

**Geld, Wahrung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 3
September / septembre 1995**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	207
Sommaire	208
Sommario	209
Abstracts	210
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	211
Situation économique et monétaire	237
<hr/>	
Urs W. Birchler: Aktionärsstruktur und Unternehmenspolitik – Bedeutung für die Sicherheit des Bankensystems	265
<hr/>	
Daniel Heller: Inflation und Wachstum	278
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	289
Chronique monétaire	289

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 211–236)

Im zweiten Quartal verlor der Konjunkturauftrieb in den OECD-Ländern an Schwung. In den Vereinigten Staaten stagnierte das reale Bruttoinlandprodukt annähernd. Auch die deutsche und die französische Wirtschaft wuchsen langsamer. In Grossbritannien und Italien setzte sich dagegen der Aufschwung fort. In Japan blieb die Konjunktur flach. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote veränderte sich in den EU-Staaten nicht, während sie in den Vereinigten Staaten und Japan leicht zunahm. In den OECD-Ländern stieg die durchschnittliche Teuerung weiter. Die Abschwächung des amerikanischen Dollars kam im zweiten Quartal zum Stillstand. Im Europäischen Währungssystem entspannte sich die Lage, und der Abstand zwischen den starken und den schwachen Währungen im Wechselkursmechanismus verringerte sich. Die meisten Industrieländer lockerten ihre Geldpolitik leicht. Die Zentralbanken der Vereinigten Staaten, Frankreichs und Japans senkten die Zinssätze. Im Juli passte die Schweizerische Nationalbank den Diskontsatz nach unten an. Ende August nahm die Deutsche Bundesbank die Leitzinsen ebenfalls zurück. Dagegen erhöhte die italienische Zentralbank den Diskontsatz erneut.

In der Schweiz schwächte sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal weiter ab. Dazu trugen vor allem die stagnierenden Exporte und Bauinvestitionen bei. Wichtige vorlaufende Indikatoren wie der Bestellungseingang in der Industrie verschlechterten sich. Die Beschäftigung ging im zweiten Quartal erneut zurück, und die Zahl der Arbeitslosen und der Kurzarbeiter sank nur noch leicht. Aufgrund höherer Wohnungsmieten stieg

die Teuerung weiter. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge nahm deutlich langsamer zu als in der Vorperiode. Diese Entwicklung entsprach den Erwartungen der Nationalbank. Für das dritte Quartal prognostizierte die Nationalbank eine unveränderte Notenbankgeldmenge. Die Geld- und Kapitalmarktsätze sanken im zweiten Quartal weiter. Der reale exportgewichtete Wechselkurs des Frankens erhöhte sich im Vorjahresvergleich deutlich.

Aktionärsstruktur und Unternehmenspolitik (S. 265–277)

Der Anteil institutioneller Anleger am schweizerischen Aktienbesitz und damit deren Einfluss auf die Geschäftspolitik der Unternehmen nimmt zu. Aufgrund empirischer Untersuchungen wirkt sich die Präsenz (nicht allzu grosser) Grossaktionäre eher günstig auf den Wert einer Unternehmung aus. Allerdings kann die konsequentere Berücksichtigung der Aktionärsinteressen das Eingehen höherer Risiken bedeuten. Bei grösseren Beteiligungen im Bankenbereich sind damit auch Interessen der Öffentlichkeit und der Nationalbank angesprochen.

Inflation und Wachstum (S. 278–288)

Diese Studie setzt sich mit dem langfristigen Einfluss der Inflation auf das Wirtschaftswachstum auseinander. Anhand einer Querschnittsuntersuchung wird gezeigt, dass sich die Inflation wachstumshemmend auswirkt. Für Länder mit mässigem Preisauftrieb dürften die Kosten im Zeitraum von 1960 bis 1990 mindestens 0,13% des jährlichen Bruttoinlandprodukts pro Prozentpunkt Inflation betragen haben.

Sommaire

Situation économique et monétaire

(p. 237–263)

Au deuxième trimestre de 1995, la conjoncture a perdu de son dynamisme dans les pays de l'OCDE. Aux Etats-Unis, le produit intérieur brut réel a presque stagné. La croissance s'est ralentie également en Allemagne et en France. En revanche, la phase d'expansion a continué au Royaume-Uni et en Italie. L'économie japonaise a une fois encore stagné. Le taux de chômage est resté inchangé en moyenne des pays de l'UE, mais a augmenté légèrement aux Etats-Unis et au Japon. Quant au renchérissement, il s'est une nouvelle fois accéléré en moyenne de la zone de l'OCDE. Sur les marchés des changes, la faiblesse du dollar a pris fin au deuxième trimestre. Au sein du SME, la situation s'est apaisée, et l'écart entre la plus forte et la plus faible des monnaies participant au mécanisme de change a reculé. Un assouplissement de la politique monétaire a été observé dans la plupart des pays industrialisés. Les banques centrales des Etats-Unis, de France et du Japon ont réduit leurs taux directeurs. En juillet, la Banque nationale suisse a abaissé son taux de l'escompte. A fin août, la Banque fédérale d'Allemagne a elle aussi diminué ses taux directeurs. Par contre, la Banque d'Italie a une nouvelle fois relevé son taux de l'escompte. En Suisse, la croissance économique a encore faibli au deuxième trimestre. Ce ralentissement est dû surtout à la stagnation des exportations et des investissements en constructions. D'importants indicateurs avancés, en particulier les entrées de commandes dans l'industrie, se sont détériorés. L'emploi a continué à fléchir, et le nombre des chômeurs – complets et partiels – a diminué, mais très lentement. Le renchérissement

s'est accéléré à cause de la hausse des loyers. La progression de la monnaie centrale désaisonnalisée a nettement faibli. La Banque nationale s'attendait à une telle évolution. Les taux d'intérêt à court et long terme ont continué à se replier. Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, a augmenté nettement par rapport au deuxième trimestre de 1994.

Structure de l'actionariat – Répercussions sur la stratégie des entreprises (p. 265–277)

Les investisseurs institutionnels détiennent une part croissante des actions suisses, et leur influence sur la marche des entreprises augmente. Selon des études empiriques, les actionnaires ayant des parts substantielles, mais pas trop élevées, du capital d'une entreprise ont des répercussions plutôt favorables sur la valeur de cette entreprise. Toutefois, l'entreprise qui veut tenir compte des intérêts de ses actionnaires peut être amenée à prendre des risques accrus. Aussi de grosses participations dans le secteur financier peuvent-elles porter atteinte aux intérêts du public et de la Banque nationale.

Inflation et croissance (p. 278–288)

Cet article examine les répercussions à long terme de l'inflation sur la croissance économique. Une étude comparative montre que l'inflation freine la croissance. Pour la période 1960 à 1990, les coûts engendrés par l'inflation dans des pays à renchérissement modéré correspondent probablement à une diminution du taux annuel de croissance du produit intérieur brut réel d'au moins 0,13% par point de pourcentage d'inflation. Ce résultat dépend toutefois fortement du choix de la période et des pays.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 211–263)

Durante il secondo trimestre, la ripresa economica nei paesi dell'OCSE ha perso slancio. Negli Stati Uniti, il prodotto interno lordo reale è rimasto praticamente invariato. Anche la crescita dell'economia tedesca e francese è rallentata. In Gran Bretagna e in Italia, la ripresa è invece proseguita. In Giappone, l'andamento congiunturale è rimasto piatto. Il tasso medio di disoccupazione non si è modificato negli Stati dell'UE, mentre ha registrato un lieve aumento negli Stati Uniti e in Giappone. Il rincaro medio nei paesi dell'OCSE ha continuato a crescere. L'indebolimento del dollaro USA si è arrestato durante il secondo trimestre. Le tensioni all'interno del Sistema monetario europeo si sono allentate e il divario tra le monete forti e quelle deboli partecipanti al meccanismo dei cambi si è ridotto. La maggior parte dei paesi industrializzati ha leggermente allentato la propria politica monetaria. Le banche centrali degli Stati Uniti, della Francia e del Giappone hanno ridotto i tassi d'interesse. In luglio, la Banca nazionale svizzera ha adeguato verso il basso il tasso di sconto. Alla fine di agosto, anche la Deutsche Bundesbank ha decretato una diminuzione dei tassi ufficiali. La Banca d'Italia ha invece proceduto a un nuovo aumento del tasso di sconto.

In Svizzera, la crescita economica si è nuovamente affievolita nel secondo trimestre, soprattutto in seguito al ristagno delle esportazioni e degli investimenti nell'edilizia. Alcuni importanti indizi degli sviluppi futuri, come il portafoglio d'ordini dell'industria, si sono deteriorati. L'occupazione si è nuovamente ridotta e il numero delle persone disoccupate o occupate a tempo parziale è calato ancora soltanto lievemente. A causa dell'aumento delle pignoni, il rincaro ha continuato

ad aumentare. Come la Banca nazionale aveva pronosticato, l'aumento della base monetaria stagionalizzata è stato nettamente più lento che nel trimestre precedente; nel terzo trimestre, la Banca nazionale prevede che la base monetaria rimarrà invariata. I tassi sul mercato monetario e dei capitali si sono ulteriormente ridotti nel secondo trimestre. Il corso reale del franco ponderato all'esportazione è rimasto invariato rispetto al primo trimestre, ma è nettamente aumentato per rapporto all'anno precedente.

Struttura azionaria e politica aziendale (p. 265–277)

La quota di azioni svizzere detenuta da investitori istituzionali si accresce e con essa anche il loro influsso sulle politiche aziendali delle imprese. Studi empirici mostrano che la presenza di grandi – ma non troppo – azionisti produce effetti generalmente favorevoli sul valore di un'impresa. Tuttavia, la conseguente presa in conto degli interessi degli azionisti può implicare anche l'apparizione di maggiori rischi. Nel caso di grosse concentrazioni azionarie nel campo bancario, anche gli interessi del pubblico e della Banca nazionale possono essere chiamati in causa.

Inflazione e crescita (p. 278–288)

Questo studio riguarda l'influsso a lungo termine dell'inflazione sulla crescita economica. Un'analisi comparata dimostra che l'inflazione ostacola la crescita. Nei paesi a moderata crescita dei prezzi, per il periodo dal 1960 al 1990, il costo dell'inflazione dovrebbe ammontare ad almeno 0,13% del prodotto interno lordo annuo per ogni punto di inflazione.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 211–263)

The economic upswing in the OECD countries lost momentum in the second quarter. In the United States real gross domestic product came close to stagnating. The German and French economies also grew at a slower pace. In the United Kingdom and Italy, by contrast, the upturn continued. The Japanese economy remained slack. The average unemployment rate underwent no change in the EU countries, while increasing slightly in the United States and in Japan. In the OECD countries the average inflation rate rose still further. The decline of the US dollar was arrested in the second quarter. The situation eased in the European Monetary System, and the gap between the strong and weak currencies in the Exchange Rate Mechanism (ERM) narrowed. Most industrial countries relaxed the monetary reins somewhat. The central banks of the United States, France and Japan lowered their interest rates. In July the Swiss National Bank made a downward adjustment in the discount rate. At the end of August the German Bundesbank also lowered the benchmark rates. The Italian central bank, by contrast, again increased the discount rate.

In Switzerland, economic growth weakened once more in the second quarter, due mainly to stagnating exports and building investments. Major leading indicators such as incoming orders in the industrial sector deteriorated. Employment levels again fell in the second quarter, and the number of short-time workers only saw a slight decline. Rising rents continued to push up inflation. The seasonally-adjusted monetary base expanded at a

markedly slower pace than in the previous period. This development was in line with the Swiss National Bank's expectations. No change in the monetary base was anticipated by the Swiss National Bank in the third quarter. Money and capital market rates continued to decline in the second quarter. The real export-weighted exchange rate of the Swiss franc rose distinctly compared to the year-earlier level.

Shareholder structure and corporate policy (pp. 265–277)

The proportion of Swiss shareholdings in the hands of institutional investors is on the increase, and consequently also their influence on corporate policies. Empirical studies show that the presence of (not overly large) major shareholders tends to have a favourable effect on the intrinsic value of an enterprise. Nevertheless, if shareholders' interests are taken into account more consistently this may involve higher risks. In the case of major participations in the banking sector the public interest and the interests of the Swiss National Bank are also affected.

Inflation and growth (pp. 278–288)

This study concerns the long-term influence of inflation on economic expansion. A cross-section analysis shows that inflation has an inhibiting effect on growth. For countries with moderate price rises the costs in the period 1960 to 1990 are estimated to have totalled at least 0.13% of the annual gross domestic product per percentage point inflation.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 15. September 1995*

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

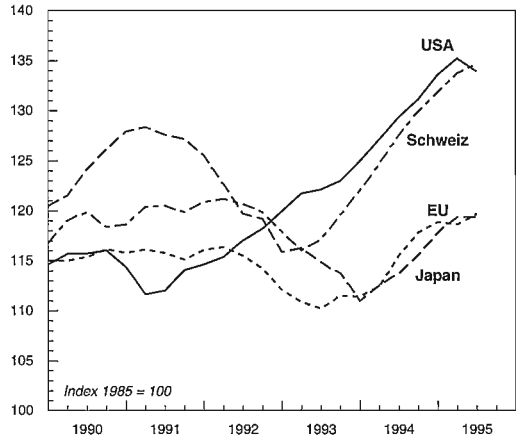
1. Ausland

Konjunktorentwicklung

Im zweiten Quartal 1995 verlor der Konjunkturauftrieb im OECD-Raum an Schwung. Am deutlichsten war die Abflachung in den Vereinigten Staaten. Nachdem das reale Bruttoinlandprodukt bereits im ersten Quartal merklich schwächer gewachsen war, stagnierte es im zweiten Quartal annähernd. Ins Gewicht fielen vor allem der verlangsamte Lageraufbau sowie der weitere Rückgang der Wohnbauinvestitionen. In Deutschland schwächte sich die konjunkturelle Erholung ebenfalls ab. Während die private Konsumnachfrageverhalten blieb, stiegen die Bautätigkeit und die Exporte weniger stark. In Frankreich dämpfte der Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen die Erholung. In Grossbritannien hielt dagegen der Aufschwung an, indessen waren Anzeichen einer Verlangsamung des Wachstums sichtbar. In Italien setzte sich das kräftige Wirtschaftswachstum aufgrund der anhaltend starken Auslandsnachfrage fort. Die japanische Wirtschaft stagnierte weiterhin.

Infolge der markanten konjunkturellen Abflachung nahm die Arbeitslosenquote in den Vereinigten Staaten wieder leicht zu. Auch in Japan erhöhte sie sich, während sie in Grossbritannien, Frankreich und in Italien geringfügig sank. In Deutschland blieb die Arbeitslosenquote unverändert. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote der EU-Länder betrug im Juni 10,9%. Sie lag damit einen halben Prozentpunkt tiefer als im Juni 1994.

Graphik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; BFS

Die Jahreststeuerung auf Konsumentenstufe stieg in den OECD-Ländern (ohne Türkei) von durchschnittlich 3,2% im März auf 4,1% im Juni. In den Vereinigten Staaten und in Italien erhöhte sich die Teuerung, während sie in Deutschland, Frankreich und Grossbritannien stabil blieb. In Japan verharren die Konsumentenpreise auf dem Vorjahresniveau.

Wirtschaftspolitik

Im zweiten sowie im dritten Quartal lockerten die meisten Zentralbanken ihre Geldpolitik. Die amerikanische Zentralbank senkte den Satz für Federal Funds Anfang Juli um einen viertel Prozentpunkt, nachdem sie ihn im Februar auf 6% heraufgesetzt hatte. Sie reagierte damit auf die in Zukunft geringere Inflationsgefahr. Die Deutsche Bundesbank senkte den Diskont- und den Lombardsatz Ende August um je einen halben Prozentpunkt auf 3,5% bzw. 5,5%. Die belgische, niederländische, österreichische und die dänische Zentralbank folgten diesem Schritt. Die französische Zentralbank reduzierte die interven-

* Der Bericht wurde am 31. 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.

tionssätze schrittweise, nachdem sich der französische Franc spürbar gefestigt hatte. Angesichts der schwierigen wirtschaftlichen Lage liess die japanische Zentralbank einen weiteren Rückgang des Tagesgeldsatzes zu; der Diskontsatz wurde im April und im September um insgesamt 1,25 Prozentpunkte auf 0,5% herabgesetzt. Dagegen hob die italienische Zentralbank den Diskontsatz erneut an, um der steigenden Teuerung entgegenzuwirken. Die britischen Währungsbehörden strafften die Geldpolitik nicht weiter.

