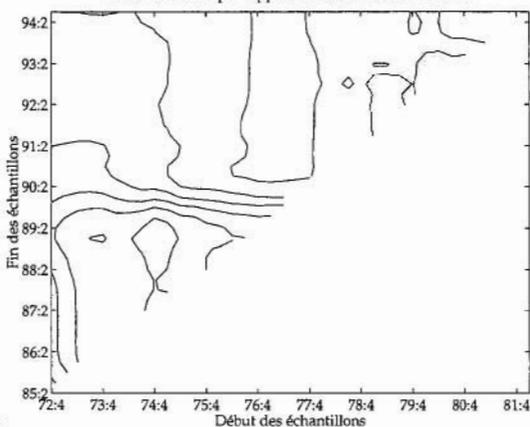


Planche 3 : estimations récursives de l'élasticité-intérêt des grands agrégats dès 1972:4.

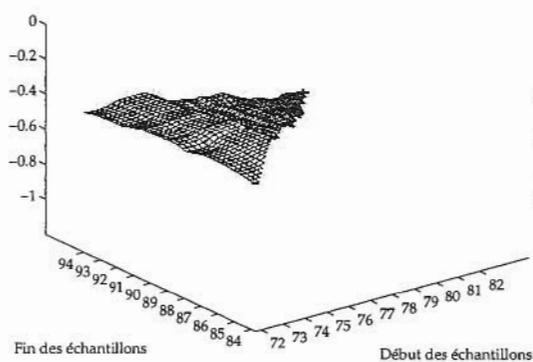
Elasticité de M1 par rapport à RB: DOLS avec 2 retards



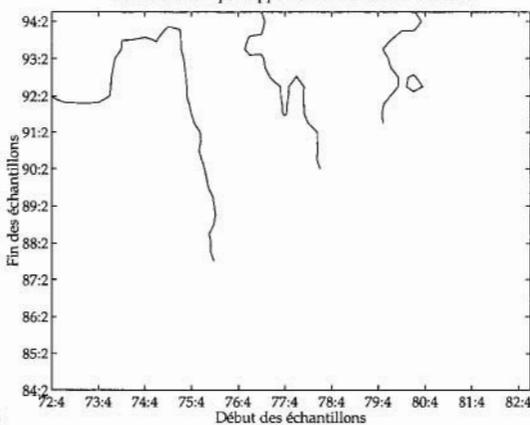
Elasticité de M1 par rapport à RB: DOLS avec 2 retards



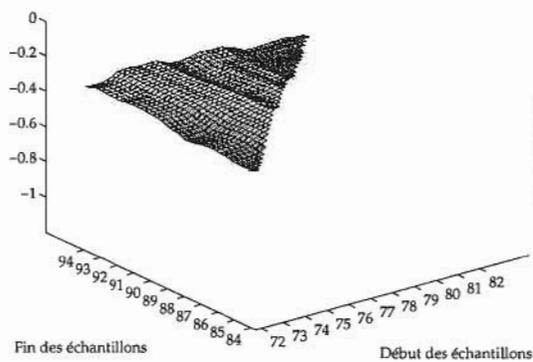
Elasticité de M2 par rapport à RB: DOLS avec 2 retards



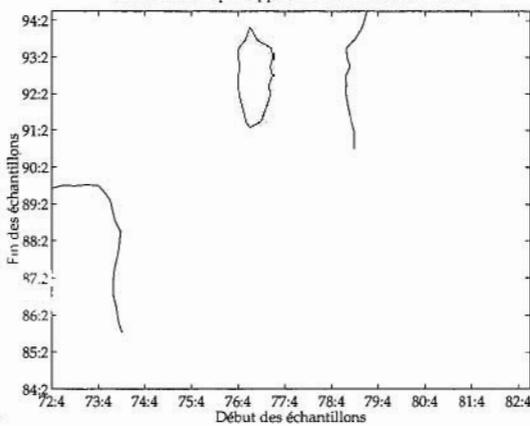
Elasticité de M2 par rapport à RB: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M3 par rapport à RB: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M3 par rapport à RB: DOLS avec 2 retards



grande stabilité par rapport aux modèles de M_2 ou de M_3 . Dans les graphiques à trois dimensions, les surfaces des élasticités de M_1 présentent plus d'aspérités que celles des élasticités de M_2 et de M_3 .^{14, 15}

Ce fait empirique est confirmé par l'inspection du graphique des courbes de niveau.¹⁶ Le graphique concernant M_1 présente beaucoup de courbes de niveau différentes, notamment circulaires, indiquant plusieurs phases d'instabilité temporaires des paramètres du modèle économétrique. Les causes de ces instabilités seront approfondies dans la section suivante.

Sur tous les échantillons qui comprennent des données des années 1970 jusqu'à la fin de 1975, deux zones d'instabilité se dégagent clairement des graphiques concernant les élasticités-prix et revenu des trois agrégats. La première zone d'instabilité concerne tous les échantillons commençant entre le dernier trimestre de 1972 et le troisième trimestre de 1973. Elle peut être considérée comme *temporaire* car elle disparaît lorsque les échantillons se terminent après le début des années 1990. En d'autres termes, lorsque le modèle est estimé depuis 1972:4 ou depuis 1973:3, les résultats ne sont pas statistiquement différents si les échantillons se terminent en 1990 ou en 1994. Ceci peut être confirmé visuellement d'une part par une stabilisation de la surface des élasticités-prix et revenu après 1990 et d'autre

part par des courbes de niveau en arcs de cercle. Par contre, la seconde zone d'instabilité peut être considérée comme *permanente* car si elle concerne tous les échantillons commençant entre le troisième trimestre 1973 et le deuxième trimestre 1975, cette instabilité persiste quelle que soit la date finale des échantillons. Ainsi, lorsque le même modèle est estimé avec des données postérieures à 1975, nous obtenons des valeurs des paramètres sensiblement différentes de celles que nous obtenons lorsque le modèle est estimé avec des données d'avant 1975 et cela que le modèle soit estimé jusqu'en 1990, jusqu'en 1991 ou jusqu'en 1994. Visuellement, les surfaces présentent toutes une ondulation entre 1973 et 1975, quelle que soit la date de fin des échantillons, et des courbes de niveau parallèles se prolongeant verticalement jusqu'en 1994.

Cette instabilité permanente concerne les trois agrégats de définition large que calcule la Banque nationale. Elle est cependant plus nette pour M_3 que pour M_1 ou M_2 . Cette instabilité ne se reflète pas, par contre, dans les graphiques des élasticités-intérêt des trois agrégats.

Les causes de l'instabilité permanente de 1973–1975 sont à chercher dans un changement de comportement des agents économiques face à la détention d'avoirs monétaires. En effet, la fin du régime de changes fixes de Bretton Woods et l'adaptation de l'économie au régime des changes flexibles qui s'en suivit, ainsi que l'augmentation du prix du pétrole et la forte inflation qu'a connus la Suisse à cette époque sont certainement des facteurs économiques qui ont sans aucun doute influencé les préférences des agents face à la détention monétaire.¹⁷ Ainsi, cette zone d'instabilité permanente, commune aux trois agrégats, illustre typiquement des déplacements de la fonction de demande pour ces agrégats causés par des chocs exogènes et un changement de régime de politique économique.

Les graphiques des planches 1 à 3 révèlent que sur tous les échantillons commençant après 1975 ou 1976, les élasticités de long terme des modèles économétriques de M_2 et de M_3 présentent une stabilité remarquable. Ainsi, dès 1977, M_2 et M_3 sont incontestablement les agrégats monétaires de définition large les plus stables. Ce sont les

¹⁴ Dans cette étude, vu que nous utilisons une version simplifiée de la méthode DOLS qui omet la correction auto-régressive des erreurs, le risque de biais des moments de second ordre impliqué par l'usage des moindres carrés ordinaires nous incite à ne reporter dans les graphes que les estimations ponctuelles.

¹⁵ Pour permettre les comparaisons, les échelles des graphiques des surfaces des paramètres ont été normalisées sur l'intervalle 0 à 2,5 pour les élasticités-prix et revenu et sur l'intervalle -1,2 à 0 pour les élasticités-taux d'intérêt long.

¹⁶ Deux courbes de niveau adjacentes représentent une variation de paramètre de 0,2 en ce qui concerne les élasticités-prix et revenu de M_1 , M_2 et M_3 et de 0,1 en ce qui concerne les élasticités-intérêt des trois agrégats. Comme pour les graphiques à trois dimensions, les graphiques des courbes de niveau sont directement comparables.