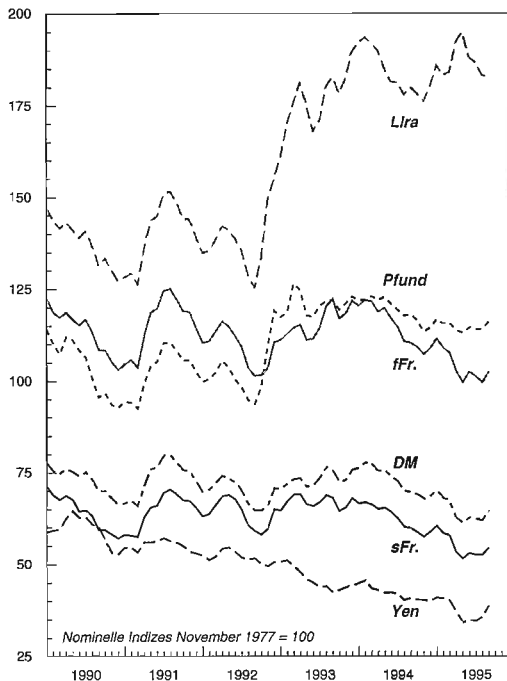
Das Defizit des amerikanischen Bundeshaushalts bildete sich im Finanzjahr 1995 erneut zurück; es betrug noch 2,3% des Bruttoinlandprodukts. Zur Verbesserung des Staatshaushalts trugen vor allem die konjunkturbedingt reichlich fliessenden Steuereinnahmen bei. Der amerikanische Kongress verabschiedete eine Resolution, die bis zum Jahr 2002 einen Ausgleich des Budgets fordert. Das italienische Parlament genehmigte eine Reform des Rentensystems. Dadurch wird der Staatshaushalt erheblich entlastet.

Devisenmarkt

Die Abschwächung des amerikanischen Dollars kam im zweiten Quartal zum Stillstand. Im Europäischen Währungssystem (EWS) entspannte sich die Lage, und der Abstand zwischen den starken und den schwachen Währungen im Wechselkursmechanismus verringerte sich.

Zu Beginn des zweiten Quartals stand der amerikanische Dollar infolge der anhaltenden Unsicherheit über die zukünftige Wirtschaftsentwicklung in den Vereinigten Staaten noch unter Druck. Gegenüber dem Yen wurde er zeitweise unter 80 Yen gehandelt, gegenüber der D-Mark unter 1,35 D-Mark und gegenüber dem Schweizer Franken unter 1,12 Franken. Nachdem sich der Dollar Mitte Mai deutlich erholt hatte, führten Befürchtungen über eine bevorstehende Rezession in den Vereinigten Staaten rasch wieder zu einem Stimmungsumschwung. Ende Mai intervenierten die Zentralbanken der G-10-Länder, um den Dollar zu stützen. Bis Ende Juli blieb der Dollar indessen unverändert auf dem tiefen Niveau von rund 85 Yen, 1,39 D-Mark bzw. 1,16 Franken. Anfang August setzte eine deutliche Erholung des Dollars

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



ein, die durch Interventionen der Zentralbanken der Vereinigten Staaten, Japans und Deutschlands (G-3) sowie der Schweiz und Frankreichs zusätzlichen Schub erhielt. Ende August wurde der Dollar zu 97,5 Yen, 1,47 D-Mark bzw. 1,21 Franken gehandelt, d.h. um rund 13%, 7% bzw. 7% höher als zu Beginn des zweiten Quartals.

Der Abstand zwischen der stärksten Währung im Wechselkursmechanismus des EWS, dem holländischen Gulden, und der schwächsten Währung, dem irischen Pfund, ging von 8,8% im April auf 3,9% im August zurück. Nachdem der französische Franc in der zweiten Maihälfte das irische Pfund als schwächste Währung im Wechselkursmechanismus abgelöst hatte, erholt er sich im Juni wieder. Auch die am Wechselkursmechanismus teilnehmenden südeuropäischen Währungen zogen an. Gegenüber der D-Mark gewannen der französische Franc und der portugiesische Escudo bis Ende August um knapp 2%, die spanische Peseta um gut 7% an Wert.

Die EWS-Währungen ausserhalb des Wechselkursmechanismus festigten sich gegenüber der D-Mark ebenfalls. Nach dem massiven Kurszerfall zu Beginn des Jahres stiegen die Lira und die schwedische Krone von April bis August gegenüber der D-Mark um rund 12% bzw. 7,5%. Das britische Pfund gewann jeweils im Zuge der Dollarerholung an Wert und schloss Ende August um 2,5% stärker als im April.

Nachdem sich der Yen zu Beginn des zweiten Quartals kräftig aufgewertet hatte, gab er bis Ende August wieder stark nach. Gegenüber der D-Mark notierte er um rund 5,5%, gegenüber dem amerikanischen Dollar um knapp 13% schwächer als im April.

Europäische Integration

Der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der Europäischen Union (EU) hielt fest, dass lediglich drei Mitgliedstaaten der EU – Luxemburg, Irland und Deutschland – kein übermässiges Staatsdefizit aufweisen. Spanien, Griechenland und Portugal wurde angedroht, den Zugang zu Mitteln aus dem Kohäsionsfonds zu blockieren, wenn das Defizit nicht reduziert würde. Aus dem Kohäsionsfonds werden in den ärmeren Mitgliedstaaten Projekte in den Bereichen Umwelt und transeuropäische Verkehrsnetze finanziert.

Die Europäische Kommission veröffentlichte in der Form eines Grünbuchs ihren Beitrag zur Diskussion über die praktischen Fragen des Übergangs zur gemeinsamen Währung. Gemäss ihren Vorstellungen erfolgt der Übergang in drei Phasen. Die erste Phase beginnt mit dem Entscheid des Europäischen Rates, die Währungsunion in die Tat umzusetzen. Während der ersten Phase, die höchstens ein Jahr dauern soll, wird die Europäische Zentralbank geschaffen. Zu Beginn der zweiten Phase, die höchstens drei Jahre dauern soll, werden die Wechselkurse der an der Währungsunion beteiligten Währungen unwiderrufflich fixiert. Damit entsteht eine gemeinsame Währung. Die Kompetenz zur Führung der Geldpolitik geht an das Europäische System der Zentralbanken über. Geld- und Wechselkurspolitik werden in der gemeinsamen Währung geführt. Diese wird auch für die Interbank-, Geld- und Kapitalmärkte verwendet. Neue Staatstitel werden eben-

falls in der gemeinsamen Währung ausgegeben. Die Massnahmen dienen dazu, eine kritische Masse an Aktivitäten in der gemeinsamen Währung zu erzeugen. Die kritische Masse soll den Übergang zur dritten Phase der Währungsunion erleichtern. In der dritten Phase ersetzen Banknoten und Münzen der gemeinsamen Währung die nationalen Währungen. Diese Phase soll nur wenige Wochen dauern.

Internationale Währungszusammenarbeit

Die G-7-Länder befassten sich an ihrem Gipfeltreffen im Juni mit der Stärkung der internationalen Institutionen. Angesichts der jüngsten Finanzkrise in Mexiko wurde der Internationale Währungsfonds (IWF) aufgefordert, die Massnahmen zur Verhinderung solcher Krisen zu verbessern. Der IWF solle die Wirtschaftspolitik seiner Mitgliedländer und die Entwicklung auf den Finanzmärkten strenger überwachen. Ausserdem sollen die Mitgliedländer zur rechtzeitigen Veröffentlichung wirtschaftlicher und finanzieller Schlüssel-daten angehalten werden. Der IWF wurde ferner aufgefordert, einen Krisen-Finanzierungsmechanismus zu schaffen, der einen schnelleren Zugang zu IWF-Kreditvereinbarungen ermöglicht. Die an den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) beteiligten G-10-Länder und weitere finanzkräftige Staaten wurden ersucht, zur Unterstützung dieses Mechanismus Finanzierungsvereinbarungen abzuschliessen, welche die heute im Rahmen der AKV verfügbaren Mittel verdoppeln würden. Ausserdem forderten die G-7-Länder eine Überprüfung der Quoten, um sicherzustellen, dass dem Fonds genügend Mittel für die reguläre Zahlungsbilanzhilfe zur Verfügung stehen.

Anfang Juni räumten die im Pariser Klub vertretenen öffentlichen Gläubiger Russland einen Aufschub für die in diesem Jahr fälligen Zahlungen in Höhe von 6,4 Mrd. Dollar ein. Mit dem Abkommen erhöhte sich Russlands Umschuldungsbetrag gegenüber seinen öffentlichen Gläubigern auf 28,4 Mrd. Dollar. Nach Rücksprache mit dem IWF schränkte das Land Anfang Juli die freie Kursbildung des Rubels ein. Die Regierung begründete dies mit der Verpflichtung, für ein stabiles wirtschaftliches Umfeld zu sorgen. Die neue Regelung gilt bis Ende 1995.

Im Juli gewährte der Pariser Klub auch der ehemaligen jugoslawischen Republik Mazedonien einen umfassenden Zahlungsaufschub. Darunter fallen Verpflichtungen, die zwischen Juli 1995 und Juli 1996 fällig werden, sowie Zahlungsrückstände von insgesamt rund 300 Mio. Dollar. Im gleichen Monat erreichte Albanien nach dreijährigen Verhandlungen mit seinen Gläubigerbanken einen erheblichen Schuldenerlass. Von den seit vier Jahren nicht mehr bedienten Schulden und Zinsrückständen in der Höhe von 501 Mio. Dollar muss das Land den Banken lediglich 20% zurückzahlen.

Im Juni gewährte der IWF je einen einjährigen Bereitschaftskredit an Armenien (43,9 Mio. SZR), Georgien (72,2 Mio. SZR) und Kasachstan (185,6 Mio. SZR). Armenien und Georgien bewilligte er gleichzeitig die Auszahlung der zweiten Kredittranche im Rahmen der Systemübergangs-Fazilität (STF).

2. Schweiz

In der Schweiz schwächte sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal weiter ab. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 1,4% über dem entsprechenden Vorjahreswert, gegenüber 1,8% (revidiert) im ersten Quartal. Bremseffekte gingen vor allem von den Exporten und Bauinvestitionen aus. Auch der private Konsum wuchs weiterhin nur mässig. Dagegen stiegen die Ausrüstungsinvestitionen erneut beträchtlich. Während die Kapazitätsauslastung in der Industrie auf dem Niveau des Vorquartals verharrte, verschlechterten sich wichtige vorlaufende Indikatoren wie der Bestellungseingang und die Produktionspläne. Davon betroffen waren sowohl die binnen- als auch die exportorientierten Branchen.

Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal saisonbereinigt erneut ab. Sie lag um 0,8% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Vom Beschäftigungsrückgang waren alle Sektoren, besonders aber der Bau- und der Dienstleistungsbereich betroffen. Die Zahl der Arbeitslosen sank bis Juli nur noch leicht. Im Juli betrug die Arbeitslosenquote 4,1%, gegenüber 4,3% im März.

Die Teuerung stieg im zweiten Quartal auf 2%, gegenüber 1,4% im Vorquartal. Dieser Anstieg wi-

derspiegelte hauptsächlich höhere Wohnungsmieten, nachdem im Vorquartal die Einführung der Mehrwertsteuer den Preisauftrieb ausgelöst hatte.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im zweiten Quartal knapp 30,1 Mrd. Franken. Während der Notenumlauf leicht zunahm, ging die Nachfrage der Banken nach Giroguthaben zurück. Insgesamt nahm die Notenbankgeldmenge gegenüber dem vierten Quartal 1994 deutlich langsamer zu als in der Vorperiode. Diese Entwicklung entsprach den Erwartungen der Nationalbank, die einen Stand der Notenbankgeldmenge von 30,1 Mrd. prognostiziert hatte. Für das dritte Quartal rechnet die Nationalbank erneut mit einem Durchschnittswert der Notenbankgeldmenge von 30,1 Mrd. Franken.

Die Geldmarktsätze bildeten sich von April bis Juli weiter zurück und zogen im August leicht an. Mitte August betrug der Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt 2,9%, gegenüber 3,4% im April. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen fiel im gleichen Zeitraum von 4,8% auf 4,5%. Mitte Juli senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 2,5%. Der Diskontsatz war Ende März letztmals herabgesetzt worden.

Im zweiten Quartal blieb der reale exportgewichtete Wechselkurs des Frankens gegenüber der Vorperiode unverändert. Im Vorjahresvergleich erhöhte er sich jedoch mit 8,6% deutlich. Ins Gewicht fielen vor allem die markante Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Dollar, dem britischen Pfund und der italienischen Lira.

B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten schwächte sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal 1995 stark ab. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode auf das Jahr hochgerechnet noch um 1,1% zu (1. Quartal: 2,7%). Es lag damit um 3,3% über dem Vorjahreswert. Die markante Wachstumsverlangsamung war haupt-

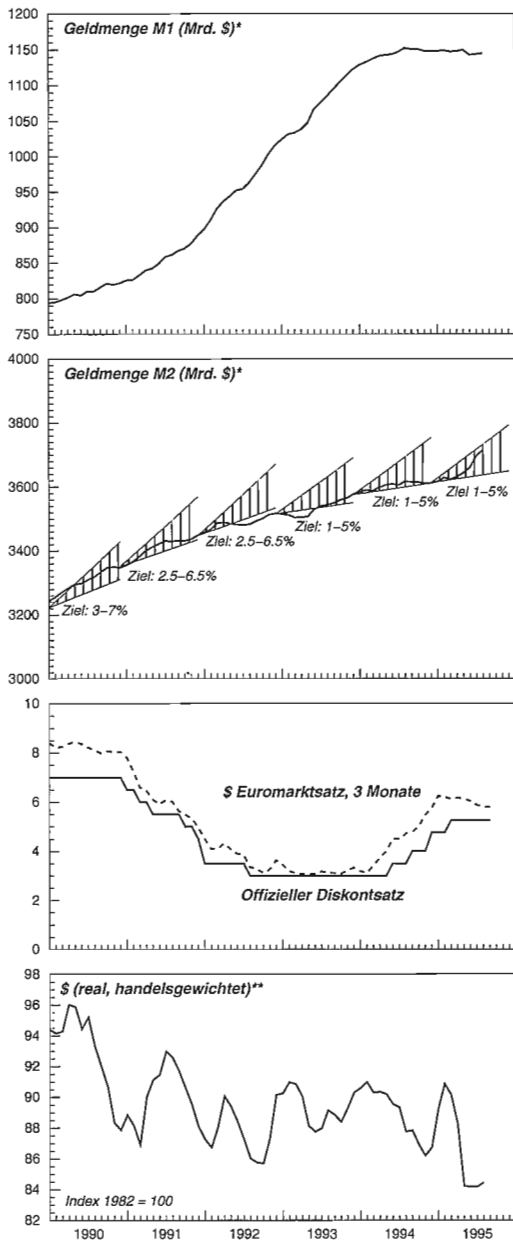
sächlich auf einen Rückgang des Lageraufbaus, vor allem in der Automobilindustrie, und auf sinkende Bauinvestitionen zurückzuführen. Der Wohnungsbau fiel zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal erheblich; er lag um 5,5% unter dem Vorjahreswert. Die übrigen Nachfragekomponenten entwickelten sich dagegen günstig. Die private Konsumnachfrage blieb kräftig, obwohl das verfügbare Einkommen erstmals seit eineinhalb Jahren sank und die Automobilverkäufe weiter zurückgingen. Die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen erneut deutlich; sie lagen um 16,2% über dem Vorjahreswert. Die Exporte nahmen als Folge des schwachen Dollars zu. Auch die Importe stiegen weiter stark an.

Die Produktion der verarbeitenden Industrie sank im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um 1%, lag jedoch noch immer um 3,5% über dem Vorjahresniveau. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie ging auf 83,5% zurück, nachdem sie im ersten Quartal mit 85,5% einen Höchststand erreicht hatte. Die Beschäftigung wuchs mit durchschnittlich 60 000 Personen pro Monat deutlich schwächer als in den vorangegangenen Quartalen. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich leicht auf 5,7%.

Trotz der Abschwächung im zweiten Quartal bleiben die konjunkturellen Aussichten für die zweite Jahreshälfte insgesamt günstig. Der Sammelindex der Frühindikatoren stieg im Juni zum ersten Mal seit Dezember 1994 wieder an. Dazu trugen vor allem die kräftigen Auftragsgänge für Konsum- sowie insbesondere für Investitionsgüter, erhöhte Bestellungen aus dem Ausland sowie günstige Konsumentenerwartungen bei. Auch die Zahl der Anträge für Baubewilligungen nahm zu, wobei insbesondere die niedrigeren langfristigen Zinsen stimulierend wirkten.

Die Teuerung stieg im zweiten Quartal weiter. Die Konsumentenpreise lagen um 3,2% über dem Niveau des Vorjahres (1. Quartal: 2,9%). Die Kernrate der Teuerung (ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise) blieb unverändert bei 3%. Nachdem sich das Wirtschaftswachstum stark verlangsamt hat, dürfte die Inflationsgefahr jedoch geringer geworden sein. Darauf deutet insbesondere der schwächere Anstieg der Produzentenpreise hin.

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

** Quelle: OECD

Das Defizit des amerikanischen Bundeshaushalts sank im Finanzjahr 1995, das Ende September abgeschlossen wurde, auf 161 Mrd. Dollar bzw. 2,3% des Bruttoinlandsprodukts, nachdem es sich bereits in den drei vorangegangenen Jahren zurückgebildet hatte. Der Rückgang ist teilweise auf Ausgabenkürzungen, vor allem aber auf die konjunkturell bedingt höheren Steuereinnahmen zurückzuführen. Die beiden Kammern des amerikanischen Kongresses verabschiedeten am 30. Juni 1995 eine Budgetresolution, die vorschreibt, den Staatshaushalt bis spätestens im Jahre 2002 auszugleichen.