¹⁷ Cette zone d'instabilité permanente a été détectée par tous les estimateurs utilisés. Elle n'est donc pas due au choix d'un estimateur particulier.

agrégats pour lesquels les surfaces de toutes les élasticités présentent le moins d'aspérités. L'absence presque totale de courbe de niveau confirme ce fait selon un autre angle visuel.

Dans les trois sections qui suivent, nous avons décidé d'éliminer a priori les périodes d'instabilité du début des années 1970 pour ne considérer que les estimations fondées sur des échantillons débutant à partir de 1977. Cette focalisation sur des périodes moins mouvementées nous permettra de mieux comparer la stabilité relative des trois agrégats et d'inférer une valeur moyenne pour chaque élasticité non biaisée par les turbulences de la première partie des années soixante-dix.

3.3. M_1 , estimations dès 1977:1

La planche 4 rassemble les graphiques à trois dimensions des quatre paramètres du modèle économétrique de M_1 . Elle présente aussi les graphes des estimations récursives à échantillons croissants et des estimations récursives à échantillons décroissants pour chaque élasticité.

Les graphiques à trois dimensions des quatre élasticités illustrent encore une instabilité nette des paramètres du modèle, notamment sur les échantillons de taille réduite (visibles le long de la diagonale).

En ce qui concerne l'élasticité-prix de M_1 , les estimations récursives sur échantillons croissants montrent une stabilisation de ce paramètre sur les échantillons se terminant après 1990 vers une valeur oscillant entre 0,7 et 0,8. Par contre, les estimations récursives sur échantillons décroissants montrent une diminution de ce paramètre passant de 0,76 à 0,23. Si ces différences d'estimation reflète une fois encore l'instabilité du modèle de M_1 , cette dernière valeur de 0,23 n'est toutefois à retenir qu'avec précaution car les échantillons comprennent de moins en moins de données avec les estimations sur échantillons décroissants.

Les estimations de l'élasticité-revenu de M_1 semblent mieux assurées. Après l'instabilité se reflé-

tant jusqu'à la fin de 1989, les valeurs numériques de ce paramètre sont clairement supérieures à un et oscillent dans la fourchette allant de 1,8 à 1,9. Signe réjouissant, ces valeurs sont obtenus aussi bien par les estimations récursives sur échantillons croissants que sur celles sur échantillons décroissants, ce que confirme la relative platitude de la surface du paramètre après l'ondulation initiale.

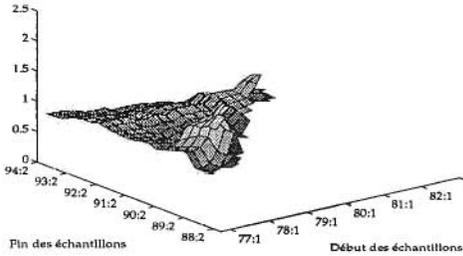
Des commentaires analogues peuvent être faits concernant l'élasticité de M_1 par rapport au rendement des obligations de la Confédération. La valeur de long terme la plus probable pour cette élasticité semble être approximativement -0,6.

L'élasticité de M_1 par rapport au rendement des comptes de transactions change de signe sur les échantillons finissant après 1990. En effet, de négative qu'elle était avant 1990, elle devient positive après 1990 – elle s'élève en moyenne à 0,1 – mais semble devenir non significativement différente de zéro sur les échantillons commençant après 1980 et finissant en 1994. Le comportement assez étrange de ce paramètre semble être la source majeure de l'instabilité intrinsèque de M_1 !

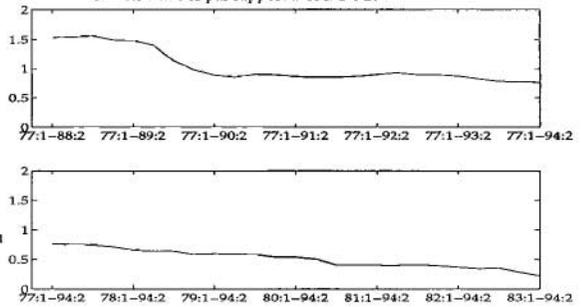
Cette inversion de signe du coefficient est explicable économiquement par l'évolution temporelle du rendement servi sur les comptes de transactions (TKZ). En effet, avant 1988, l'évolution temporelle de TKZ est très proche de celle du rendement servi sur les dépôts d'épargne (RDS), dépôts exclus de la définition de M_1 . Par conséquent, TKZ jouait le rôle de coût d'opportunité de la détention monétaire avant cette date et avait, par conséquent, un signe négatif. Par contre, après 1988 et surtout dès la fin de 1989, le comportement de TKZ diverge complètement de celui du rendement servi sur les comptes d'épargne (cf. figure 1). Dès cette date, TKZ joue pleinement son rôle de rendement des comptes de transaction, composante incluse dans la définition de M_1 . Par conséquent, l'élasticité de M_1 par rapport à TKZ devient positive, signe économiquement correct. En outre, l'instabilité des paramètres du modèle économétrique de M_1 avant 1990 peut s'expliquer par la colinéarité qui caractérise le comportement statistique de TKZ avec le rendement des obligations de la Confédération (RB).¹⁸

Planche 4 : estimations récursives des élasticités de M1 dès 1977:1.

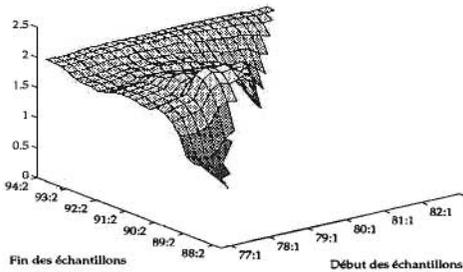
Elasticité de M1 par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



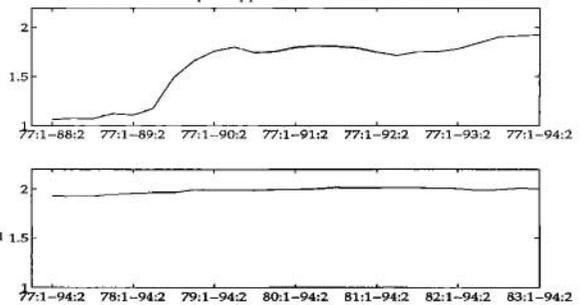
Elasticité de M1 par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



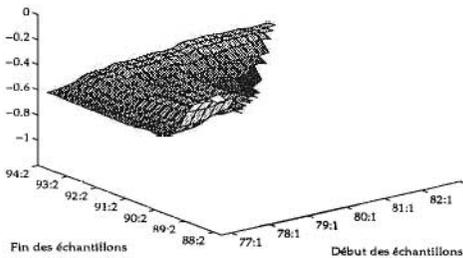
Elasticité de M1 par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



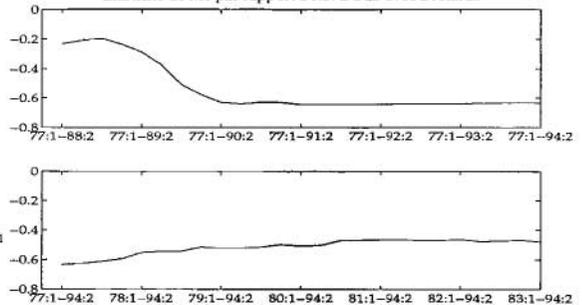
Elasticité de M1 par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



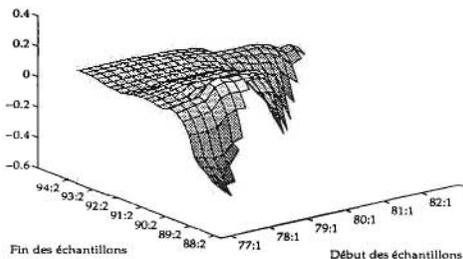
Elasticité de M1 par rapport à RB: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M1 par rapport à RB: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M1 par rapport à TKZ: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M1 par rapport à TKZ: DOLS avec 2 retards

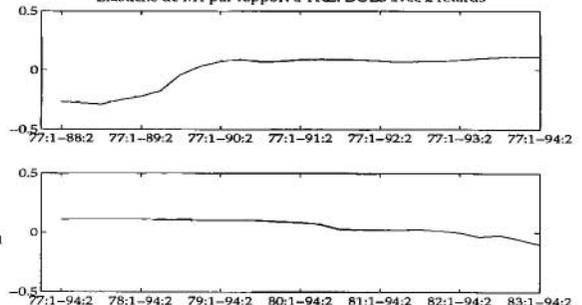
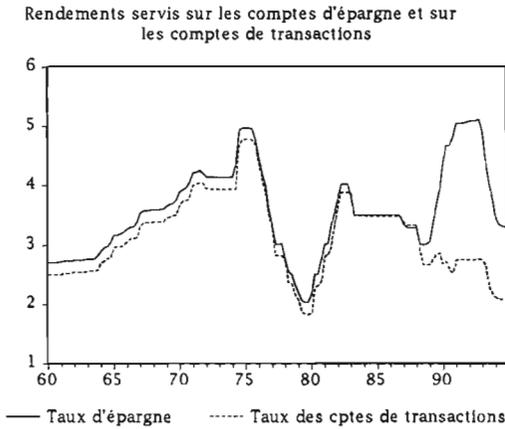


Figure 1



L'omission de la variable TKZ du modèle économétrique de M_1 n'apporte, dans l'ensemble, que peu d'améliorations. Le modèle sans TKZ est plus stable sur les échantillons comprenant des données d'avant 1990 mais les diverses élasticités, notamment l'élasticité-intérêt long de M_1 , sont moins stables sur les échantillons comprenant des données postérieures à 1990. Les résultats sont présentés dans l'annexe I. Une explication de l'instabilité postérieure à 1990 pourrait être cherchée dans les effets de la plus grande utilisation des cartes de crédit et des cartes de paiement par le public qui se ferait au détriment de la circulation du numéraire, variable incluse dans la définition de M_1 . Nous reviendrons plus en détails sur ce point dans la section 4 lorsque la stabilité des billets en circulation sera examinée.