Der Fehlbetrag der Handelsbilanz (einschliesslich der Dienstleistungen) betrug im zweiten Quartal 33,7 Mrd. Dollar und erreichte damit einen neuen Höchststand. Im Handelsstreit mit Japan, bei dem es um die Öffnung des japanischen Automobil- und Ersatzteilmarktes ging, konnte Ende Juni eine Einigung erzielt werden. Japan sagte Deregulierungen in den erwähnten Märkten zu, ohne sich indessen auf quantitative Ziele festzulegen.

Die amerikanische Zentralbank liess ihre Geldpolitik im zweiten Quartal unverändert. Am 6. Juli senkte sie den Satz für Federal Funds um 0,25 Prozentpunkte auf 5,75%, nachdem sie ihn zwischen Februar 1994 und Februar 1995 von 3% auf 6% angehoben hatte. Die amerikanische Zentralbank begründete diesen Schritt mit der verminderten Inflationsgefahr. Die Geldmarktsätze gingen von Februar bis Juli leicht zurück. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen fielen um fast einen Prozentpunkt auf rund 6,5%.

Das Wachstum der Geldmenge M_1 schwächte sich im zweiten Quartal weiter ab, da Umschichtungen in höherverzinsliche Anlagen ausserhalb M_1 stattfanden. Die Geldmenge M_2 wuchs deutlich stärker und lag im oberen Bereich des Zielbandes von 1–5%. Die Geldmenge M_3 nahm hochgerechnet um 5,5% zu. Da seit einiger Zeit Finanzierungen wieder vermehrt über das Bankensystem erfolgen, erhöhte das Federal Reserve Anfang Juli den Zielkorridor für die Geldmenge M_3 von bisher 0–4% auf 2–6%.

Ende August gaben zwei grosse Geschäftsbanken, die Chemical Banking Corporation und die

Chase Manhattan Corporation, ihren Zusammenschluss bekannt. Damit entsteht, an der Bilanzsumme gemessen, das grösste Institut des Landes.

Japan

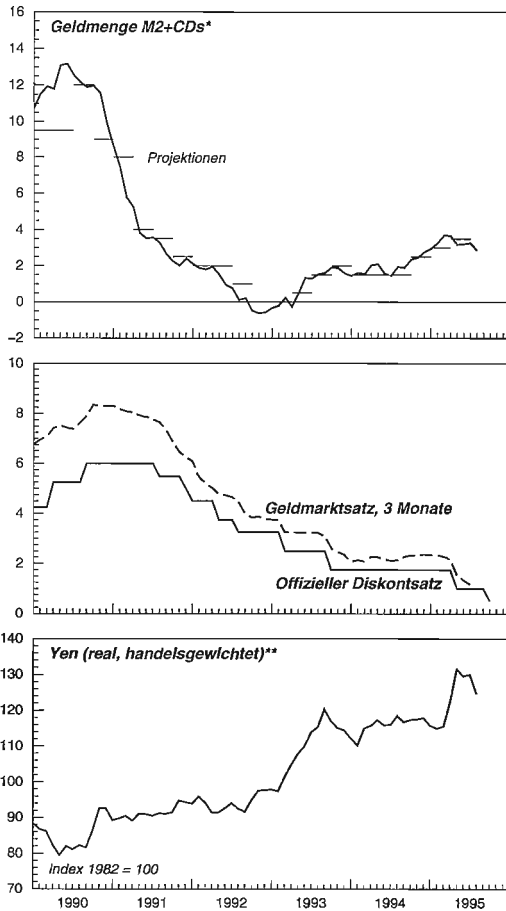
In Japan erholt sich die Konjunktur nur sehr zögernd. Das reale Bruttoinlandsprodukt stagnierte im ersten Quartal 1995 sowohl gegenüber der Vorperiode als auch gegenüber dem Vorjahr. Der private Konsum änderte sich gegenüber dem Vorquartal nicht, und der öffentliche Konsum ging geringfügig zurück. Die Ausrüstungs- und die Bauinvestitionen nahmen leicht zu. Die Exporte, die im vergangenen Jahr beträchtlich gestiegen waren, verharrten im ersten Quartal auf dem hohen Niveau der Vorperiode. Das Wachstum der Importe flachte aufgrund der geringen Binnenachfrage ab.

Auch im zweiten Quartal besserte sich die Wirtschaftslage nicht. Die Industrieproduktion stagnierte gegenüber der Vorperiode, nachdem sie im ersten Quartal um 1,4% gewachsen war. Der Auftragseingang in der Industrie war rückläufig; während die Inlandaufträge leicht zunahmen, gingen die Aufträge aus dem Ausland deutlich zurück. In der Bauindustrie fiel die Zahl der Aufträge stark. Gemäss den jüngsten Umfragen bleiben die Unternehmen mit Investitionen zurückhaltend, da noch immer Überkapazitäten vorhanden sind und der harte Yen sich zukünftig vermehrt auf die Exporte auswirken dürfte.

Der Detailhandel verzeichnete im zweiten Quartal ähnlich tiefe Umsätze wie in der Vorperiode. Die Zahl der abgesetzten Automobile sank erheblich. Die Situation des Handels dürfte sich in nächster Zeit kaum bessern, da die Löhne weiterhin nur schwach wachsen. In Japan sind die Löhne stark von den Gewinnen der Unternehmen abhängig; diese schrumpfen gegenwärtig beträchtlich.

Die Konsumentenpreise blieben im zweiten Quartal stabil, nachdem sie sich schon in der Vorperiode mit 0,2% nur sehr geringfügig erhöht hatten. Die Produzentenpreise, die seit mehr als drei Jahren fallen, gingen erneut zurück.

Grafik 4: Japan



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

** Quelle: OECD

Die Arbeitslosenquote stieg von 2,9% im ersten auf 3,2% im zweiten Quartal. Vor drei Jahren hatte die Arbeitslosigkeit mit einer Quote von 2% ihren Tiefststand erreicht. Das Verhältnis zwischen angebotenen Stellen und Stellensuchenden blieb unverändert bei 0,6, gegenüber 1,2 vor drei Jahren.

Die japanischen Einfuhren erhöhten sich im zweiten Quartal stärker als die Ausfuhren. Der Überschuss der Handelsbilanz sank leicht von 3,4 Bio. auf 3,3 Bio. Yen. Infolge der starken Aufwertung der japanischen Währung war der Überschuss der

Handelsbilanz in Dollar gemessen indessen leicht höher als in der Vorperiode. Der Aktivsaldo der Ertragsbilanz stieg von 28,8 Mrd. auf 31,2 Mrd. Dollar. Tendenziell sind die Überschüsse der Ertragsbilanz rückläufig; gegenwärtig betragen sie etwa 1% des Bruttoinlandprodukts, gegenüber rund 3% vor zwei Jahren.

Angesichts der konjunkturellen Stagnation sowie der Yenstärke lockerte die japanische Zentralbank im zweiten Quartal ihre Geldpolitik. Mitte April senkte sie den Diskontsatz um 0,75 Prozentpunkte auf 1%. Im Juli liess sie den Tagesgeldsatz auf unter 1% gleiten. Im September folgte sie mit einer weiteren Diskontsatzsenkung auf 0,5%. Der Satz für dreimonatige Depositenzertifikate fiel weiter von 1,5% im April auf 0,9% im Juli. Die Rendite zehnjähriger Staatsobligationen bildete sich von 3,4% auf 2,9% zurück.

Die Geldmenge M₂+CD wuchs im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 3,2% (1. Quartal: 3,5%). Die Bank von Japan hatte ein Wachstum von 3–4% prognostiziert. Für das dritte Quartal wurde die Projektion auf rund 3% festgelegt.

Das japanische Finanzsystem kämpft weiterhin mit den Folgen des Einbruchs der Immobilien- und Wertpapierpreise, der Anfang der neunziger Jahre begann. Im August 1995 beurteilten eine Rating-Agentur sowie der IWF die Lage der japanischen Banken bzw. die Bewältigung der Probleme als schlecht. Im dritten Quartal gerieten mehrere grosse Immobilienkreditinstitute des Landes in Schwierigkeiten. Die Regierung sowie die Zentralbank griffen stützend ein, nachdem das Publikum seine Einlagen zurückzuziehen begann.

Deutschland

In Deutschland schwächte sich die Konjunktur im ersten Halbjahr 1995 leicht ab. Das gesamtdeutsche reale Bruttoinlandprodukt stieg im Jahresvergleich um 2,6%, gegenüber fast 3% in der Vorperiode. Während die Ausrüstungsinvestitionen kräftig anzogen, flachte sich das Exportwachstum sowie das Wachstum der Bauinvestitionen ab. Der private Konsum nahm indessen leicht kräftiger zu als in der Vorperiode. Auch der öffentliche Konsum erhöhte sich weiter.

Die Produktion der verarbeitenden Industrie stieg im zweiten Quartal erheblich. Die Kapazitätsauslastung zog von 85,4% im März auf 86,1% im Juni an. Im zweiten Halbjahr dürfte die Binnennachfrage – hauptsächlich aufgrund der lebhaften Investitionstätigkeit – weiter wachsen. Dagegen wird die starke D-Mark zunehmend die Exporte bremsen. Für das ganze Jahr rechnet das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) mit einer Erhöhung des realen Bruttoinlandsprodukts von 1,5%, verglichen mit 2,4% im Vorjahr.

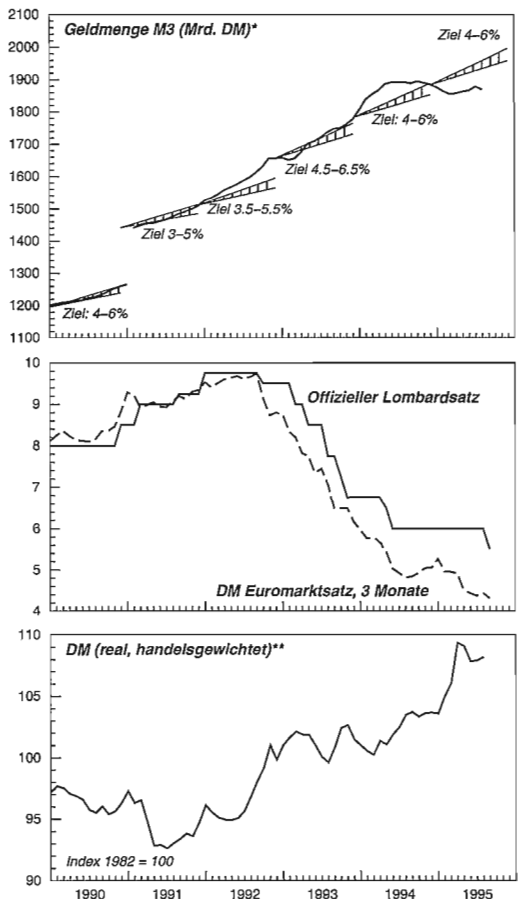
Die Beschäftigung ging in den alten Bundesländern im zweiten Quartal nicht weiter zurück. Die Arbeitslosenquote betrug unverändert 9,2%. Die Teuerung belief sich, wie im Vorquartal, auf 2,3%. Auf der Produzentenstufe erhöhten sich dagegen die Preise, die im Jahre 1994 fast stabil geblieben waren, um 2,6%.

Die Konjunkturabflachung in Westdeutschland schlug nur wenig auf Ostdeutschland durch. In den neuen Bundesländern blieb das Wachstum im ersten Halbjahr hoch. Es war hauptsächlich von den Investitionen, insbesondere vom Wohnungsbau, getragen. Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte deshalb gemäss der Prognose des DIW im Jahre 1995 etwa gleich stark zunehmen wie im Vorjahr (9,2%).

Neben dem Wirtschaftswachstum tragen die umfangreichen Transferleistungen aus den alten Bundesländern entscheidend dazu bei, die Lebensbedingungen der ostdeutschen Bevölkerung zu verbessern. Die Deutsche Bundesbank schätzt die finanziellen Nettoleistungen von West- nach Ostdeutschland für das Jahr 1995 auf etwa 150 Mrd. D-Mark, verglichen mit rund 100 Mrd. D-Mark im Jahre 1991. Der grössere Teil dieser Transfers wird für die Angleichung der Sozialleistungen an den hohen westdeutschen Standard verwendet. Erhebliche Mittel fliessen auch in die verschiedenen Investitionsförderungsprogramme; dazu kamen bis Ende 1994 hohe Investitionen im Rahmen der Tätigkeit der Treuhandanstalt.

Die Teuerung der Konsumentenpreise lag in den neuen Bundesländern im ersten Halbjahr 1995 mit 2% unter jener der alten Bundesländer. Die Produktionspreise zogen leicht an. Die Arbeitslosigkeit

Grafik 5: Deutschland



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

ging nicht wesentlich zurück und belief sich auf 14,6%. Die verdeckte Arbeitslosigkeit (Arbeitsbeschaffungsmassnahmen und Weiterbildung) erhöhte sich geringfügig.

Die gesamtdeutsche Handelsbilanz verzeichnete im ersten Quartal mit 21,9 Mrd. D-Mark einen um 1,1 Mrd. höheren Überschuss als in der Vorperiode, da die Einfuhren etwas stärker zurückgingen als die Ausfuhren. Das Ertragsbilanzdefizit fiel von 13 Mrd. auf 3,5 Mrd. D-Mark, hauptsächlich wegen des erheblich geringeren Passivsaldo der Übertragungsbilanz. Der Rückgang des Übertra-

gungsbilanzdefizits beruht auf umfangreichen Transfers aus dem EG-Haushalt, die jeweils zu Jahresbeginn erfolgen.

Die Deutsche Bundesbank liess im zweiten Quartal die Leitzinsen unverändert. Ende August senkte die Zentralbank den Diskontsatz, der Ende März letztmals herabgesetzt worden war, um einen halben Prozentpunkt auf 3,5%; den Lombardsatz nahm die Bundesbank auf 5,5% zurück. Der Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte, der bis im Juli 4,5% betragen hatte, belief sich Anfang September auf 4,2%. Die Rendite langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere betrug im Juli 6,5%, verglichen mit 7,1% im März.

Die Geldmenge M_3 lag im zweiten Quartal auf das Jahr hochgerechnet um 0,6% unter dem Stand des vierten Quartals 1994 (1. Quartal: -4,1%). Sie befand sich damit immer noch weit unter dem Zielkorridor von 4-6%. Während der Bargeldumlauf und die Sichteinlagen anzogen, bildeten sich die Termingelder zurück.

Per Anfang August senkte die Deutsche Bundesbank die Mindestreservesätze für Sichtgelder von 5% auf 2% und für Spargelder von 2% auf 1,5%. Die Mindestreservvorschriften für die Geschäftsbanken waren bereits im März 1993 und im März 1994 gelockert worden. Mit der Herabsetzung der Mindestreserven in drei Schritten erhöhte die Bundesbank die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Geschäftsbanken.

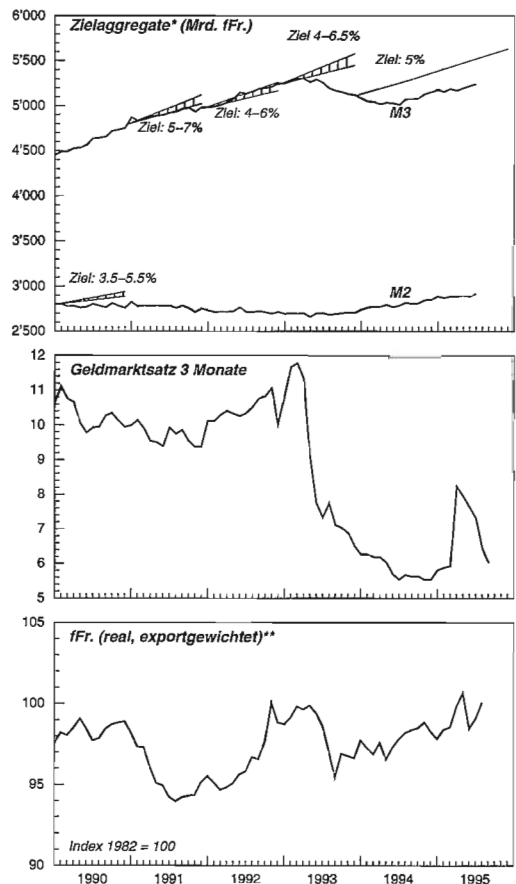
Frankreich

In Frankreich hielt das kräftige Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 1995 an. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber der Vorperiode um 0,7% und im Vorjahresvergleich um 3,9%. Das Wachstum stützte sich wiederum auf die Ausrustungsinvestitionen und die Exporte. Die Bauinvestitionen sowie der private und der öffentliche Konsum nahmen dagegen erneut nur leicht zu. Die Importe, die sich in der Vorperiode erheblich erhöht hatten, stagnierten auf hohem Niveau.

Im zweiten Quartal flachte das Wachstum ab. Das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich aufgrund der ersten Angaben um 0,4%. Die Produktion der

verarbeitenden Industrie stagnierte, lag indessen noch immer um 3,7% über dem Wert des Vorjahres (1. Quartal: 6,7%). Gemäss den jüngsten Umfragen stieg die Produktion von Konsumgütern und Lebensmitteln überdurchschnittlich stark. Eine Ausnahme bildete der Automobilbau. Der Rückgang in dieser Branche dürfte teilweise darauf zurückzuführen sein, dass seit Juni der Fahrzeugabsatz nicht mehr durch staatliche Prämien gefördert wird. Diese Prämien waren Mitte 1994 eingeführt worden, um die Konjunktur zu stimulieren. Insgesamt beurteilten die Unternehmen den

Grafik 6: Frankreich



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

** Quelle: OECD

Auftragsbestand und die Lagerbestände als ausreichend. Aufgrund der Umfragen dürfte die Investitionstätigkeit weiter zunehmen. Sie konzentriert sich indessen auf die grossen Unternehmen, die über genügend Eigenmittel verfügen. Im Gross- und im Detailhandel scheint sich die Lage ebenfalls zu bessern. Der Konsumentenstimmungsindex erhöhte sich im zweiten Quartal beträchtlich.

Die Beschäftigung stieg auch im zweiten Quartal. Neue Arbeitsplätze wurden hauptsächlich im Dienstleistungssektor geschaffen, doch nahm die Beschäftigung auch in der Industrie leicht zu. Die Arbeitslosenquote sank weiter und betrug im Juni 11,5%, verglichen mit 11,9% im Januar. Rückläufig war vor allem die Jugendarbeitslosigkeit; die durchschnittliche Dauer der Arbeitslosigkeit verlängerte sich erneut. Im Juli ergriff die Regierung Massnahmen zur Verminderung der Arbeitslosigkeit. Sie senkte die Sozialabgaben auf tiefen Löhnen und sicherte Prämien für die Schaffung neuer Arbeitsplätze zu.

Die Teuerung blieb im zweiten Quartal mit 1,6% stabil. In den nächsten Monaten dürfte sie, bedingt durch die Erhöhung der Mehrwertsteuer, wieder zunehmen.

Im ersten Quartal wuchsen die Ausfuhren deutlich stärker als die Einfuhren; im Vorjahresvergleich stiegen sie um 15% bzw. 11,5%. Der Handelsbilanzüberschuss erhöhte sich auf 30,3 Mrd. Francs, verglichen mit 26,4 Mrd. in der Vorperiode. Der Ertragsbilanzüberschuss belief sich auf 47,6 Mrd. Francs, gegenüber 6,9 Mrd. im Vorquartal; dies entspricht 0,6% des Bruttoinlandprodukts.

Im Juli verabschiedete das Parlament das Haushaltsbudget 1995 der neuen Regierung. Der Vorschlag enthält die erwähnten Massnahmen zur Verminderung der Arbeitslosigkeit und sieht eine zusätzliche Förderung des Wohnungsbaus vor. Zur Finanzierung der Mehrausgaben wurden per Anfang August die Unternehmenssteuern erhöht und der Mehrwertsteuersatz von 18,6% auf 20,6% hinaufgesetzt. Zudem wurden verschiedene Ausgaben gekürzt. Insgesamt konnte damit das Budgetdefizit im Rahmen des ursprünglichen Vorschlags von 275 Mrd. Francs gehalten werden. Da

jedoch Erlöse aus der Privatisierung von Staatsunternehmen in der Höhe von 47 Mrd. Francs nicht zur Deckung des Defizits, sondern für den Abbau der Staatsschuld verwendet werden, weist der neue Haushaltsvorschlag einen höheren Fehlbetrag von 322 Mrd. Francs aus. Die Regierung setzte sich ausserdem zum Ziel, das gesamte staatliche Defizit von gegenwärtig 5% des Bruttoinlandprodukts bis im Jahre 1997 auf 3% abzubauen.

Die französische Zentralbank lockerte die Geldpolitik im zweiten Quartal vorsichtig, nachdem sie die Leitzinsen im ersten Vierteljahr deutlich erhöht hatte. Sie senkte den Pensionsatz in mehreren Schritten von 8% im März auf 6,15% Ende August. Der dreimonatige Interbanksatz ging von 8,1% im März auf 6,5% im Juli zurück, die Rendite langfristiger Staatsanleihen fiel von 8% auf 7,3%.

Die Geldmenge M_3 stieg im zweiten Quartal stärker als in der Vorperiode. Sie wuchs gegenüber dem vierten Quartal 1994 um hochgerechnet 2,7% und lag damit nach wie vor unter dem mittelfristigen Zielpfad von 5%. Das Wachstum der inländischen Gesamtverschuldung, das die Banque de France als zusätzlichen monetären Indikator heranzieht, war höher als im Vorquartal.

Grossbritannien

In Grossbritannien ging der kräftige Konjunkturaufschwung im ersten Quartal 1995 weiter. Das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich gegenüber der Vorperiode erneut um 0,7%. Besonders kräftig wuchsen wiederum die Exporte sowie die Bauinvestitionen. Dagegen bildeten sich die Ausrüstungsinvestitionen und der private Konsum, die in der Vorperiode gestiegen waren, leicht zurück, während der staatliche Konsum stagnierte.

Im zweiten Quartal setzte sich der Aufschwung fort. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs mit 0,6% fast gleich stark wie in der Vorperiode. Die Produktion der verarbeitenden Industrie verharrte auf dem hohen Niveau des ersten Quartals. Die Konsumnachfrage festigte sich: Die Detailhandelsumsätze wuchsen stärker als in der Vorperiode; und die Zahl neu zugelassener Automobile

stieg nach einem starken Rückgang in der zweiten Jahreshälfte 1994 wieder.

In der zweiten Jahreshälfte dürfte sich die Konjunktur gemäss den jüngsten Umfragen des britischen Industrieverbandes (CBI) insgesamt abflachen. Einer gedämpften Binnennachfrage dürfte eine anhaltend kräftige Nachfrage aus dem Ausland gegenüberstehen. Die unabhängigen Prognoseinstitute schätzten im Juli die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandprodukts für das Jahr 1995 auf 3%, verglichen mit fast 4% im Vorjahr.

Die Arbeitslosigkeit sank im zweiten Quartal weiter auf 8,3% und lag damit um 1,3 Prozentpunkte unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Teuerung belief sich im zweiten Quartal unverändert auf 3,4%. Vor einem Jahr hatte sie noch 2,6% betragen. Die Basisinflation, welche die Hypothekarzinsen ausklammert, blieb mit 2,7% gleich hoch wie in der Vorperiode. Auf der Produktionsstufe verstärkte sich der Preisauftrieb.

Infolge der kräftig wachsenden Ausfuhren sank das Handelsbilanzdefizit von 3 Mrd. im vierten auf 2 Mrd. Pfund im ersten Quartal. Das Ertragsbilanzdefizit, das im vergangenen Jahr beträchtlich geschrumpft war, belief sich im ersten Quartal auf 0,4 Mrd. Pfund.

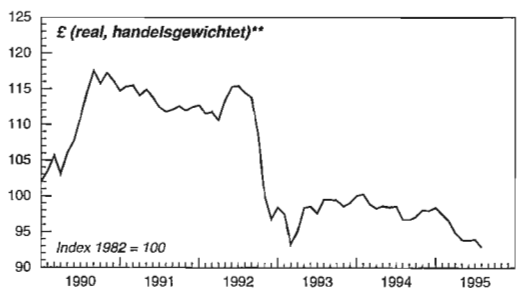
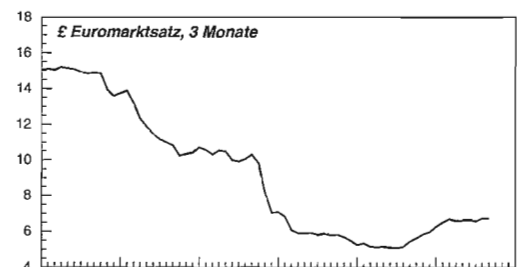
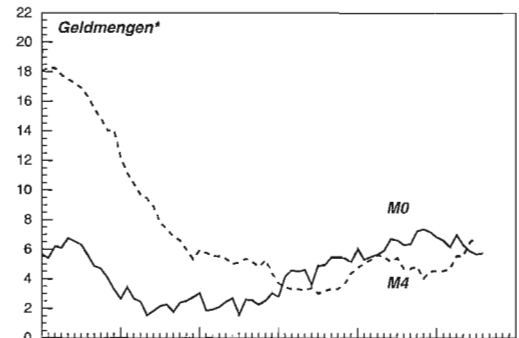
Die britischen Währungsbehörden, die zwischen September 1994 und Februar 1995 die Geldpolitik in mehreren Schritten gestrafft hatten, änderten die Leitzinsen im zweiten Quartal nicht. Der Dreimonatssatz am Interbankmarkt erhöhte sich weiter von 6,7% im März auf 6,9% im Juni. Dagegen fiel die Rendite langfristiger Staatsanleihen im gleichen Zeitraum von 8,5% auf 8,2%.

Die Bank of England liess in ihrem Inflationsbericht vom August die Prognose über die Teuerungsentwicklung unverändert, nachdem diese im letzten Bericht erhöht worden war. Die Basisinflation dürfte bis Anfang 1996 auf fast 4% steigen und nachher wieder zurückgehen. Damit dürfte die Regierung ihr Inflationsziel verfehlen, das sie im Juni neu festgelegt hatte. Danach soll die Basisinflation am Ende der gegenwärtigen Legislaturperiode (spätestens Mitte 1997) höchstens 2,5% betragen. Die Bank of England deutet im Inflationsbericht an, eine weitere Leitzinserhöhung

sei notwendig, um Überhitzungstendenzen vorzubeugen. Sie drang indessen bis Ende August mit dieser Forderung beim Schatzamt nicht durch.

Das Wachstum der Geldmenge M_0 ging weiter zurück und betrug im zweiten Quartal 5,9%, womit der mittelfristig angestrebte Bereich von 0–4% noch immer deutlich überschritten wurde. Das breit definierte Aggregat M_4 , das auch Bankeinlagen und Einlagen bei den Bausparkassen enthält, stieg dagegen mit 6,1% kräftiger als in der Vorperiode. Für M_4 beträgt das mittelfristig angestrebte Band 3–9%.

Grafik 7: Grossbritannien



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

** Quelle: OECD

Italien

Die italienische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal 1995 erneut kräftig. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode um 1,5% zu und lag um 4% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Konjunkturstützend wirkten hauptsächlich die Exporte, die gegenüber dem vierten Quartal mit 7,6% markant stiegen. Von der Binnennachfrage gingen dagegen kaum Impulse aus. Während sich der private Konsum sowie die Investitionstätigkeit leicht belebten, sank der staatliche Konsum. Die flauere Binnennachfrage und die Abschwächung der Lira bewirkten eine deutliche Verflachung der Importe; im Jahresvergleich waren diese indessen immer noch um knapp 12% höher.

Die Industrieproduktion wuchs im zweiten Quartal wiederum erheblich. Sie lag um 5,9% höher als vor Jahresfrist. Die Produktion von Investitionsgütern stieg überdurchschnittlich stark. Auch der Konsumgütersektor belebte sich. Die Umfragen bei den Unternehmen deuten auf eine unverändert kräftige Auslandsnachfrage hin; Produktion und Bestellungseingang dürften sich in den Sommermonaten auf hohem Niveau stabilisieren. Die Zahl der Unternehmen, die in den nächsten Monaten Preiserhöhungen planen, blieb auf dem hohen Stand der Vorperiode. Der Konsumentenstimmungsindex verbesserte sich, nachdem er im März im Zusammenhang mit den Währungsturbulenzen stark gesunken war.

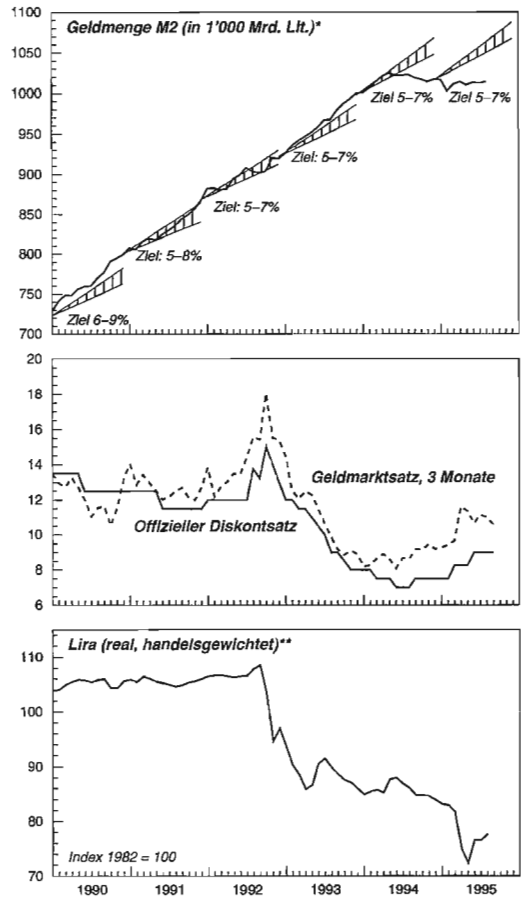
Auf dem Arbeitsmarkt waren erste Anzeichen einer Besserung sichtbar. Von Februar bis April nahm die Zahl der Beschäftigten in den Industriebetrieben mit mehr als 500 Angestellten erstmals seit langer Zeit leicht zu. Insgesamt sank die Beschäftigung jedoch weiter, wenn auch weniger stark als in den Vorperioden. Die Arbeitslosenquote bildete sich im zweiten Quartal geringfügig auf 11,9% zurück, und die durch Kurzarbeit ausgefallenen Arbeitsstunden nahmen im Jahresvergleich markant ab.

Die Teuerung wuchs deutlich von 3,8% im Januar auf 5,8% im Juni. Die Produzentenpreise lagen im zweiten Quartal um 8,6% höher als vor Jahresfrist. Die zunehmende Inflation ist teilweise auf die Erhöhung der Mehrwertsteuer im März zurückzuführen;

auch die massive Tieferbewertung der Lira und die höheren Rohstoffpreise wirkten preissteigernd. Die Löhne und Gehälter ziehen weiterhin deutlich langsamer an als die Konsumentenpreise.

Im ersten Quartal lagen Ausfuhren und Einfuhren nominell um 21% bzw. 23% höher als vor Jahresfrist. Der Überschuss der Handelsbilanz fiel mit 5,9 Billionen Lire geringer als im entsprechenden Vorjahresquartal (8,5 Billionen) aus. Auch der Überschuss der Ertragsbilanz sank. Er betrug 4,2

Grafik 8: Italien



* Saisonbereinigt; Ziele: %-Veränderung 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 Konjunkturwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1991	1992	1993	1994 ^{a)}	1994 ^{a)}				1995 ^{a)}	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	-0,6	2,3	3,1	4,0	3,7	4,1	4,4	4,1	4,0	3,3
Japan	4,1	1,4	-0,2	0,6	-0,2	0,4	1,0	1,0	0,3	
Deutschland ^{b)}	5,1	1,4	-1,7	2,3	2,2	2,3	2,3	2,5	2,5	1,8
Frankreich	0,8	1,3	-1,5	2,8	1,3	2,6	3,4	4,0	3,9	2,8
Grossbritannien	-2,0	-0,5	2,3	3,9	3,2	4,1	3,9	4,0	3,6	
Italien	1,3	0,7	-1,2	2,2	0,6	1,5	3,8	2,9	4,0	
Schweiz	0,0	-0,3	-0,8	1,2	0,3	1,4	1,5	1,7	1,8	1,4

a) provisorisch

b) alte Bundesländer

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1991	1992	1993	1994	1995		1995			
					1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	4,2	3,0	3,0	2,6	2,9	3,2	3,1	3,2	3,3	2,8
Japan	3,3	1,7	1,3	0,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1
Deutschland ^{a)}	3,5	4,0	4,1	3,0	2,3	2,3	2,3	2,2	2,4	2,3
Frankreich	3,1	2,4	2,1	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5
Grossbritannien	5,9	3,7	1,6	2,5	3,4	3,4	3,3	3,4	3,5	3,5
Italien	6,5	5,3	4,2	3,9	5,5	5,5	5,2	5,5	5,8	5,6
Schweiz	5,9	4,0	3,3	0,9	1,9	1,9	1,6	2,0	2,1	2,0

a) alte Bundesländer

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1991	1992	1993	1994 ^{a)}	1995 ^{a)}		1995 ^{a)}			
					1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA ^{b)}	6,8	7,4	6,8	6,1	5,5	5,7	5,7	5,7	5,6	5,7
Japan	2,1	2,2	2,5	2,9	2,9	3,2	3,2	3,1	3,2	3,3
Deutschland ^{c)}	6,3	6,7	8,3	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Frankreich ^{f)}	9,5	10,4	11,7	12,3	11,8	11,6	11,6	11,6	11,5	11,4
Grossbritannien ^{d)}	8,1	9,9	10,3	9,3	8,5	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Italien	8,6	8,9	10,3	11,3	12,1	11,9	11,9			
Schweiz ^{e)}	1,1	2,6	4,5	4,7	4,3	4,2	4,3	4,2	4,2	4,1

a) provisorisch b) ab Januar 1994 neue Erhebungsgrundlage c) alte Bundesländer, in Prozent der nicht selbständig Erwerbstätigen d) ausgenommen Schulabgänger e) registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen

Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990; für die offiziellen, nicht saisonbereinigten Ziffern: vgl. Tabelle 5

f) ab 1994 neue Erhebungsgrundlage

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

	1991	1992	1993 ^{d)}	1994 ^{a) d)}	1994 ^{a) d)}				1995 ^{a) d)}	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	-8,3	-67,9	-103,9	-155,7	-32,3	-37,8	-40,8	-44,8	-40,5	
Japan	72,3	117,8	132,1	129,4	35,0	33,4	29,6	31,2	28,8	31,2
Deutschland ^{b)}	-19,4	-20,9	-16,9	-21,7	-2,8	-2,6	-7,9	-8,4	-2,4	
Frankreich	-6,7	3,9	9,2	9,3	4,0	1,1	1,5	2,7	9,2	
Grossbritannien ^{c)}	-14,5	-16,4	-16,5	-2,5	-1,5	-0,9	0,7	-0,8	-0,6	
Italien ^{c)}	-23,9	-27,9	11,0	15,7	2,1	3,8	5,0	4,8	2,6	7,4
Schweiz ^{c)}	10,6	15,1	19,4	18,3	6,1	3,6	3,8	4,8	5,7	4,7

a) provisorisch b) einschliesslich Transaktionen der neuen Bundesländer mit dem Ausland c) nicht saisonbereinigt

d) ab 1993: Die Daten für die EU-Länder sind aufgrund statistischer Umstellungen stark verspätet verfügbar und mit grösseren Unsicherheiten behaftet.