En résumé, M_1 est un agrégat dont le comportement à long terme présente certains signes d'instabilité compte tenu de la difficulté d'estimer précisément les paramètres de son modèle économétrique. Cette difficulté est à attribuer notamment au changement de comportement des banques dans la fixation du rendement des comptes de transactions.

¹⁸ Les coefficients de corrélation croisés entre ces deux variables s'élève à 0,37 entre TKZ_t et RB_t, mais augmente à 0,81 entre TKZ_t et RB_{t-4} entre 1977:1 et 1988:4. En différences premières – variables entrant dans les spécifications Johansen et DOLS du modèle – TKZ et RB sont même corrélés à plus de 40% sur les retards 1 et 2.

3.4. M_2 , estimations dès 1977:1

Quel que soit l'estimateur utilisé, les méthodes récursives donnent des résultats plus clairs pour l'agrégat monétaire M_2 que pour l'agrégat M_1 . A partir du premier trimestre 1977, M_2 est raisonnablement stable dans son ensemble comme en témoigne la relative uniformité des surfaces des trois paramètres du modèle économétrique. Les résultats sont rassemblés dans la planche 5.

Numériquement, l'élasticité-prix de M_2 oscille dans la fourchette allant de 0,64 à 0,78 avec la méthode des estimations récursives sur échantillons croissants et dans l'intervalle 0,75 à 0,89 avec la méthode des estimations récursives sur échantillons décroissants. Ces dernières valeurs sont tout à fait représentatives des résultats obtenus sur tous les échantillons qui comprennent des données des années 1990 et suivantes. On peut relever encore que les valeurs minimales et maximales de toute la surface de ce paramètre estimée sur les échantillons compris entre 1977:1 et 1994:4 s'élèvent respectivement à 0,64 et à 1,11.

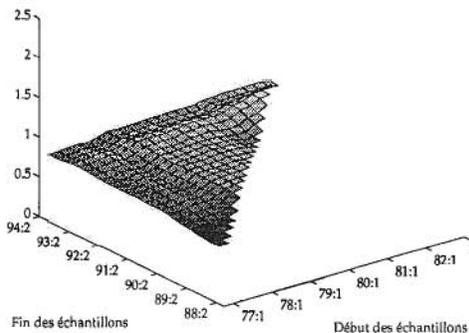
L'élasticité-revenu de M_2 atteint environ 1,5 sur les échantillons comprenant des données qui se terminent avant 1990. Par contre, elle se stabilise aux environs de 1,2–1,3 sur les échantillons incluant les données d'après 1990. Sur l'ensemble de la surface, les valeurs minimale et maximale de cette élasticité s'élèvent à 1,06 et à 1,51.

L'élasticité de M_2 par rapport au rendement des obligations de la Confédération oscillent entre –0,43 et –0,50 avec la méthode des estimations récursives sur échantillons croissants et entre –0,50 et –0,64 avec la méthode sur échantillons décroissants. –0,43 représente également la valeur maximale de la totalité de la surface de ce paramètre, tandis que le minimum absolu s'élève à –0,69. On peut remarquer que cette élasticité tend à augmenter en valeur absolue sur les échantillons débutant après 1980 et se terminant en 1994.

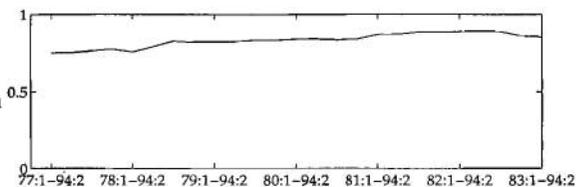
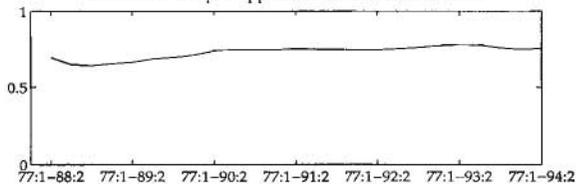
En résumé, notre analyse récursive permet de confirmer ce que Fischer-Peytrignet (1991, 1994) et Peytrignet (1994) avaient déjà trouvé pour M_{1B} : M_2 peut être considéré, dans l'ensemble, comme

Planche 5 : estimations récursives des élasticités de M2 dès 1977:1.

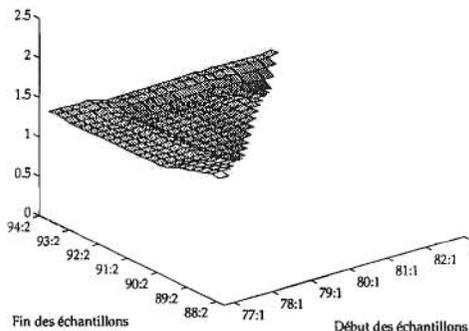
Elasticité de M2 par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



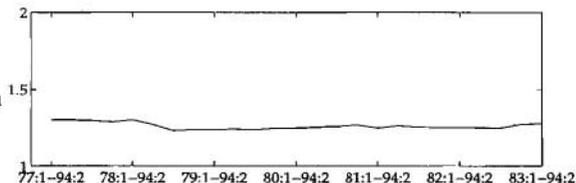
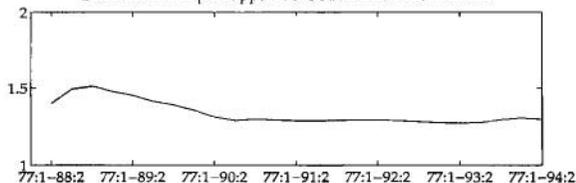
Elasticité de M2 par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



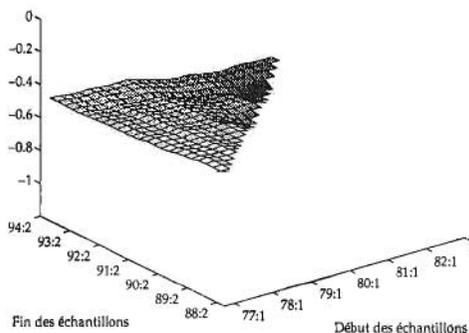
Elasticité de M2 par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



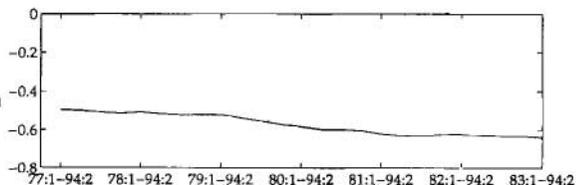
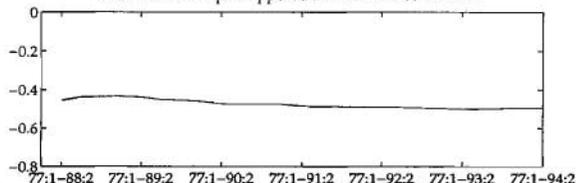
Elasticité de M2 par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M2 par rapport à RB: DOLS avec 2 retards



Elasticité de M2 par rapport à RB: DOLS avec 2 retards



un agrégat monétaire stable, surtout sur les échantillons qui commencent depuis 1977. Toutefois, la valeur exacte prise par l'élasticité-intérêt sur les échantillons très récents, en particulier sur ceux qui ne comprennent que des données des années 80 et 90, reste à surveiller.