Billionen Lire bzw. 0,3% des Bruttoinlandprodukts, gegenüber 7,7 Billionen ein Jahr zuvor.

Im August stimmte das italienische Parlament der Reform des stark defizitären staatlichen Pensionsystems zu. Die Reform sieht eine Änderung der Rentenberechnung sowie die schrittweise Erhöhung des Pensionsalters vor. Aufgrund der alten Regelung bestand die Möglichkeit, eine Rente bereits nach 35 Arbeitsjahren zu beziehen. Nach einer Übergangsfrist soll dieser Rententyp abgeschafft werden. Gemäss Schätzungen der Regierung wird der Staatshaushalt in den nächsten drei Jahren durch die Rentenreform um insgesamt 15 Billionen Lire oder rund 0,3% des Bruttoinlandprodukts entlastet.

Die italienische Zentralbank erhöhte Ende Mai die Leitzinsen zum zweiten Mal in diesem Jahr, um der zunehmenden Inflation entgegenzuwirken. Der Diskontsatz und der Lombardsatz wurden um je 0,75 Prozentpunkte auf 9% bzw. 10,5% angehoben. Der Dreimonatssatz am Euromarkt stieg von April bis Juni leicht auf 10,7%. Dagegen bildete sich die Rendite langfristiger Staatsstapel um 0,8 Prozentpunkte auf 12,1% zurück.

Die restriktivere Geldpolitik widerspiegelte sich in der Entwicklung der Geldaggregate. Im zweiten Quartal nahm die Geldmenge M_2 gegenüber dem vierten Quartal 1994 auf das Jahr hochgerechnet um 1% ab. Sie lag damit deutlich unter dem Zielpfad von 5–7%. Die italienische Zentralbank legte für das Jahr 1995 ein Inflationsziel von 4,5% fest. Dieser Wert ist um die Effekte der Mehrwertsteuererhöhung bereinigt.

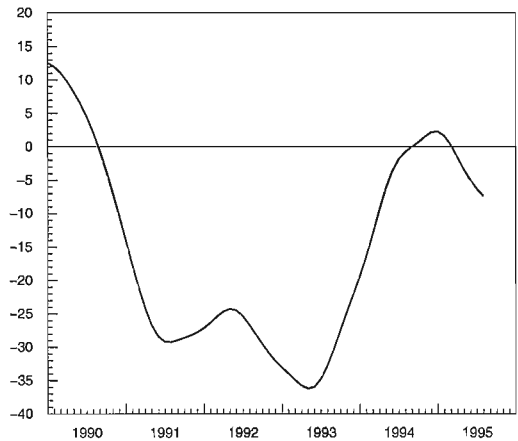
C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Die konjunkturelle Erholung verlor in der Schweiz im zweiten Quartal weiter an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorjahr um 1,4% (1. Quartal: 1,8%). Während die Exporte stagnierten, nahmen die Bauinvestitionen gegenüber dem Vorquartal deutlich ab. Der private Kon-

Graphik 9: Geschäftsgang in der Industrie*

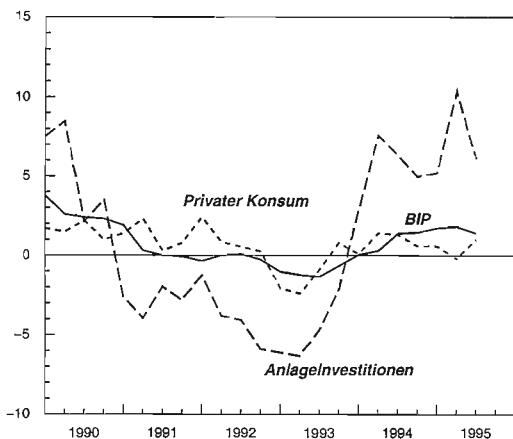


* Geglättet; beim «Geschäftsgang» in der Industrie handelt es sich um einen Sammelindikator, der sich aus vier Einzelgrössen – Bestellungseingang und Produktion im Vorjahresvergleich sowie Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelager – zusammensetzt
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

sum belebte sich etwas. Dies war jedoch in erster Linie darauf zu führen, dass Ostern in diesem Jahr ins zweite Quartal fiel. Als einzige wichtige Nachfragekomponente zogen die Ausrüstungsinvestitionen weiter an. Dies ist teilweise auf die tiefen Importpreise zurückzuführen. Die positiven Auswirkungen der anhaltend kräftigen Investitionstätigkeit im Ausrüstungsbereich auf das reale Bruttoinlandprodukt sind jedoch bescheiden, da der weitaus grösste Teil der Ausrüstungsgüter importiert wird.

Die konjunkturelle Abflachung schlug sich auch im Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» der KOF-ETH nieder. Der Geschäftsgang der hauptsächlich für den Binnenmarkt produzierenden Industrieunternehmen verschlechterte sich erneut. Der Bestellungseingang stagnierte auf dem Vorjahresniveau, und die Auftragsbestände wurden zunehmend als zu klein beurteilt. Dies widerspiegelte teilweise den wechselkursbedingten Verlust an Konkurrenzfähigkeit der inländischen Zulieferindustrie. Infolge der anhaltenden Frankenstärke schwächte sich der Geschäftsgang der exportorientierten Unternehmen deutlich ab. Insbesondere der Bestellungseingang verlangsamte sich spürbar. Die Produktion

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt*



* Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: BfK

der in- und auslandorientierten Unternehmen nahm gegenüber der Vorperiode nochmals leicht zu, während die Fertigfabrikatelager nahezu unverändert blieben. Die Kapazitätsauslastung der Industrie verharrte mit 85,2% annähernd auf dem Stand des Vorquartals, der deutlich über dem langfristigen Mittel von 84,4% lag.

Gemäss den Ergebnissen des Konjunkturtests der KOF-ETH erwarten die Unternehmen in den kommenden Monaten stagnierende Bestelleingänge. Die Unternehmen mit einem hohem Exportanteil, die im ersten Quartal noch mit einem deutlichen Bestellingszuwachs gerechnet hatten, gehen nur noch von einem geringen Wachstum aus. Auch der von der KOF-ETH erhobene Sammelindikator «Unternehmerpläne» sank gegenüber dem Vorquartal. Der Indikator misst das in den kommenden Monaten geplante Produktionsvolumen sowie die in diesem Zeitraum vorgesehenen Rohstoff- und Halbfabrikateinkäufe.

Das KOF-Konjunkturbarometer der vorlaufenden Indikatoren stieg im zweiten Quartal kontinuierlich an. Die wesentlichen Impulse gingen vom monetären Sektor aus. Sowohl die reale Geldmenge M_1 als auch der Aktienindex entwickelten sich po-

sitiv. Dagegen stagnierten der Auftragsbestand in der Maschinenindustrie sowie der vorlaufende Bauindikator.

Konsum

Die realen Konsumausgaben nahmen saison- und zufallsbereinigt nur geringfügig zu. Innert Jahresfrist wuchsen sie um 1% (1. Quartal: -0,2%).

Die realen Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag nahmen saisonbereinigt leicht zu. Auch im Vorjahresvergleich stiegen sie wieder, nachdem sie in der Vorperiode gesunken waren. Diese Zunahme ist teilweise auf die Osterumsätze zurückzuführen, die in diesem Jahr wieder in das zweite Quartal fielen. Wichtige Indikatoren des privaten Konsums deuten auf eine nach wie vor schwache Nachfrage hin. Die Konsumgüterimporte wuchsen erneut schwächer als in der Vorperiode. Die Einfuhren von Bekleidungsartikeln nahmen in derselben Periode ab. Dies dürfte auf vermehrte Käufe von privaten Haushalten im Ausland zurückzuführen sein. Im Bereich der dauerhaften Konsumgüter stagnierte die Anzahl verkaufter Neuwagen auf dem Vorjahresniveau. Im Tourismussektor blieb die Lage schlecht. Die Anzahl Logiernächte inländischer Gäste lag erneut erheblich unter dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Nach der leichten Zunahme im Mai verschlechterte sich der Konsumentenstimmungsindex im Juli wieder. Die Konsumenten schätzten ihre finanzielle Lage unverändert ein, beurteilten indes die vergangene Wirtschaftsentwicklung deutlich pessimistischer. Auch schienen den Konsumenten die Arbeitsplätze stärker gefährdet als in der Vorperiode.

Investitionen

Das Wachstum der realen Anlageinvestitionen schwächte sich im zweiten Quartal ab. Im Vorjahresvergleich wuchsen sie um 6,1% (1. Quartal: 10,4%). Die beiden Teilbereiche Ausrüstungs- und Bauinvestitionen entwickelten sich erneut stark unterschiedlich. Während die Bauinvestitionen unter der nachlassenden Baukonjunktur

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1991	1992	1993	1994	1994				1995	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Import von Investitionsgütern, real	-2,9	-10,3	-4,1	13,4	10,2	13,0	18,4	11,9	29,7	17,7
Baubewilligte Wohnungen ¹	7,6	19,7	-4,1	11,3	16,9	9,1	3,5	15,5	-30,4	-18,7
Neuerstellte Wohnungen ¹	1,3	-3,6	-4,1	24,5	37,7	-2,4	27,5	35,3	-4,1	22,3
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal										
Total	-4,0	-12,0	-4,0	-4,0	1,0	1,0	-0,2	-5,8	2,2	0,4
Privater Bau	-10,0	-18,0	1,0	7,5	5,0	7,0	1,0	-5,5	0,2	-6,0
Öffentlicher Bau	4,0	-6,0	-9,0	-4,0	-4,0	-4,0	-1,6	-6,2	4,6	7,0
Bauteuerung ²	6,7	4,9	3,8	1,8	1,6	1,4	1,3	2,7	2,8	2,7

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

² Produktionskostenindex Sparte 1 des SBV

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

litten, nahmen die Ausrüstungsinvestitionen weiter zu.

Die Bauinvestitionen nahmen im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode ab und lagen damit leicht unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Zementlieferungen sanken binnen Jahresfrist um 5,1%, und auch die offenen Limiten der privaten Baukredite bildeten sich zurück. Der Geschäftsgang der Industrie «Steine und Erden» verschlechterte sich weiter. Gemäss der Umfrage des Baumeisterverbandes lag der Auftragseingang im Bauhauptgewerbe im ersten Halbjahr 1995 nur wenig über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Sparten entwickelten sich dabei unterschiedlich. Während der Auftragseingang im Wohnungsbau deutlich zurückging, nahm er im gewerblich-industriellen Bau, vor allem aber im Tiefbau zu. Der Gesamtarbeitsvorrat stagnierte gegenüber dem Vorjahr, wobei einem tieferen Auftragsbestand im Wohnungsbau ein höherer Bestand im Tiefbau gegenüberstand. Der Arbeitsvorrat im gewerblich-industriellen Bau blieb gegenüber dem Vorjahr unverändert.

Im Gegensatz zu den Bauinvestitionen nahmen die Ausrüstungsinvestitionen saisonbereinigt erneut zu. Sie lagen um 18,3% höher als vor Jahresfrist (1. Quartal: 25,2%). Die Investitionstätigkeit wurde durch die tieferen realen Zinsen und die sinkenden Preise importierter Investitionsgüter begünstigt. Als Folge davon erhöhten sich die Einfuhren von Investitionsgütern gegenüber dem Vorjahr um rund 17,7%. Gemäss der jährlichen

Investitionsumfrage der KOF-ETH bilden Rationalisierungsbestrebungen, Ersatzbeschaffung sowie der noch nicht vollständig gedeckte Nachholbedarf aus der letzten Rezession die wichtigsten Investitionsmotive.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die realen Güterexporte stagnierten im zweiten Quartal saisonbereinigt. Die seit Jahresbeginn anhaltende Schwäche der Exportkonjunktur kommt indessen im Vorjahresvergleich infolge eines Basiseffektes noch nicht zum Ausdruck. Die realen Exporte nahmen mit 6,6% sogar deutlich stärker zu als in der Vorperiode (1. Quartal: 4,6%). Zu dieser Entwicklung trugen massgeblich die Lieferungen von Konsumgütern bei, die zum ersten Mal seit dem vierten Quartal 1994 überdurchschnittlich stark wuchsen (7,5%). Die Exporte von Investitionsgütern stiegen weiterhin kräftig (9,1%), während die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten nur schwach zunahmen (2,8%).

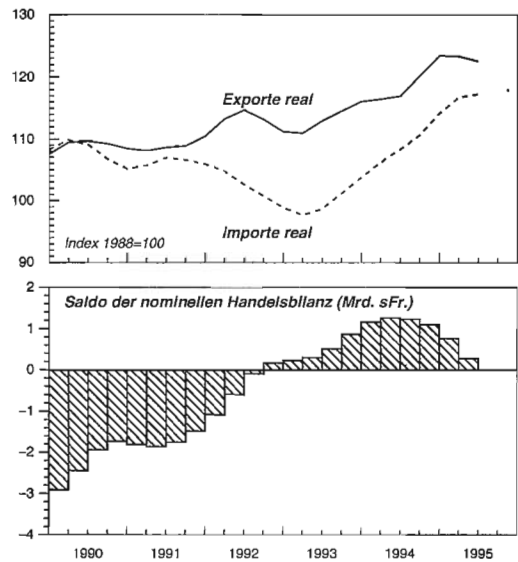
Im Vorjahresvergleich gewannen die Exporte vieler Branchen noch an Schwung. Dies galt insbesondere für die Ausfuhren der chemischen Industrie, deren zweistellige Wachstumsrate (11,2%) vor allem auf die hohen Lieferungen von Pharmaprodukten zurückzuführen ist. Während auch die Exporte der Maschinen- und Elektronikindustrie, der Metallindustrie, der Papier- und graphischen Industrie sowie der Kunststoffindustrie erneut

deutlich zulegten, lagen die Ausfuhren der Uhrenindustrie nur leicht über dem Vorjahresergebnis. Die Lieferungen der Textilindustrie schrumpften, nachdem sie im Vorquartal stagniert hatten.

Nach Absatzmärkten unterteilt stabilisierte sich das Wachstum der nominellen Ausfuhren in die EU. Sie lagen um 3,8% über dem entsprechenden Vorjahresniveau, gegenüber 3,5% im ersten Quartal. Die Exporte nach Deutschland nahmen weniger stark zu, während jene nach Belgien-Luxemburg und Österreich deutlich sanken. Dagegen erhöhten sich die Ausfuhren nach Frankreich (9,6%) und Spanien (13,1%) überdurchschnittlich stark. Die Lieferungen in die Vereinigten Staaten verharrten auf dem Vorjahresniveau, während diejenigen nach Japan kräftig expandierten. Die Exporte in die Entwicklungsländer stiegen leicht, nachdem sie in den beiden Vorquartalen zurückgegangen waren.

Die realen Importe nahmen im zweiten Quartal saisonbereinigt leicht ab, nachdem sie im ersten Quartal markant gestiegen waren. Binnen Jahresfrist stiegen sie um 7,4%. Am stärksten erhöhten sich erneut die Einfuhren von Investitionsgütern (17,7%). Besonders dynamisch entwickelten sich wiederum die Käufe von Fabrikations- und Büromaschinen sowie von Nutzfahrzeugen. Die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten wuchsen stärker als in der Vorperiode (8,8%). Die Einfuhren von Konsumgütern nahmen dagegen gegenüber dem Vorjahr kaum zu, nachdem sie im

Grafik 11: Aussenhandel*



* Saisonbereinigt und geglättet
Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

ersten Quartal noch um 4% gestiegen waren. Die Lieferungen von Energieträgern gingen deutlich zurück (-5,5%).