3.5. M_3 , estimations dès 1977:1

Les estimations faites à l'aide de la méthode de Johansen révèlent une instabilité drastique et permanente de la plupart des coefficients du modèle statistique de M_3 . Par contre, lorsque la méthode des moindres carrés dynamiques est utilisée, les coefficients du modèle présentent une stabilité comparable à celle de M_2 . Ainsi, l'instabilité extrême diagnostiquée par l'estimateur de Johansen ne représente en fait qu'une instabilité due à la sensibilité excessive de cet estimateur particulier. La planche 6 rassemble les graphiques des trois élasticités de M_3 estimées par DOLS avec une configuration de deux retards.

L'élasticité-prix de M_3 se fixe entre 0,7 et 0,8 en moyenne sur les divers échantillons. Les graphiques des estimations récursives sur échantillons croissants et décroissants révèlent des valeurs comparables ne présentant aucune aspérité particulière. Les valeurs extrêmes prises par cette élasticité sur tous les échantillons compris entre 1977:1 et 1994:4 – qui correspondent aux minimum et maximum de la surface du paramètre – correspondent respectivement à 0,67 et 0,86. L'étroitesse de cette fourchette témoigne de la régularité et de la précision des estimations.

Sur ce point, M_3 est encore plus stable que M_2 . Si l'on se rapporte aux graphiques des courbes de niveau des planches 1 à 3, on peut remarquer la quasi-absence de courbes de niveau dans les graphiques concernant les élasticités-prix et revenu de M_3 , confirmant la très grande stabilité de cet agrégat depuis 1977.

Comme on vient de le mentionner, l'élasticité-revenu de M_3 peut également être estimée avec une grande précision. Avec la méthode des estimations récursives sur échantillons croissants, le minimum et le maximum atteints par cette élasticité représentent respectivement 1,89

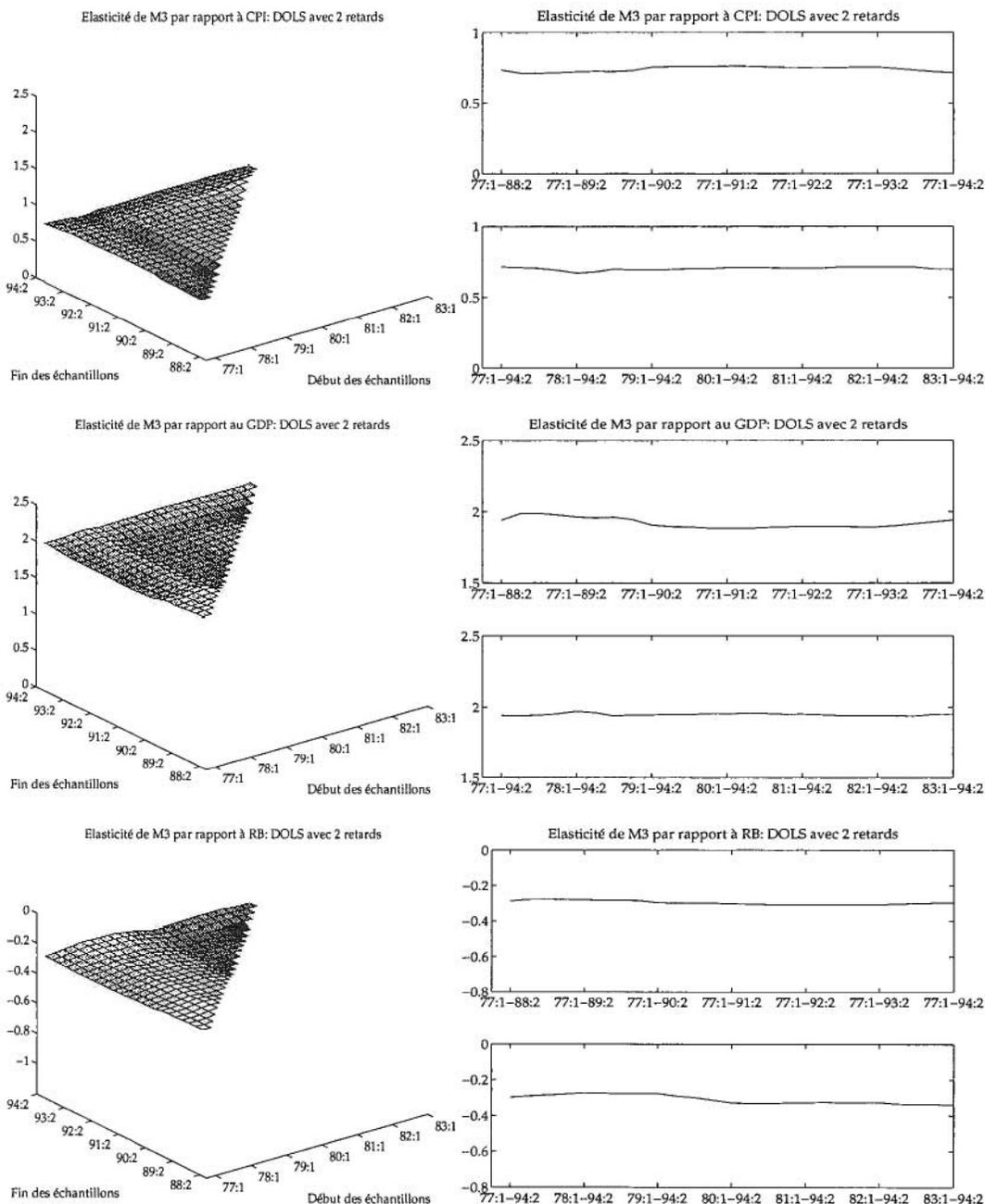
et 1,99 depuis 1977:1. Avec la méthode des estimations récursives sur échantillons décroissants, ces deux valeurs sont même 1,94 et 1,97. Sur tous les échantillons possibles depuis 1977, le minimum et le maximum de la surface du paramètre correspondent à 1,83 et 2,0. Il est intéressant de constater que la valeur nettement supérieure à 1 prise par cette élasticité-revenu illustre le caractère de réserve de valeur et de moyen de transmission des richesses dans le temps de cet agrégat.

L'élasticité de M_3 par rapport au rendement des obligations de la Confédération présente également un caractère de stabilité remarquable comme en témoigne aussi bien les graphiques de la planche 3 que ceux de la planche 6. Les valeurs minimales et maximales obtenues par les méthodes récursives sur échantillons croissants et décroissants sont respectivement de $-0,31$, $-0,28$ et $-0,34$, $-0,27$. Les minimum et maximum de la surface du paramètre depuis 1977:1 s'élèvent à $-0,37$ et à $-0,27$. Les valeurs inférieures en valeur absolue prises par cette élasticité en comparaison avec celles de M_1 et de M_2 montrent les effets de l'internalisation de la plupart des réallocations de portefeuille dans la définition de M_3 . Lorsque les taux d'intérêt varient à la suite d'une mesure de politique monétaire, les ajustements de portefeuille réalisés par les agents économiques induisent des fluctuations de plus grande ampleur des agrégats M_1 et M_2 que de M_3 .

Ces résultats remettent en question la réputation d'instabilité qu'avait acquis cet agrégat avec d'autres méthodes d'investigation (cf. Fischer-Peytrignet, 1990). Plusieurs raisons peuvent expliquer cette divergence.

– Dans l'article de 1990, le constat d'instabilité de M_3 était fondé sur une nette divergence des résultats de tests de cointégration effectués sur des échantillons de diverses longueurs. Selon les auteurs, M_3 n'était pas cointégré avec le niveau des prix, le produit intérieur brut réel et le rendement des obligations de la Confédération lorsque les tests étaient effectués sur les échantillons 1967:2–1989:4 et 1973:1–1989:4. Par contre, les résultats s'amélioraient lorsque le test était effectué sur l'échantillon 1980:1–1989:4. En fait, les résultats décevants obtenus

Planche 6 : estimations récursives des élasticités de M3 dès 1977:1.



sur les deux premiers échantillons ne font que confirmer ce que nous avons déjà écrit précédemment: nos résultats montrent que M_3 est instable sur les échantillons qui comprennent des données d'avant le milieu des années 1970.

- En outre, les résultats précaires de cointégration obtenus sur l'échantillon 1980:1–1989:4 se fondaient sur un échantillon de taille trop réduite pour permettre à ce test d'avoir une quelconque puissance. En effet, si l'on effectue le test de cointégration avec les données actuelles sur l'horizon de taille réduite 1980:1–1989:4, on obtient une valeur de t de Dickey-Fuller qui s'élève seulement à $-3,21$.¹⁹ Par contre, si l'on augmente la taille de l'échantillon au delà de 1989:4, soit de 1977:1 à 1994:4, on obtient une valeur de $-4,43$ indiquant clairement la cointégration.

En résumé, M_3 définition 1995 est un agrégat monétaire stable lorsque son modèle économétrique est estimé sur des données qui commencent après 1976. Du point de vue économétrique, la stabilité de M_3 est comparable à celle de M_2 .