Gemäss Mittelwertindex sanken die Export- und Importpreise um 2,1% bzw. 3,1% (1. Quartal: -3,2% bzw. -1,8%). Dieser Rückgang ist hauptsächlich auf die Frankenstärke zurückzuführen.

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1991	1992	1993	1994	1994				1995	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Reale Ausfuhr	-1,4	4,3	0,6	4,9	5,8	1,4	5,2	7,5	4,6	6,6
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-1,2	2,8	-1,7	9,4	9,8	8,4	8,5	10,5	3,5	2,8
Investitionsgüter	-4,0	0,0	-2,2	5,7	6,5	2,3	5,4	9,3	8,2	9,1
Konsumgüter	1,4	10,6	5,6	0,6	1,7	-5,0	2,3	3,5	2,4	7,5
Ausfuhrpreise	2,8	0,7	0,0	-0,7	0,2	-0,7	-1,0	-1,6	-3,2	-2,1
Reale Einfuhr	-1,4	-4,3	-1,2	9,4	9,4	9,6	9,6	9,4	11,1	7,4
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-5,2	-1,4	-1,3	10,9	10,5	8,1	11,3	14,1	7,7	8,8
Investitionsgüter	-2,9	-10,3	-4,1	13,6	10,2	13,0	18,4	11,9	29,7	17,7
Konsumgüter	2,7	-2,9	1,5	6,4	9,5	8,3	3,8	5,1	4,0	0,4
Einfuhrpreise	0,1	2,2	-2,2	-4,8	-6,5	-5,4	-4,8	-2,6	-1,8	-3,1

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

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹ (in Mrd. Franken²)

	1992	1993 ^{a)}	1994 ^{a)}	1994 ^{b)}				1995 ^{c)}	
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Einnahmen									
Warenexporte	95,4	96,8	99,4	24,9	24,4	23,4	26,7	24,7	24,9
Spezialhandel (Index I)	92,1	93,3	95,9	24,0	23,5	22,5	25,8	23,7	24,0
Übrige Warenexporte ³	1,8	1,8	1,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Dienstleistungsexporte	29,6	31,7	31,2	8,6	7,4	8,9	6,2	7,9	7,5
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	36,9	37,0	36,9	8,8	9,0	9,3	9,8	9,6	9,5
Laufende Übertragungen aus dem Ausland	3,6	3,7	3,5	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9
Total Einnahmen	165,5	169,2	171,0	43,2	41,7	42,5	43,6	43,0	42,9
Ausgaben									
Warenimporte	96,8	94,4	97,2	23,6	24,4	23,5	25,7	24,9	25,2
Spezialhandel (Index I)	92,3	89,8	92,6	22,4	23,3	22,4	24,5	23,7	24,0
Übrige Warenimporte ³	3,4	3,3	3,5	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9
Dienstleistungsimporte	14,5	14,8	15,2	2,6	4,0	5,6	3,7	2,5	3,8
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	25,2	23,5	25,2	6,2	6,2	6,4	6,5	6,7	6,6
Laufende Übertragungen an das Ausland	7,7	7,9	8,3	2,0	2,1	2,1	2,1	1,9	1,9
Total Ausgaben	144,3	140,5	145,8	34,4	36,6	37,5	37,3	36,0	37,5
Saldi									
Waren	-1,4	2,4	2,2	1,3	0,0	-0,1	1,0	-0,3	-0,2
Spezialhandel (Index I)	-0,2	3,5	3,2	1,6	0,2	0,1	1,3	0,1	0,0
Übrige Warenimporte ³	-1,6	-1,5	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Dienste	15,1	16,9	16,0	6,0	3,4	3,4	3,2	5,3	3,7
Arbeits- und Kapitaleinkommen	11,7	13,5	11,7	2,6	2,8	3,0	3,3	2,9	2,9
Laufende Übertragungen	-4,2	-4,2	-4,8	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0
Saldo der Ertragsbilanz	21,2	28,7	25,1	8,8	5,1	5,0	6,3	7,0	5,4

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

² Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

³ inklusive elektrische Energie

^{a)} revidiert

^{b)} provisorisch

^{c)} vorläufige Schätzung

Die Handelsbilanz war im zweiten Quartal ausgeglichen, nachdem sie im Vorquartal einen geringen Überschuss aufgewiesen hatte. Während der Überschuss des Dienstleistungsverkehrs um 1,6 Mrd. Franken abnahm, blieb der Saldo der Arbeits- und Kapitaleinkommen nahezu unverändert. Der Überschuss der Ertragsbilanz bildete sich im zweiten Quartal um 1,6 Mrd. auf 5,4 Mrd. Franken zurück. Im ersten Halbjahr betrug der Aktivsaldo 12,6 Mrd. Franken (1. Halbjahr 1994: 13,9 Mrd.).

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Abflachung des Wirtschaftswachstums schlug sich auch auf dem Arbeitsmarkt nieder. Die

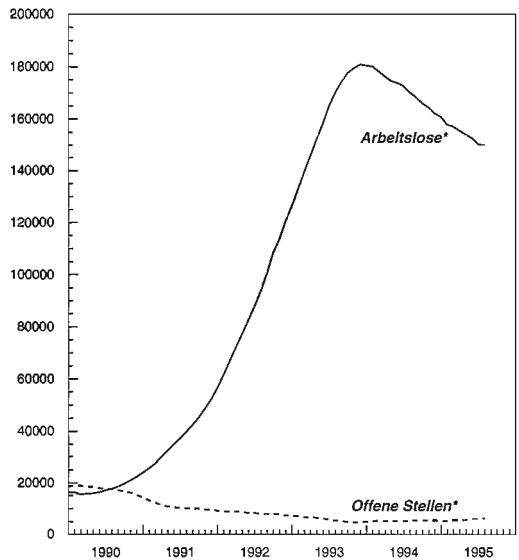
Beschäftigung nahm im zweiten Quartal saisonbereinigt ab, nachdem sie bereits in der Vorperiode leicht zurückgegangen war. Sie lag um 0,8% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Vom Beschäftigungsrückgang waren alle Sektoren, besonders aber der Bau- und der Dienstleistungssektor, betroffen. Die Zahl der Beschäftigten in der Industrie lag um 0,9% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau, gegenüber einer Abnahme von 1,3% im ersten Quartal. Überdurchschnittlich stark sank sie erneut in der Textil-, Bekleidungs- und Schuhindustrie, während sie in der Maschinenindustrie stagnierte. Eine leicht höhere Beschäftigung wiesen lediglich die Papierindustrie und die Uhrenindustrie aus. Im Bausektor nahm die Beschäftigung saisonbereinigt zum

zweiten Mal hintereinander markant ab. Sie lag um 2,2% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Innerhalb des Dienstleistungssektors ging die Beschäftigung am deutlichsten im Handel und Gastgewerbe sowie in der öffentlichen Verwaltung zurück. Die Banken und Versicherungen bauten ebenfalls Stellen ab, nachdem die Beschäftigung in diesem Bereich seit Mitte 1994 stagniert hatte. Insgesamt lag die Zahl der Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor um 0,8% unter dem Vorjahresniveau (1. Quartal: -0,1%).

Der Manpower-Stellenindex, der die Fläche der Stelleninsetrate misst, nahm im zweiten Quartal etwas weniger stark zu als in der Vorperiode. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen stieg gegenüber dem Vorquartal geringfügig.

Die Arbeitslosigkeit bildete sich weiter zurück, wenn auch langsamer als zuvor. Im Juli betrug die saisonbereinigte Zahl der Erwerbslosen 150 000, gegenüber 155 600 im März. Die Arbeitslosenquote sank von 4,3% auf 4,1%. Während sie in der deutschen Schweiz unverändert bei 3,3% blieb, sank sie in der Westschweiz und im Tessin von 6,9% auf 6,4%. Im Juli waren knapp 45% der Arbeitslosen sechs Monate oder weniger arbeitslos; der Anteil derjenigen, die seit mehr als einem Jahr ohne Stelle waren, nahm geringfügig auf 28,9% ab.

Grafik 12: Arbeitsmarkt



* Saison- und extremwertbereinigt
Quelle: BIGA

Die Zahl der Kurzarbeiter erhöhte sich im zweiten Quartal erstmals nach mehreren Quartalen wieder leicht. Sie betrug saisonbereinigt 8100, gegenüber 6900 in der Vorperiode. Vor Jahresfrist hatte sie 23 700 betragen. Der Bausektor war weitaus am stärksten von Kurzarbeit betroffen.

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1992	1993	1994	1994				1995		1995				
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli	
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	-2,6	-2,8	-1,8	-1,6	-3,1	-1,6	-1,0	-0,5	-0,8					
Vollzeitbeschäftigte ¹		-3,4	-2,2	-2,0	-3,4	-2,1	-1,3	-1,0	-1,3					
Arbeitslosenquote ^{2,3}	2,6	4,5	4,7	5,1	4,8	4,5	4,5	4,5	4,2	4,3	4,2	4,0	4,0	
Arbeitslose ³	92 308	163 135	171 038	185 895	172 914	163 629	161 712	164 647	151 662	156 684	151 959	146 342	146 104	
Kurzarbeiter ³	34 020	42 046	22 600	42 101	26 678	10 302	11 320	12 656	10 680	11 747	10 266	10 028	6 232	
Gemeldete offene Stellen ³	8 166	5 743	5 224	5 201	5 540	5 498	4 658	5 105	6 557	6 781	6 354	6 535	5 665	

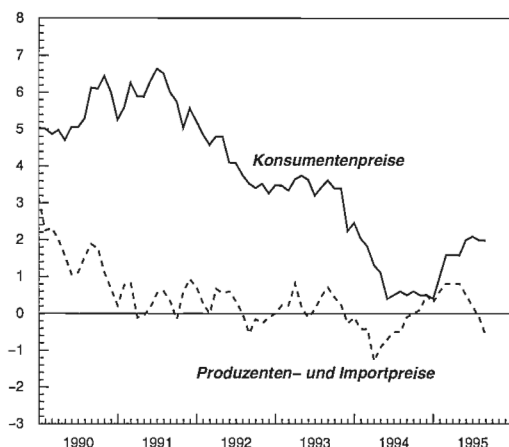
¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

Grafik 13: Preisentwicklung*



* Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: BfS

Preise

Die Teuerung stieg im zweiten Quartal erneut. Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im Juni um 2,1% höher als vor Jahresfrist, gegenüber 1,6% im März. Während der Teuerungsschub zu Beginn des Jahres auf das Konto der Mehrwertsteuer ging, war jener im zweiten Quartal vor allem auf die höheren Wohnungsmieten zurückzuführen. Diese nahmen im Mai gegenüber der Vorerhebung (Februar) um 0,9% zu, nachdem sie ein Jahr zuvor stark gesunken waren. Infolge der höheren Mieten stieg die Teuerung bei den privaten Dienstleistungen von 1,4% im ersten auf 2,6% im zweiten Quartal. Bei den öffentlichen Dienstleistungen erhöhte sie sich um 0,3 Prozentpunkte auf 4,8%. Insgesamt lagen die Dienstleistungspreise um 3% über dem entsprechenden Vorjahreswert (1. Quartal: 2%). Die Warenpreise stiegen mit 0,5% nur geringfügig. Dazu trug teilweise die Höherbewertung des Frankens bei. Während sich die inländischen Güter und Dienstleistungen um durchschnittlich 2,7% verteuerten, sanken die

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	NBGM ^{1,3}	Saisonfaktoren	SBNBGM ^{1,4}	Veränderung in % ²
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,1	2 832	-11,3	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1994	27 369	1,4	2 681	-4,5	30 051	0,999	30 070	0,6
1994 3. Q.	27 131	2,3	2 599	-2,6	29 730	0,985	30 173	2,2
1994 4. Q.	27 684	1,4	2 611	-4,5	30 296	1,013	29 908	0,6
1995 ⁵ 1. Q.	27 793	1,4	2 513	-5,0	30 306	1,010 P	30 016 P	0,3 P
1995 ⁵ 2. Q.	27 372	0,4	2 567	-2,8	29 939	0,996 P	30 060 P	0,0 P
1995 ⁵ Jan.	28 319	2,1	2 498	-1,7	30 817	1,025 P	30 065 P	1,2 P
1995 ⁵ Febr.	27 549	1,5	2 435	-9,4	29 984	0,999 P	30 014 P	0,0 P
1995 ⁵ März	27 512	0,6	2 606	-3,6	30 118	1,005 P	29 968 P	-0,3 P
1995 ⁵ April	27 471	0,9	2 560	-1,3	30 031	0,998 P	30 091 P	0,6 P
1995 ⁵ Mai	27 293	0,0	2 525	-4,4	29 818	0,995 P	29 968 P	-0,7 P
1995 ⁵ Juni	27 353	0,3	2 616	-2,7	29 969	0,995 P	30 120 P	0,2 P
1995 ⁵ Juli	27 364	0,2	2 398	-4,5	29 762	0,994 P	29 942 P	-0,5 P
1995 ⁵ Aug.	27 152	0,3	2 590	4,2	29 742	0,983 P	30 256 P	0,4 P

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

² gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; Jahresveränderungsraten beziehen sich auf das vierte Quartal des Vorjahres

³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

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

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

P provisorisch

Preise ausländischer Güter und Dienstleistungen leicht um 0,3%. Im Juli bildete sich die Teuerung auf 2% zurück; im August betrug sie erneut 2%.

Auf der Produzentenstufe blieb die Teuerung tief. Der Index der Produzenten- und Importpreise (Preise des Gesamtangebots) lag im zweiten Quartal um 0,5% höher als vor Jahresfrist, gegenüber 0,7% in der Vorperiode. Während die Produzentenpreise annähernd stabil blieben, stiegen die Importpreise mit 1,1% weniger stark als in der Vorperiode (2%). Dies war vor allem auf die Entwicklung der Rohstoffpreise zurückzuführen, die nach dem starken Anstieg im Jahre 1994 wieder zurückgingen.

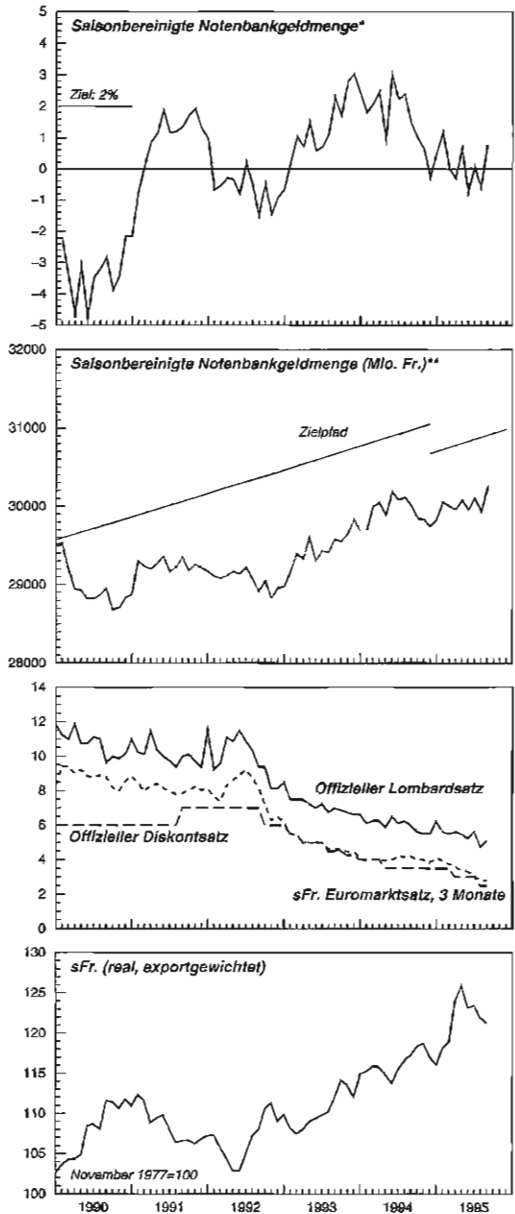
2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldaggregate

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im zweiten Quartal durchschnittlich 30 060 Mio. Franken und entsprach damit der Prognose der Nationalbank. Gegenüber dem vierten Quartal 1994 belief sich der Zuwachs auf 0,8% (auf ein Jahr hochgerechnet 1,6%). Die beiden Komponenten der Notenbankgeldmenge, die Giroguthaben der Banken und der Notenumlauf, entwickelten sich im Vorjahresvergleich gegenläufig. Während die Giroguthaben um 2,8% abnahmen, stieg der Notenumlauf um 0,4%.

Die Nationalbank erwartet, dass die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge im Durchschnitt des dritten Quartals auf dem Stand der Vorperiode verharren wird; die auf das Jahr hochgerechnete Zuwachsrate gegenüber dem vierten Quartal 1994 dürfte sich auf 1,3% belaufen. Diese Entwicklung steht nicht mehr im Einklang mit der Absicht der Nationalbank, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge im Laufe des Jahres 1995 um etwa 2% auszuweiten. Die Nationalbank liess daher einen weiteren Rückgang der Geldmarktsätze zu, um das Geldmengenwachstum zu stimulieren. Mit Wirkung ab 14. Juli senkte die Nationalbank ihren Diskontsatz um 0,5 Prozentpunkt auf 2,5%. Sie bestätigte damit den Zinsrückgang am Geldmarkt. Dieser dürfte die Nachfrage nach Notenbankgeld frühestens im vierten Quartal 1995 beeinflussen.