4. Résultats concernant les billets en circulation

Le modèle économétrique utilisé est décrit brièvement dans une première section. Ensuite, une deuxième section rassemble les résultats des estimations récursives obtenus sur les échantillons commençant dès la fin de 1972. Comme les paramètres de l'équation sont instables jusqu'à la fin des années 70, les résultats postérieurs à 1980 sont analysés plus en détail dans une troisième section.

4.1. Le modèle économétrique de la circulation des billets

Le modèle utilisé pour estimer l'équation de long terme des billets en circulation s'inspire de celui publié par Ettlín (1989). En particulier, le rendement servi sur les comptes d'épargne semble la variable la plus appropriée pour mesurer le coût d'opportunité de la détention monétaire sous forme de billets de banque. Cependant, notre mo-

dèle s'écarte de celui de Ettlín en ce sens que ce dernier postule une élasticité-prix égale à l'unité. Nous laissons cette élasticité non restreinte. A la différence de celui de Ettlín, nous retenons le produit intérieur brut comme mesure des transactions au lieu des dépenses de consommation. Ainsi, notre modèle régresse le logarithme naturel des billets en circulation sur le logarithme de l'indice des prix à la consommation (CPI), sur le logarithme du produit intérieur brut réel (GDP) ainsi que sur le niveau du rendement des dépôts d'épargne (RDS). Quatre variables déterministes sont incluses dans le modèle: trois variables saisonnières (centrées) ainsi qu'une variable visant à corriger l'effet fiscal bisannuel qui affecte la circulation des billets à la fin des années paires. La présence de cette dernière variable dans notre modèle découle en droite ligne de l'article de Ettlín (1989).

Contrairement aux modèles pour M_1 , M_2 et M_3 la forme semi-logarithmique semble la forme fonctionnelle la mieux appropriée pour modéliser statistiquement la demande de long terme de billets en circulation. Le paramètre concernant cette variable doit dès lors être interprété comme une semi-élasticité et non comme une élasticité. Cependant, pour rendre comparable les graphiques des estimations des billets avec ceux de M_1 , M_2 et M_3 , nous avons utilisé pour les billets une échelle à peu près quatre fois moins étendue que celle des élasticités des grands agrégats. Le choix de cette proportion est motivé par le fait que la semi-élasticité des billets est plus ou moins quatre fois moins élevée que l'élasticité correspondante.²⁰

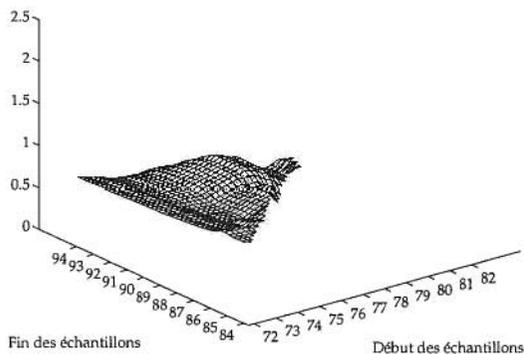
Comme le but de cet article est d'examiner la stabilité des paramètres de long terme de la fonction de demande de billets, nous avons renoncé à in-

¹⁹ Dans l'article de 1990, les auteurs obtenaient $-3,29$ en utilisant la définition 1975 de M_3 qui diffère de la définition 1995 par l'inclusion des comptes de prévoyance.

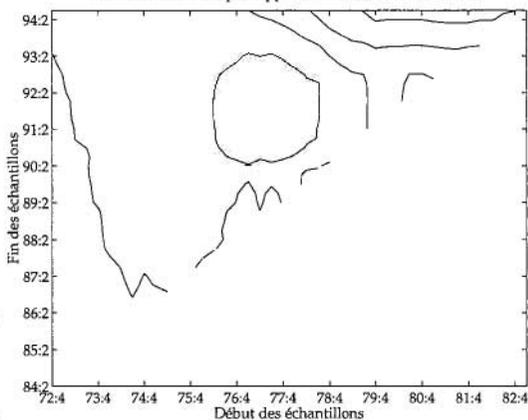
²⁰ Sur l'échantillon 72:4–94:4, la semi-élasticité des billets par rapport à RB s'élève à $-0,044$ tandis que l'élasticité sur la même période est estimée à $-0,166$. Le rapport entre ces deux grandeurs devient $0,262$. Comme nous avons représentées graphiquement les élasticités-intérêt des autres agrégats sur l'échelle allant de $-1,2$ à 0 , la semi-élasticité des billets par rapport à RDS est dessinée sur l'échelle $-0,32$ à 0 .

Planche 7 : estimations récursives des paramètres à long terme des billets dès 1972:4.

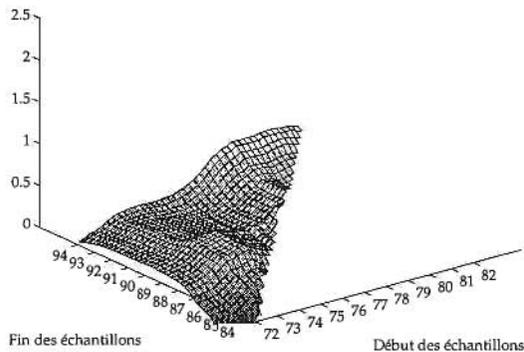
Elasticité des billets par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



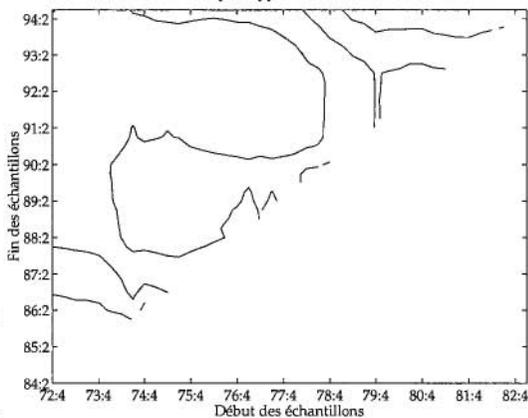
Elasticité des billets par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



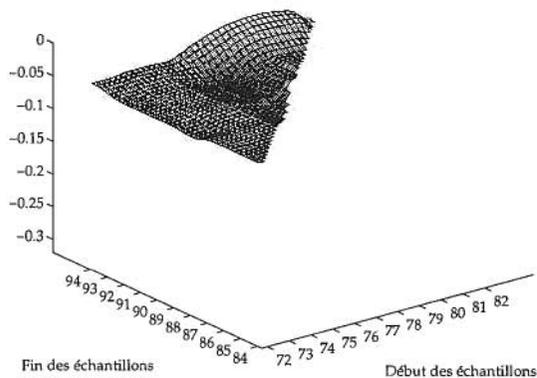
Elasticité des billets par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



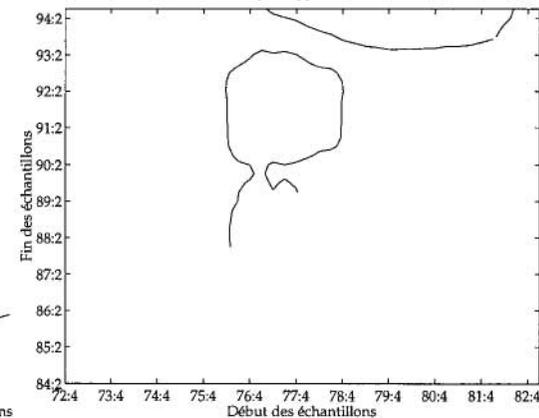
Elasticité des billets par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



Semi-élasticité des billets par rapport à RDS: DOLS avec 2 retards



Semi-élasticité des billets par rapport à RDS: DOLS avec 2 retards



clure dans le modèle des variables muettes ayant pour effet de corriger a priori des événements spécifiques susceptibles de déstabiliser les coefficients de l'équation. Sur ce point, nous nous distançons de Ettlín (1989).

Le modèle est estimé avec l'estimateur DOLS. Deux configurations ont été retenues, l'une avec 4 retards et l'autre avec 2 retards. Les résultats des estimations récursives obtenus avec la configuration contenant 2 retards sont présentés dans les deux sections qui suivent.²¹

4.2. Les résultats des estimations dès le quatrième trimestre de 1972

Les résultats des estimations récursives débutant dès le quatrième trimestre de 1972 sont rassemblés dans la planche 7.

Le premier résultat révélé par ces graphiques est que, contrairement aux agrégats larges M_1 , M_2 et M_3 , l'effondrement des accords de Bretton Woods et la période d'adaptation qu'a nécessité le passage aux changes flexibles n'ont pas provoqué une instabilité notoire des paramètres de long terme de la demande de billets en circulation pendant les années 1973–1975.

Par contre, les graphes des surfaces des paramètres du modèle des billets en circulation révèlent des valeurs estimées différentes sur les échantillons comprenant des données d'avant 1977 de celles obtenues sur des échantillons comprenant des données d'après 1979. Les ondulations de la totalité de ces surfaces indiquent une instabilité permanente à ces dates. Les causes sont à chercher dans la période troublée qu'a connu le monde monétaire suisse pendant ces années, période dominée par les diverses mesures prises pour lutter contre les afflux de fonds étrangers (intérêts négatifs, etc.) et qui s'est terminée en 1978–1979 par les interventions massives de la Banque nationale sur le marché des changes. En effet, la BNS est non seulement intervenue drastiquement en 1978 en approvisionnant le marché de liquidité pour combattre la hausse spectaculaire du franc suisse mais elle a annoncé, à la fin de cette année-là, son intention de suspendre son objectif monétaire au profit

d'un objectif de change. Bien que de durée temporaire, on peut voir qu'empiriquement ce changement de régime de politique monétaire a affecté de manière durable les paramètres de long terme de la demande de billets en circulation.

4.3. Les résultats des estimations dès le premier trimestre de 1980

Pour pouvoir examiner plus en détail la stabilité des paramètres de la demande de billets, nous allons laisser de côté la période instable des années 1970 et resserrer nos estimations sur les échantillons comprenant des données qu'à partir de 1980. Le «zoom» des résultats est présenté dans la planche 8.

A partir de 1980, les stabilité globale des paramètres de long terme du modèle économétrique de la demande de billets en circulation ne semble pas présenter un très gros problème. Les surfaces des paramètres sont relativement plates et ne présentent aucune aspérité particulière. Cependant, les graphiques des courbes de niveaux de la planche 7 ainsi que les graphiques rassemblant les estimations récursives sur échantillons croissants dans la planche 8 montrent une brusque instabilité des paramètres dès le troisième trimestre 1992. L'élasticité-prix diminue de 0,5 à 0,15; l'élasticité-revenu monte de 0,4 pour se stabiliser à 0,7 tandis que la semi-élasticité-intérêt passe temporairement de -0,04 à 0.

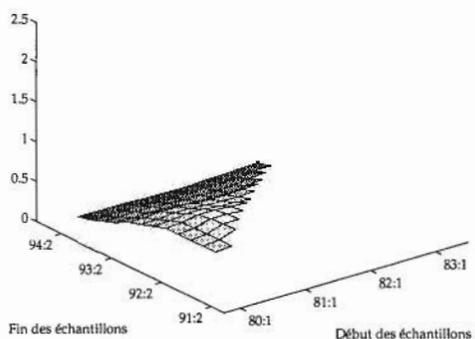
Les causes de cette phase d'instabilité sont difficiles à cerner. Toutefois, l'usage plus fréquent par le public de moyens de paiement alternatifs aux billets (cartes de crédit, cartes de débit, carte POS de paiement aux points de ventes, etc.) pourrait être un facteur susceptible d'expliquer cette évolution. En effet, comme le montre la figure 2, la valeur des transaction sur cartes de crédit et sur cartes POS s'est considérablement accélérée depuis le début des années 1990.

L'inclusion dans les régressions du logarithme de la valeur des transactions sur cartes de crédits et

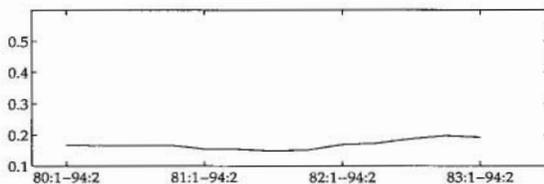
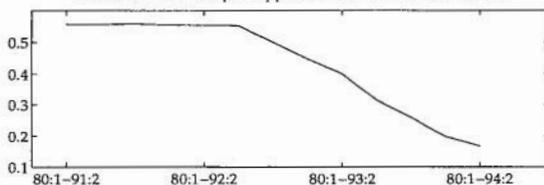
²¹ Les résultats obtenus avec la configuration à 4 retards sont trop similaires pour être présentés séparément.

Planche 8 : estimations récursives des paramètres à long terme des billets dès 1980:1.

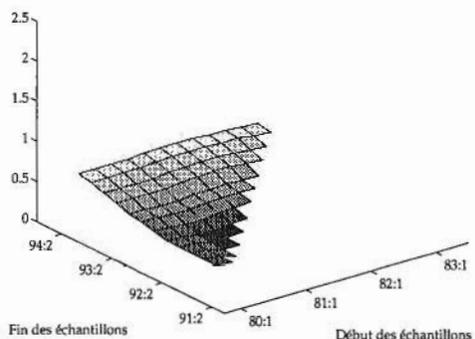
Elasticité des billets par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



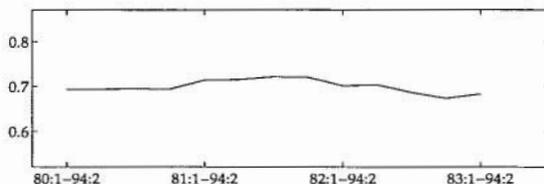
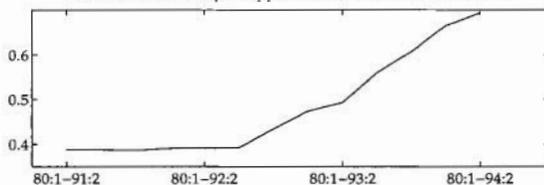
Elasticité des billets par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards



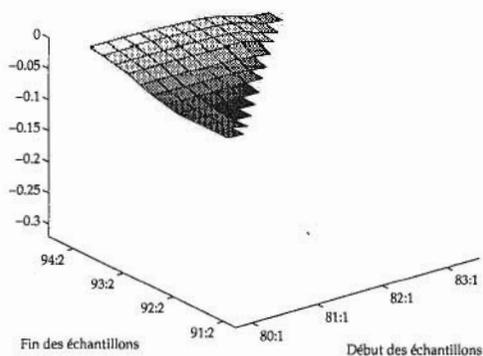
Elasticité des billets par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



Elasticité des billets par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards



Semi-élasticité des billets par rapport à RDS: DOLS avec 2 retards



Semi-élasticité des billets par rapport à RDS: DOLS avec 2 retards

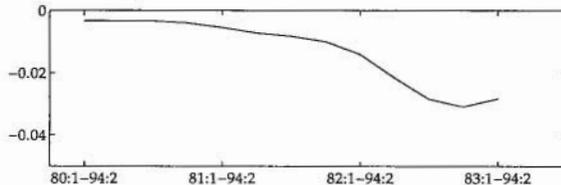
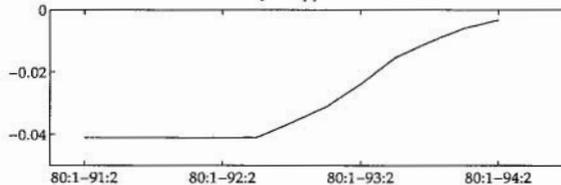
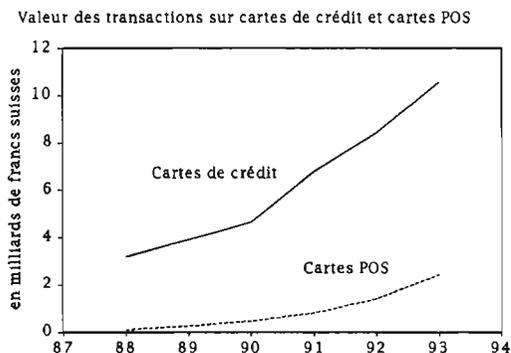


Figure 2



sur cartes POS montre que ces deux variables influencent significativement la demande de billets lorsque celle-ci est estimée à partir de 1972:4. Par contre, lorsqu'on estime l'équation à partir de 1980:1, seules la variable POS reste significative.