Grafik 14: Schweiz



* Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

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

Ab 1991: Mittelfristiger Zielpfad von durchschnittlich 1% pro Jahr

** Ab Januar 1994 bereinigte Werte (vgl. Tabelle 6, Fussnote 5)

Tabelle 7: Geldaggregate¹ (Definition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
1990	-5,1	-8,0	2,0
1991	1,9	1,7	2,7
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994 ^P	5,6	9,9	4,9
1994 3. Q. ^P	4,6	8,1	4,2
4. Q. ^P	2,9	5,3	3,3
1995 1. Q. ^P	1,8	1,7	1,6
2. Q. ^P	3,6	2,8	1,5
1995 Jan. ^P	2,5	2,5	2,5
Febr. ^P	1,1	1,4	1,4
März ^P	1,7	1,3	1,1
April ^P	2,6	1,9	0,8
Mai ^P	4,1	2,9	1,9
Juni ^P	4,2	3,7	1,8
Juli ^P	6,1	5,6	2,7

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

^P provisorisch

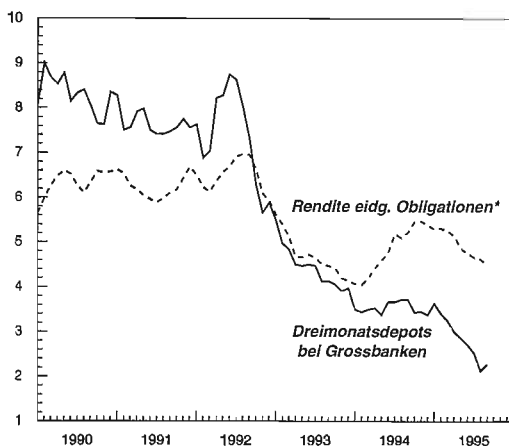
M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen + Transaktionskonti

M₂ = M₁ + Spareinlagen

M₃ = M₂ + Termineinlagen

Bei den breit definierten Geldaggregaten zeichnete sich bereits im Laufe des zweiten Quartals ein verstärktes Wachstum ab. Das höhere Wachstum von M₁ und M₂ ist im wesentlichen auf den seit Anfang Jahr beobachteten Rückgang der Geldmarktzinsen zurückzuführen, der zu Umschich-

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

tungen von Termineinlagen in Sicht- und Spareinlagen führte. Die Geldmenge M₁ lag um 3,6% über dem Vorjahresstand, während der Zuwachs von M₂ 2,8% betrug. Dagegen lag die Geldmenge M₃ im zweiten Quartal nur noch um 1,5% über dem Vorjahresstand.

Geldmarkt

Die Geldmarktsätze sanken im Laufe des zweiten Quartals deutlich. Der Tagesgeldsatz, der im März durchschnittlich 3,5% betragen hatte, lag im Juli noch bei 2,4%. Im gleichen Zeitraum ermässigten sich die Zinssätze für Dreimonatsanlagen am Euromarkt von 3,6% auf 2,8%, während die entsprechenden Depotsätze bei Grossbanken von 3% auf 2,1% zurückgingen. Die Emissionsrendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen mit ebenfalls dreimonatiger Laufzeit sank von 3,4% auf 2,4%. Im August zogen die Geldmarktsätze, insbesondere der Tagesgeldsatz, wieder etwas an.

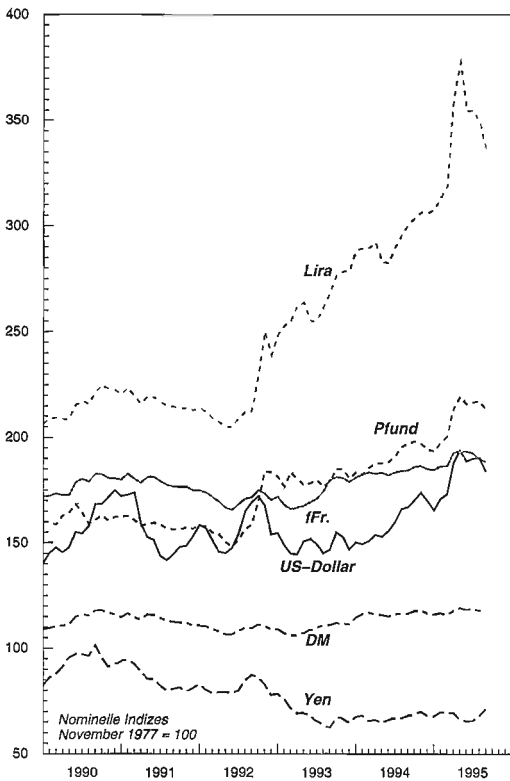
Die Zinsdifferenz zwischen den dreimonatigen D-Mark- und Frankendepots am Euromarkt nahm von April bis Juli von durchschnittlich 1,2 auf 1,6 Prozentpunkte zu. Gleichzeitig erhöhte sich der entsprechende Zinsvorsprung von Dollar- gegenüber Frankenanlagen von 1,7 auf 3 Prozentpunkte. Im August nahm die Zinsdifferenz gegenüber D-Mark- und Dollaranlagen geringfügig ab.

Devisenmarkt

Die Stabilisierung des amerikanischen Dollars und das Nachlassen der Spannungen im EWS stoppten den Auftrieb des Schweizer Frankens gegenüber den meisten wichtigen Währungen.

Zu Beginn des zweiten Quartals stabilisierte sich der Franken gegenüber dem amerikanischen Dollar bei rund 1,13 Franken. Nachdem er sich in der ersten Maihälfte vorübergehend abgeschwächt hatte, erstarkte er in den folgenden Wochen und bewegte sich bis Ende Juli in engen Bandbreiten um rund 1,16 Franken pro Dollar. Im August schwächte sich der Franken gegenüber der amerikanischen Währung deutlich ab und wurde Ende Monat zu 1,21 Franken gehandelt.

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Die Erholung des amerikanischen Dollars im Mai führte zu einer Tieferbewertung des Frankens gegenüber der D-Mark. Ende August schloss der Franken mit 82,10 Franken pro 100 D-Mark, d.h. gleich stark wie zu Quartalsbeginn. Einen ähnlichen Kursverlauf zeigte der Franken gegenüber den anderen Währungen des Wechselkursmechanismus des EWS. Gegenüber dem französischen Franc lag der Kurs des Frankens Ende August um 2% niedriger als Anfang April.

Ende Mai und Mitte August beteiligte sich die Schweizerische Nationalbank an konzertierten Interventionen der Notenbanken der G-10- bzw. der G-3-Länder zur Stützung des amerikanischen Dollars mit insgesamt 200 Mio. Dollar.

Eine ausgeprägtere Kurskorrektur wies der Franken gegenüber der Lira auf. Von April bis August

verlor er gegenüber der italienischen Währung insgesamt um 14% an Wert. Auch gegenüber dem britischen Pfund schwächte sich der Franken ab (-3%). Dagegen erstarkte er im Vergleich zum Yen (5%), nachdem er zu Beginn des Quartals vorübergehend markant schwächer notiert hatte.

Der exportgewichtete, reale Wechselkurs des Frankens stieg im zweiten Quartal nicht weiter. Infolge des starken Anstiegs zu Beginn des Jahres lag der Aussenwert des Frankens mit 8,6% aber deutlich über dem entsprechenden Vorjahreswert (1. Quartal: 4,3%). Der Franken wurde im Vorjahresvergleich gegenüber allen wichtigen Währungen höher bewertet, insbesondere gegenüber der italienischen Lira (23,2%) und dem amerikanischen Dollar (20,9%). Auch gegenüber dem britischen Pfund legte er stark zu (14,4%). Die Höherbewertung gegenüber den übrigen wichtigen Währungen blieb geringer. Gegenüber der D-Mark stieg er um 2,6%, gegenüber dem französischen Franc um 6,1% und gegenüber dem japanischen Yen um 1,9%.

Kapitalmarkt und Zinsstruktur

Am Kapitalmarkt gingen die Zinssätze von April bis Ende August tendenziell zurück. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen sank um rund 0,5 Prozentpunkt auf knapp 4,5%. Der Abstand zur Emissionsrendite dreimonatiger eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen stieg im gleichen Zeitraum von 1,6 auf 1,8 Prozentpunkte. Die Laufzeitstruktur der Zinssätze wurde damit wesentlich steiler.

Die durchschnittlichen Zinssätze der neuen Kassenobligationen der Kantonalbanken sanken von Anfang April bis Anfang August ebenfalls um 0,5 Prozentpunkt auf 4,5%. Die Verzinsung gewöhnlicher Spareinlagen ging gleichzeitig um 0,2 Prozentpunkt auf 3,1% zurück. Die Aktivzinssätze der Kantonalbanken für alte erste Hypotheken blieben unverändert bei durchschnittlich knapp 5,6%, während die entsprechenden Neuhypothekensätze um 0,1 Prozentpunkt auf 5,5% abnahmen.

Die Emission von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt erreichte im zwei-

ten Quartal einen Gesamtbetrag von 11,8 Mrd. Franken. Damit wurde das Ergebnis der entsprechenden Vorjahresperiode um einen Viertel übertroffen. Die Neubeaufschlagung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten stieg um rund 8% auf 5,5 Mrd. Franken. Nach Abzug der Rückzahlungen ergab sich eine inländische Nettoemission von 3,5 Mrd. Franken, verglichen mit einer Nettorückzahlung von 1,1 Mrd. Franken im zweiten Quartal 1994.

Schweizerfranken-Anleihen ausländischer Schuldner

Im zweiten Quartal erreichte die Emission von Franken-Anleihen ausländischer Schuldner 8,5 Mrd. Franken. Nachdem ihr Volumen über vier aufeinanderfolgende Quartale stetig abgenommen hatte, vergrösserte es sich gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 42%.

Der Rückgang der Zinssätze belebte die Emissionsstätigkeit im Sektor der gewöhnlichen Anleihen (Straights). Emissionen von Straights nahmen innert Jahresfrist um rund zwei Drittel auf 6,2 Mrd. Franken zu. Damit stieg ihr Anteil am Emissionstotal von 64% auf 74%. Das Volumen der eigenkapitalbezogenen Anleihen lag mit 2,1 Mrd. Franken um 26% höher als vor Jahresfrist, wobei die Wandelanleihen um 48% auf 1,8 Mrd. Franken stiegen und die Optionsanleihen um 32% auf 315 Mio. Franken sanken. Drei Viertel der eigen-

kapitalbezogenen Anleihen bzw. nahezu 90% der Wandelanleihen entfielen auf ausländische Tochtergesellschaften zweier grosser Schweizer Unternehmen. Im Gegensatz dazu nahm die Kapitalnachfrage japanischer Schuldner im Vergleich zum Vorjahr spürbar ab. Die anderen Anleihearten (Anleihen mit variablem Zinssatz, synthetische Obligationen und Anleihen mit nicht eigenkapitalbezogenen Optionen) sanken innert Jahresfrist um drei Viertel auf rund 100 Mio. Franken.

Die zur öffentlichen Zeichnung angebotenen Anleihen blieben vorherrschend und nahmen im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode kräftig zu, während die Privatplatzierungen erneut zurückgingen. Der Anteil der öffentlichen Anleihen am Emissionstotal vergrösserte sich damit von 43% vor Jahresfrist auf ein Rekordniveau von 80%.

Gegliedert nach Ländergruppen setzte sich die bereits im ersten Quartal beobachtete Entwicklung fort. Der Anteil Westeuropas am Total der Franken-Anleihen stieg im zweiten Quartal stark und erreichte 59%, gegenüber 45% im zweiten Quartal des Vorjahres. Der Anteil Nordamerikas erhöhte sich von 13% auf 21%, während jener Japans sich innerhalb eines Jahres von 21% auf 6% merklich verringerte. Der Anteil der übrigen Ländergruppen sank von 20% auf 14%. Auf die internationalen Entwicklungsbanken, welche im zweiten Quartal des Vorjahres dem schweizerischen Kapitalmarkt ferngeblieben waren, entfielen 2%.

Tabelle 8: Schweizerfranken-Anleihen ausländischer Schuldner¹ (in Mio. Franken)

	Straights	Eigenkapitalbezogene		Andere ²	Total
		Anleihen			
1991	17 096,0	10 631,5		1 210,0	28 937,5
1992	18 191,5	7 492,0		1 318,5	27 002,0
1993	25 859,3	15 339,4		4 243,0	45 441,7
1994	17 183,1	10 455,5		3 997,6	31 636,2
1994 1. Q.	2 343,0	6 075,0		1 505,9	9 923,9
2. Q.	3 835,7	1 676,0		447,0	5 958,7
3. Q.	6 097,0	2 409,5		891,9	9 398,4
4. Q.	4 907,4	295,0		1 152,8	6 355,2
1995 1. Q.	7 236,7	1 795,0		185,1	9 216,8
2. Q.	6 244,0	2 110,3		108,5	8 462,8

¹ Von den Banken gemeldete Geschäfte, nach Begebungsdatum

² Eingeschlossen nicht eigenkapitalbezogene Optionsanleihen (z.B. Anleihen mit Währungs- oder Goldoptionen), synthetische Obligationen und Anleihen mit variablem Zinssatz

Bankbilanzen und Kredite

Ende Juni 1995 lag die Bilanzsumme der Banken nur um knapp 0,5% über dem Vorjahresstand. Die schwache Zunahme widerspiegelte den Verlauf des Dollarkurses; werden die auf Dollar lautenden Positionen zum Vorjahreskurs bewertet, so wuchs die Bilanzsumme immerhin um 3%.

Zwischen Ende Juni 1994 und Ende Juni 1995 stockten die Banken ihre Netto-Finanzaktiva insgesamt um 4% auf, wobei sich die Unterpositionen verschieden entwickelten. Die liquiden Mittel lagen um 0,5% unter ihrem Vorjahreswert, die auf Franken lautenden Bestände indessen um 1% darüber. Im Interbankgeschäft flossen insgesamt Mittel ab. Der negative Interbanksaldo (Bankendebitoren minus Bankenkreditoren) nahm nochmals leicht auf -33 Mrd. Franken zu. Während die Wechsel und Geldmarktpapiere um 13% abnahmen, stiegen der Bestand an Wertschriften, die grösste Position unter den Finanzaktiva, sowie die Beteiligungen um 11% bzw. 19%.

Die Banken wiesen in der gesetzlichen Unterlegungsperiode vom 20. Mai bis zum 19. Juni etwas weniger Liquidität (Liquiditätsgrad I oder Kassenliquidität) aus als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die liquiden Mittel aller Banken zusammen überstiegen die nach Gesetz geforderten Mittel um 22%, d.h. zwei Prozentpunkte weniger als ein Jahr zuvor.

Das Kreditvolumen wuchs – wie schon in den vorangegangenen drei Jahren – nur schwach. Insgesamt lag es Ende Juni 1995 nur um 1% über dem Vorjahreswert. Die Auslandskredite nahmen wechsellkursbedingt ab, während die inländischen Kredite, die zum grössten Teil auf Franken lauten, um 2% höher waren als ein Jahr zuvor. Die Hypotheken stiegen mit 3% am stärksten. Die Abflachung der Baukonjunktur äusserte sich in der Entwicklung der den Hypotheken zeitlich vorgelagerten Baukredite: Die bewilligten Baukredite lagen Ende Juni um 1,9% unter dem Vorjahreswert, während sich die Beanspruchung um 1% erhöhte. Die offenen Limiten, d.h. die Differenz zwischen

Tabelle 9: Bankbilanzen

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

	1990	1991	1992	1993	1994		1995		Stand (in Mrd. Fr.)
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	
Bilanzsumme	4,5	3,2	3,1	5,8	3,8	0,8	-2,9	0,4	1187,0
Netto-Finanzaktiva¹	-9,5	-0,1	16,4	13,1	7,5	3,5	-2,2	4,2	149,4
Flüssige Mittel	-3,2	-2,0	-2,6	0,7	-2,2	-6,2	-6,8	-0,5	10,5
Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.)	-10,4	-15,4	-8,2	-26,7	-26,6	-32,7	-35,3	-21,9	-21,9
Wechsel und Geldmarktpapiere	28,9	-13,1	16,5	2,1	17,2	12,5	-17,7	-12,8	34,8
Wertschriften	-5,0	13,8	5,8	43,1	8,0	0,9	4,7	11,2	126,0
Kredite	7,8	5,8	1,8	1,6	0,9	0,6	-0,9	1,2	719,9
Inländische Kredite	8,7	4,4	1,7	0,9	2,0	2,4	1,9	2,0	564,0
Debitoren	8,8	2,5	0,2	-2,8	-1,2	0,6	-0,5	0,6	242,4
Bewilligte Baukredite	-0,7	-5,6	-5,8	-12,4	-1,3	0,5	-1,8	-1,9	30,1
Beanspruchte Baukredite	18,6	4,6	-0,8	-13,5	-9,0	-4,3	-1,1	1,0	17,0
Hypotheken	8,2	5,1	3,5	1,8	3,2	3,9	3,7	3,0	298,4
Ausländische Kredite	4,5	15,1	2,3	3,8	-2,9	-5,4	-10,0	-1,3	155,9
Kundengelder	4,9	4,7	3,5	2,8	3,8	2,0	-1,2	0,5	692,7
Kreditoren auf Sicht	-8,4	-1,9	5,1	19,5	1,2	-4,9	-11,7	-4,4	94,7
Kreditoren auf Zeit	13,2	5,8	2,3	-8,4	6,8	6,8	0,9	1,0	288,2
Spar- und Depositenhefte	-4,8	5,5	7,4	21,5	9,6	4,8	2,5	4,3	230,4
Kassenobligationen	8,9	3,8	-2,0	-12,2	-14,3	-11,3	-4,9	-5,2	80,0
Obligationen und Pfandbriefe	9,7	5,3	1,1	-4,8	-6,0	2,7	4,2	7,9	59,5
Treuhandgelder	5,5	-0,3	0,6	-11,0	-6,1	-4,4	-7,4	-6,0	252,2

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

den Limiten und deren Beanspruchung, verengte sich um 6%.