Cependant, plusieurs facteurs nous font douter que la cause de l'instabilité de la demande de billets dès 1992 soit exclusivement due à un usage plus fréquent de la «monnaie plastique»:

- Le phénomène débute en 1990 or on n'observe une instabilité des paramètres du modèle que depuis le troisième trimestre de 1992.
- Lorsqu'on étudie la stabilité de la demande de billets par coupure, on remarque que l'instabilité de l'agrégat provient des billets de 500 et de 1000 francs et non des petites coupures (billets de 10 à 100 francs). Or l'on pourrait s'attendre que les cartes de crédit soient des substituts parfaits de toutes les coupures et que les cartes de paiement soient des substituts des petites coupures. Ainsi, si un usage plus fréquent des cartes de crédits et des cartes POS était la cause de l'instabilité récente de la demande de billets, la demande de toutes les coupures devraient être affectées et en particulier celle des petites coupures.
- L'inclusion d'une simple tendance déterministe à partir du premier trimestre de 1990 non seulement corrige en partie l'instabilité de la demande de billets de banque mais rend non

significativement différentes de zéro les deux variables correspondant à la valeur des transactions sur cartes de crédits et sur cartes POS.²²

Les résultats concernant les estimations récursives de la demande de billets en circulation incluant une tendance linéaire depuis le premier trimestre de 1990 sont rassemblés dans la planche 9. On voit dans ces graphiques que le problème de la stabilité des paramètres du modèle avec la méthode des estimations récursives sur échantillons croissants est partiellement résolu par l'introduction de la tendance linéaire déterministe: les élasticités-prix et revenu ainsi que la semi-élasticité-intérêt sont plus stables. De plus, les valeurs prises par ces paramètres sont plus plausibles du point de vue économique: en particulier, l'élasticité-prix estimée par la méthode des estimations récursives sur échantillons décroissants oscille entre 0,4 et 0,7 plutôt que de prendre des valeurs inférieures à 0,2. D'autre part, la semi-élasticité-intérêt ne tend plus vers zéro sur les échantillons des années 1980-1994. Toutefois, le désavantage de cette correction ad hoc est une légère déstabilisation des valeurs des paramètres obtenues par la méthode des estimations récursives sur échantillons décroissants: les estimations des élasticités-prix et revenu oscillent davantage. Enfin, les surfaces des paramètres semblent globalement moins stables lorsque la tendance correctrice ad hoc est incluse dans le modèle.

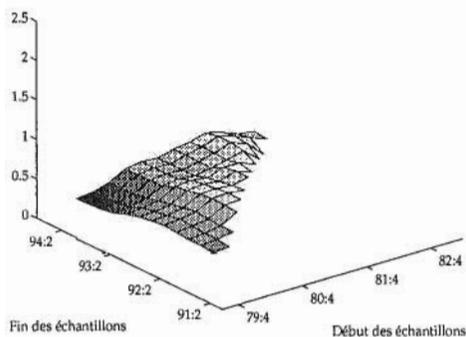
4.4. Résumé des résultats concernant les billets en circulation

En résumé, les estimations récursives identifient deux phases distinctes d'instabilité dans les paramètres de notre fonction de demande de billets. La première phase est observable lorsqu'on travaille avec des échantillons contenant des données commençant entre 1976-1980. Cette phase d'instabilité est certainement liée au contexte économique perturbé de cette époque ainsi

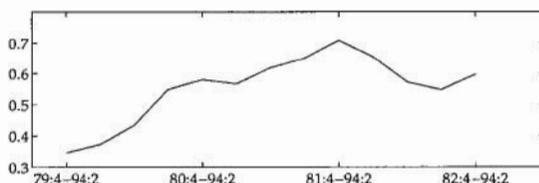
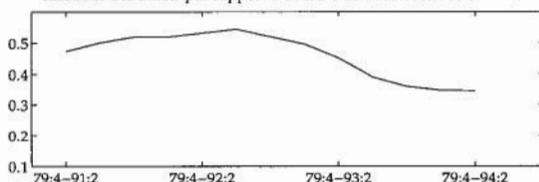
²² Il est clair que ce dernier résultat pourrait aussi refléter la qualité douteuse des données dont nous disposons concernant la valeur des transactions sur cartes de crédits et sur cartes POS.

Planche 9 : idem planche 8 dès 1979:4 avec une tendance linéaire commençant en 1990:1.

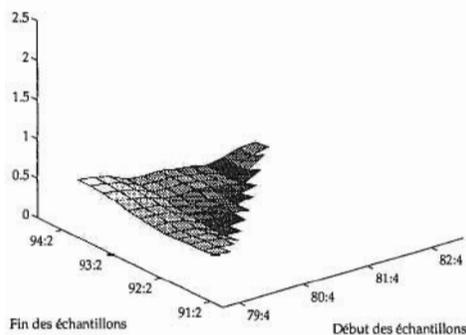
Elasticité des billets par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards et TRD90



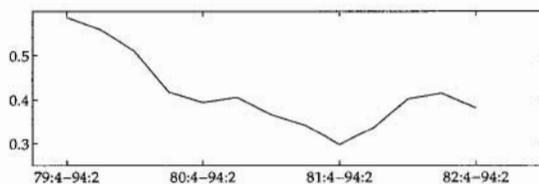
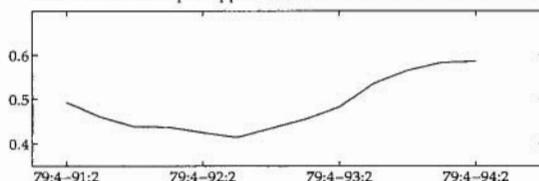
Elasticité des billets par rapport à CPI: DOLS avec 2 retards et TRD90



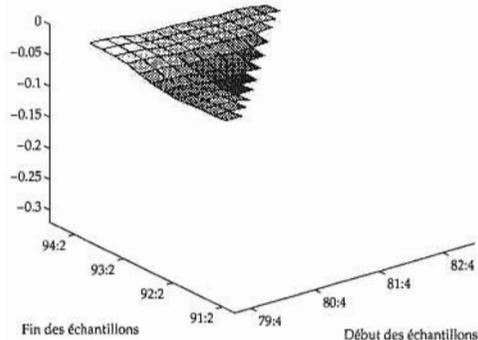
Elasticité des billets par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards et TRD90



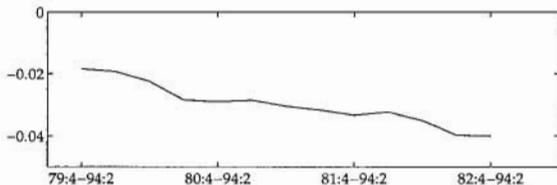
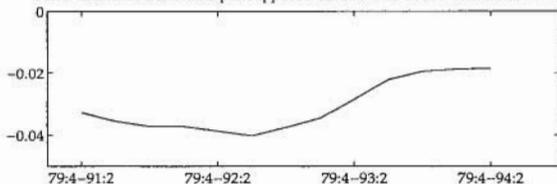
Elasticité des billets par rapport au GDP: DOLS avec 2 retards et TRD90



Semi-élasticité des billets par rapport à RDS: DOLS avec 2 retards et TRD90



Semi-élasticité des billets par rapport à RDS: DOLS avec 2 retards et TRD90



qu'aux interventions massives effectuées par la BNS en 1978–1979. La seconde phase d'instabilité est plus récente. Les estimations de notre modèle la révèle depuis 1992. Nous pourrions penser que les innovations technologiques, qui permettent de plus en plus d'effectuer des paiements sans billets, pourraient être un facteur expliquant ces variations. En effet, concernant les ménages, l'usage de plus en plus répandu des cartes de crédit, l'installation de plus en plus de machines de paiement direct aux points de vente (POS), et, concernant les entreprises, la modernisation des instruments de paiements sont autant de facteurs qui peuvent influencer durablement les préférences des agents économiques face aux moyens de paiement liquide et qui peuvent donc affecter la demande de billets de banque. Si nous avons tenté d'analyser statistiquement la validité de cette hypothèse, aucun résultat quantitatif prometteur n'a été obtenu jusqu'à maintenant en raison du peu de chiffres détaillés disponibles concernant ces innovations technologiques et surtout de la qualité encore douteuse de ces données. Dans l'attente de pouvoir clairement expliquer cette situation, l'inclusion d'une tendance déterministe dans le modèle suffit à corriger partiellement l'instabilité des paramètres de long terme du modèle.

5. Conclusions

Cette étude avait deux buts: le premier était de trouver une méthode suffisamment générale pour diagnostiquer efficacement les périodes d'instabilité des agrégats monétaires suisses et le second était de trouver les causes des instabilités diagnostiquées.

A ce stade, on peut considérer que le premier but a été raisonnablement atteint. En effet, économétriquement, nous pensons que la méthode d'investigation que nous avons utilisée permet de se faire une idée assez précise de la stabilité relative des divers agrégats monétaires calculés par la Banque nationale suisse.

Les résultats obtenus permettent de déceler clairement une zone d'instabilité fondamentale qui affecte tous les agrégats monétaires de définition

large (M_1 , M_2 et M_3) pendant les années 1973–1974. Par contre sur les données postérieures à 1977, M_2 et M_3 semblent particulièrement stables tandis que M_1 présentent certains signes d'instabilités imputables notamment au comportement des banques quant à la rémunérations des comptes de transactions.

Si les billets en circulation ne semblent pas spécialement affectés par les conséquences de l'abandon du régime de Bretton Woods, ils se révèlent par contre sensibles aux turbulences monétaires des années 1976 et suivantes ainsi qu'au changement de régime de politique monétaire suivi par la BNS en 1978–1979.

Concernant aussi bien M_1 que les billets en circulation, notre méthode d'investigation a permis encore de mettre en lumière une nouvelle phase d'instabilité depuis 1992. Il est encore trop tôt pour affirmer que cette instabilité est empiriquement liée aux changements d'habitude de paiement des agents économiques depuis l'extension de l'usage de la «monnaie plastique» sous toutes ses formes. En effet, certains doutes subsistent quant à cette explication vu que, concernant les billets, seules les grandes coupures sont instables pendant cette période.

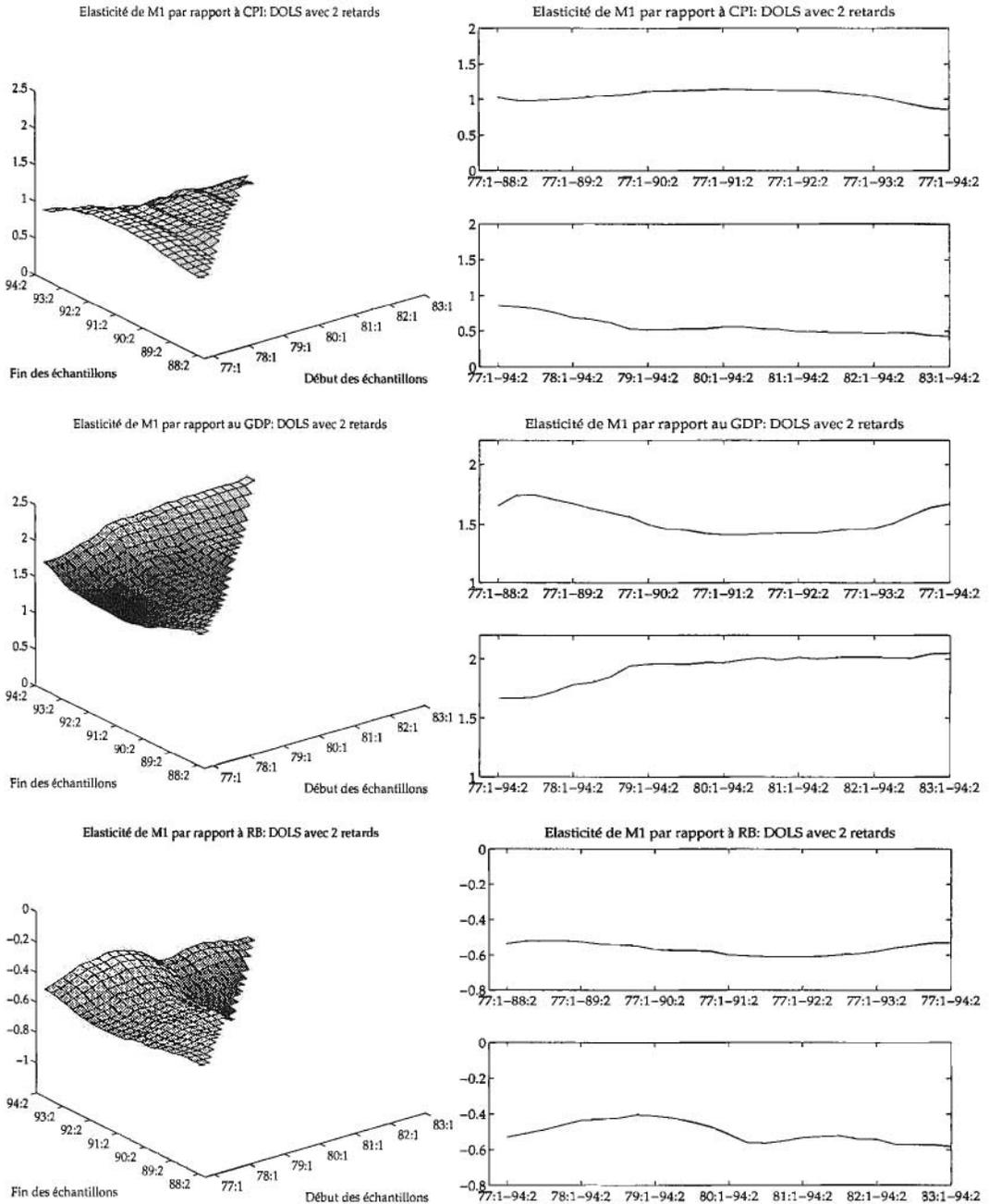
Ainsi, les difficultés de discerner clairement en pratique les causes de cette phase d'instabilité récente de M_1 et des billets de banque nous laissent à penser qu'une recherche plus approfondie sera nécessaire pour pouvoir atteindre complètement notre second but.

Enfin, nous pensons utile de souligner, pour conclure, que si les modèles de demande de long terme de M_1 et de billets en circulation semblent moins stables économétriquement que ceux de M_2 et de M_3 , il est important de constater que la demande de billets en circulation est moins sensible aux variations de taux d'intérêt que ne le sont les demandes pour les agrégats de définition large. La forte sensibilité aux variations de taux d'intérêt de M_2 et de M_3 rendent les mouvements de ces agrégats souvent délicats à interpréter malgré la stabilité relative de leur demande de long terme. Par conséquent, il serait difficile de retenir, sans autre, M_2 et M_3 comme objectif intermédiaire de politique monétaire.

Références

- Banque Nationale Suisse (1995). «Révision de la statistique monétaire», Monnaie et conjoncture, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, No 1, p. 70–75.
- Ettlin F., (1989). «Der schweizerische Notenumlauf 1962–1988: Eine ökonomische Untersuchung aufgrund des Cointegrations- und Fehler-Korrektur-Ansatzes», Monnaie et conjoncture, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, No 3, p. 257–268.
- Fischer A. M., Peytrignet M., (1990). «Are Larger Monetary Aggregates Interesting? Some Exploratory Evidence for Switzerland Using Feedback Models», Revue suisse d'Economie politique et de Statistique, Vol. 126, p. 505–520.
- Fischer A. M., Peytrignet M., (1991). «The Lucas Critique in Light of Swiss Monetary Policy», Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 53, p. 481–493.
- Fischer A. M., Peytrignet M., (1994). «Geldmengengenaggregate: Was bringt die Ausklammerung der Termingelder?», Monnaie et conjoncture, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, No 3, p. 243–252.
- Fluri R., (1995). «Grundlagen zur Revision der Geldaggregate im Jahre 1995», Monnaie et conjoncture, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, No 1, p. 76–88.
- Friedman B. M., (1995). «The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidelines for U.S. Monetary Policy», article présenté à la septième conférence internationale de l'Institut des études économiques et monétaires de la Banque du Japon.
- Johansen S., (1988). «Statistical Analysis of Cointegrating Vectors», Journal of Economic Dynamics and Control, Vol. 12, p. 231–254.
- Johansen S., Juselius K., (1990). «Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration – with Applications to the Demand for Money», Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 52, p. 169–210.
- Lüscher B., Ruoss E., (1996). «Entwicklung der potentiellen Produktion in der Schweiz», Monnaie et conjoncture, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, No. 1, p. 61–74.
- Lütkepohl H., Moryson M., Wolters J., (1995). «Stabilitätsanalyse der bundesdeutschen Geldnachfrage anhand alternativer Ansätze zur Modellierung variierender Regressionskoeffizienten», Kredit und Kapital, Vol. 28, p. 107–133.
- Meltzer A. H., (1963). «The Demand for Money: The Evidence from the Time Series», Journal of Political Economy, Vol. 71, p. 219–246.
- Neumann M. J. M., (1995). «A Conference Panel Discussion: What Do We Know About How Monetary Policy Affects the Economy?», in Channels of Monetary Policy, Proceedings of the Nineteenth Annual Economic Policy Conference of the Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 77, p. 138–142.
- Peytrignet M., (1994). «Swiss Monetary Aggregates: Some New Results for M_{1B} », Banque nationale suisse, miméo.
- Peytrignet M., (1995). «Analyse statistique de l'agrégat monétaire M_1 , définition 1995», Monnaie et conjoncture, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, No 1, p. 89–107.
- Saikkonen P., (1991). «Asymptotically Efficient Estimation of Cointegrating Regressions», Econometric Theory, Vol. 7, p. 1–21.
- Stock J. H., Watson M. W., (1993). «A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems», Econometrica, Vol. 61, p. 783–820.

Planche A1 : estimations récursives des élasticités de M1 sans TKZ dès 1977:1.



Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

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

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