Entsprechend dem verhaltenen Aktivgeschäft entwickelte sich die Passivseite der Bankbilanzen. Den Banken flossen zwischen Ende Juni 1994 und Ende Juni 1995 nur 0,5% zusätzliche Kundengelder zu. Die Kreditoren auf Sicht lagen um 4% unter ihrem Vorjahreswert, die auf Franken lautenden um 3% darüber. Die Kreditoren auf Zeit nahmen um 1% zu, die auf Franken lautenden Bestände gingen jedoch um 5% zurück. Per Ende Juni wiesen die Banken um 4% höhere Bestände an Spar-

und Depositenkonten aus als ein Jahr zuvor. Noch stärker wuchs die Obligationenschuld (8%). Dagegen sanken die Kassenobligationen weiter (-5%). Innerhalb dreier Jahre verringerte sich deren Anteil an der Bilanzsumme von 10% auf 7%.

Per Ende Juni wiesen die Banken um 6% weniger Treuhandgelder aus als Ende Juni des Vorjahres. Besonders markant war mit 13% der Rückgang der Treuhandguthaben von Inländern, während jene von Ausländern nur um 3% zurückgingen. Plaziert wurden die Treuhandgelder fast ausschliesslich im Ausland.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 15 septembre 1995*

A. Aperçu

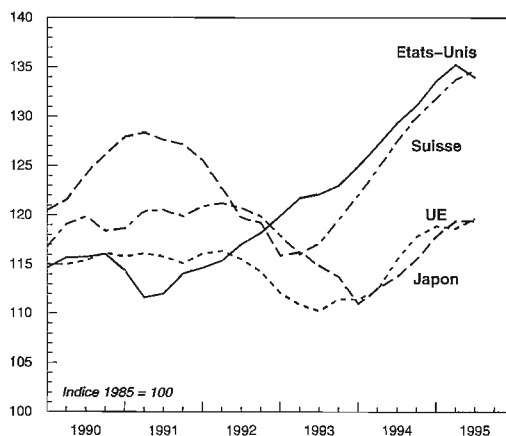
1. Etranger

Evolution de la conjoncture

Au deuxième trimestre de 1995, la conjoncture a perdu de son dynamisme dans les pays de l'OCDE. Le ralentissement a été particulièrement net aux Etats-Unis. Le produit intérieur brut réel de ce pays a en effet à peu près stagné, après avoir augmenté à un rythme sensiblement moins rapide au premier trimestre. Cette quasi-stagnation est due principalement à la reconstitution plus lente des stocks et à un nouveau recul de la construction de logements. La reprise économique a faibli en Allemagne également; la consommation privée est restée peu vigoureuse, alors qu'un fléchissement de la progression a été observé tant dans la construction que du côté des exportations. En France, le repli des investissements en biens d'équipement a freiné la reprise. En revanche, la conjoncture a continué à montrer de la vigueur au Royaume-Uni, bien que les premiers signes d'un ralentissement y aient été perceptibles. En Italie, la vive croissance économique s'est maintenue, grâce à la demande étrangère toujours forte. Quant à l'économie japonaise, elle a une fois encore stagné.

Le taux de chômage a légèrement augmenté aux Etats-Unis – du fait du tassement de la croissance économique – et au Japon, alors qu'il a quelque peu diminué au Royaume-Uni, en France et en Italie. En outre, une stagnation a été observée en Allemagne. En moyenne de l'Union européenne, le taux de chômage s'inscrivait à 10,9% en juin. Il

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et OFS

était ainsi inférieur d'un demi-point à son niveau de juin 1994.

Mesuré aux prix à la consommation, le taux annuel moyen de renchérissement des pays de l'OCDE (sans la Turquie) a passé de 3,2% en mars à 4,1% en juin. Le renchérissement s'est accéléré aux Etats-Unis et en Italie, mais est resté stable en Allemagne, en France et au Royaume-Uni. Au Japon, les prix à la consommation n'ont pas varié d'une année à l'autre.

Politique économique

Au cours des deuxième et troisième trimestres, la plupart des banques centrales ont légèrement assoupli leur politique. Au début de juillet, les autorités monétaires américaines ont abaissé d'un quart de point le taux des fonds fédéraux, taux qu'elles avaient porté à 6% en février. Elles ont ainsi tenu compte de la diminution du danger inflationniste dans le proche avenir. Vers la fin du mois d'août, la Banque fédérale d'Allemagne a ramené de 4% à 3,5% le taux de l'escompte et de 6% à 5,5% le taux lombard. Les banques centra-

* Le rapport a été approuvé le 31 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.

les belge, néerlandaise, autrichienne et danoise lui ont emboîté le pas. La Banque de France a réduit ses taux d'intervention en plusieurs étapes, le franc s'étant sensiblement raffermi sur les marchés des changes. En outre, la Banque du Japon a tenu compte de la mauvaise conjoncture et fait baisser le taux de l'argent au jour le jour; elle a également réduit son taux de l'escompte de 1,75% à 0,5% en deux étapes, l'une en avril et l'autre en septembre. En revanche, la Banque d'Italie a de nouveau relevé son taux de l'escompte pour lutter contre une recrudescence de l'inflation. Les autorités monétaires britanniques n'ont pas durci davantage leur politique.

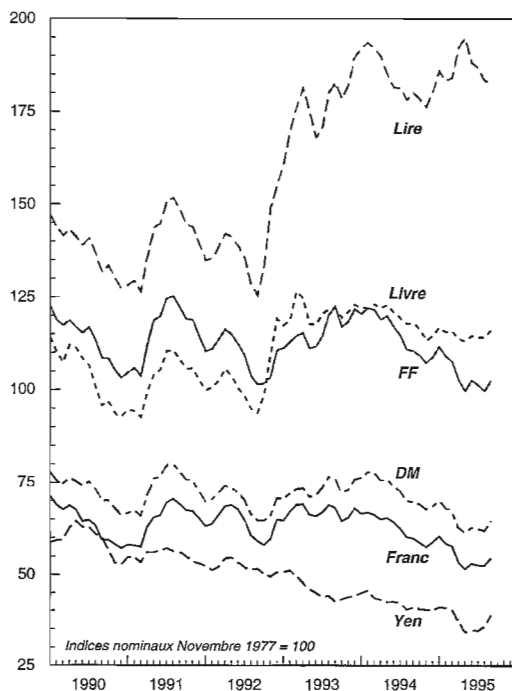
Aux Etats-Unis, les comptes de l'Etat fédéral pour l'exercice 1995 ont enregistré un déficit en nouveau repli. L'excédent de dépenses correspond à 2,3% du produit intérieur brut. L'amélioration s'explique principalement par des recettes fiscales plus abondantes grâce à la bonne conjoncture. Le Congrès a approuvé une résolution demandant que l'équilibre budgétaire soit atteint d'ici à 2002. En Italie, le Parlement a voté une réforme du système des retraites. Cette réforme allégera considérablement le budget de l'Etat.

Marchés des changes

L'affaiblissement du dollar des Etats-Unis a pris fin au deuxième trimestre. En outre, le Système monétaire européen (SME) a retrouvé une phase plus calme, et l'écart entre la plus forte et la plus faible des monnaies du mécanisme de change s'est réduit.

Au début du deuxième trimestre, le dollar a subi encore des pressions à la baisse à cause des perspectives économiques toujours incertaines aux Etats-Unis. Par moments, il est même tombé au-dessous de 80 yens, de 1,35 mark allemand et de 1,12 franc suisse. La monnaie américaine s'est sensiblement redressée à la mi-mai, mais la crainte d'une prochaine récession aux Etats-Unis a de nouveau inversé sa tendance. A fin mai, les banques centrales du Groupe des Dix sont intervenues pour soutenir le dollar. Mais celui-ci s'est maintenu jusqu'à fin juillet à de bas niveaux, soit à environ 85 yens, 1,39 mark et 1,16 franc. Au début du mois d'août, le dollar a amorcé un net raffermissement.

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



Par des interventions, les banques centrales des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne (les pays du G3) ainsi que de la Suisse et de la France ont appuyé ce redressement. A fin août, le dollar valait 97,5 yens, 1,47 mark et 1,21 franc; face à ces trois monnaies, il avait donc regagné respectivement 13%, 7% et 7% depuis le début du deuxième trimestre.

Au sein du mécanisme de change du SME, l'écart entre le florin hollandais – la monnaie la plus forte du mécanisme – et la livre irlandaise – la monnaie la plus faible – a diminué, passant de 8,8% en avril à 3,9% en août. Le franc français, qui avait succédé à la livre irlandaise en tant que monnaie la plus faible du mécanisme dans la seconde quinzaine de mai, s'est raffermi en juin. Les monnaies ibériques se sont elles aussi redressées. Face au mark allemand, le franc français et l'escudo portugais ont regagné près de 2% jusqu'à fin août, et la peseta espagnole, plus de 7%.

Les monnaies qui font partie du SME mais ne participent pas au mécanisme de change se sont

également revalorisées vis-à-vis du mark allemand. Après leur forte chute du début de l'année, la lire italienne et la couronne suédoise ont regagné, entre avril et août, respectivement 12% et 7,5% face au mark allemand. La livre sterling a suivi le dollar dans sa hausse, si bien qu'elle s'est affermie de 2,5% vis-à-vis du mark entre avril et fin août.

Après une vive hausse au début du deuxième trimestre, le yen a fortement fléchi. A fin août, il était inférieur de 5,5% à son niveau d'avril par rapport au mark; face au dollar, son repli a atteint près de 13%.

Intégration européenne

Le Conseil des ministres de l'économie et des finances de l'Union européenne (UE) a constaté que seuls trois Etats membres – le Luxembourg, l'Irlande et l'Allemagne – n'ont pas de déficits budgétaires excessifs. Il a adressé une mise en garde à l'Espagne, à la Grèce et au Portugal: leur accès aux possibilités offertes par le Fonds de cohésion pourrait être bloqué s'ils ne réduisent pas leurs déficits excessifs. Ce fonds sert au financement de projets ayant trait à l'environnement et aux réseaux de transports transeuropéens dans les pays membres les moins riches de l'UE.

La Commission européenne a publié, sous forme d'un «Livres vert», sa contribution au débat sur les modalités pratiques du passage à la monnaie unique. La Commission préconise un passage en trois étapes. La première, qui ne doit durer qu'un an, débutera au moment où le Conseil européen prendra la décision de réaliser l'Union monétaire. Elle verra notamment la création de la Banque centrale européenne. Au début de la deuxième étape, qui s'étendra sur trois ans au maximum, les relations de change entre les monnaies participant à l'Union monétaire seront fixées de manière irrévocable. Ainsi, une monnaie unique sera créée. La conduite de la politique monétaire passera dans les attributions du Système européen de banques centrales. La politique monétaire et la politique de change se feront dans la monnaie commune. Celle-ci sera utilisée également pour

les opérations sur les marchés interbancaires, monétaires et financiers. En outre, les titres émis par les Etats membres seront libellés dans la monnaie commune. Ces mesures visent à créer une masse critique d'opérations dans la monnaie commune, ce qui facilitera le passage à la troisième étape de l'Union monétaire. Au cours des quelques semaines que devrait durer cette ultime étape, les billets de banque et les pièces dans la monnaie commune prendront le relais des monnaies nationales.

Coopération monétaire internationale

Au sommet qu'ils ont tenu en juin, les pays du Groupe des Sept ont examiné la question d'un renforcement des institutions internationales. Après la crise financière qui a secoué récemment le Mexique, ils ont invité le Fonds monétaire international (FMI) à améliorer les mesures permettant d'éviter de telles crises. Le FMI a été appelé à surveiller plus rigoureusement la politique économique des Etats membres et l'évolution des marchés financiers. En outre, les Etats membres doivent veiller à publier à temps leurs grandes données économiques et financières. Le FMI a été prié également de mettre sur pied, pour faire face à des crises financières, un mécanisme de financement qui offre la possibilité d'accéder plus rapidement à ses ressources. Les Sept ont demandé que les pays participant aux Accords généraux d'emprunt (AGE) – le Groupe des Dix – et d'autres pays à forte capacité financière concluent, pour appuyer ce mécanisme, des arrangements de financement qui permettent de doubler les sommes actuellement consenties en vertu des AGE. Enfin, les pays du Groupe des Sept ont préconisé un réexamen des quotes-parts afin que le FMI dispose bien des ressources qui lui sont nécessaires dans les mécanismes ordinaires d'aides à la balance des paiements.

Dans le cadre du Club de Paris, les créanciers publics ont accepté, au début de juin, le rééchelonnement d'une part de la dette russe. Cet accord concerne 6,4 milliards de dollars échus pendant l'année en cours. Il porte à 28,4 milliards de dollars les rééchelonnements que les créanciers publics ont consentis à la Russie. Après avoir con-

sulté le FMI, les autorités russes ont fixé, au début de juillet, une marge de fluctuation pour le cours du rouble. Le gouvernement a introduit cette réglementation, qui doit rester en vigueur jusqu'à la fin de 1995, dans le but d'assurer un environnement économique stable.

En juillet, le Club de Paris a accordé un vaste rééchelonnement de dettes à la Macédoine, une des républiques de l'ex-Yougoslavie. L'accord porte sur des engagements venant à échéance entre juillet 1995 et juillet 1996 ainsi que sur des arriérés de paiement s'élevant à 300 millions de dollars. Au cours du même mois, l'Albanie a obtenu de ses banques créancières une importante remise de dettes, après trois ans de négociations. Ce pays pourra en effet ne rembourser que 20% sur 501 millions de dollars, soit sur un montant constitué de dettes dont le service n'est plus assuré depuis quatre ans et d'arriérés de paiement.

En juin, le FMI a conclu des accords de confirmation avec l'Arménie (43,9 millions de DTS), la Géorgie (72,2 millions de DTS) et le Kazakhstan (185,6 millions de DTS). Il a également autorisé le versement, à l'Arménie et à la Géorgie, de la deuxième tranche de crédits octroyés au titre de la facilité pour la transformation systémique (FTS).

2. Suisse

En Suisse, la croissance économique a marqué un nouveau ralentissement au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,4% par rapport à la période correspondante de 1994, contre 1,8% au premier trimestre. L'affaiblissement est dû surtout aux exportations et aux investissements en constructions. En outre, la consommation privée a continué à ne progresser que modestement. Les investissements en biens d'équipement ont en revanche enregistré une nouvelle et forte expansion. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie est resté au niveau du trimestre précédent, mais d'importants Indicateurs avancés – entrées de commandes et programmes de production notamment – se sont détériorés tant dans les bran-

ches axées sur le marché intérieur que dans celles qui sont à vocation exportatrice.

En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a encore fléchi au deuxième trimestre. Il a diminué de 0,8% en l'espace d'un an. Tous les secteurs – en particulier la construction et les services – ont été touchés par ce recul de l'emploi. Le nombre des chômeurs a continué à se replier jusqu'en juillet, mais à un rythme très faible. Le taux de chômage s'inscrivait à 4,1% en juillet, contre 4,3% en mars.

Le renchérissement s'est accéléré, passant de 1,4% au premier trimestre à 2% au deuxième. Sa hausse est due principalement aux loyers, alors que le passage à la TVA explique la poussée observée au premier trimestre.

Au deuxième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée s'établissait à près de 30,1 milliards de francs. Les billets en circulation ont légèrement augmenté, mais la demande d'avoirs en comptes de virements des banques a faibli. Par rapport au quatrième trimestre de 1994, l'expansion de la monnaie centrale a été nettement plus lente qu'au premier trimestre. Cette évolution est conforme à ce que la Banque nationale avait prévu (30,1 milliards de francs). Pour le troisième trimestre, la Banque nationale table de nouveau sur un volume moyen de monnaie centrale désaisonnalisée de 30,1 milliards de francs.

Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt ont continué à se replier entre avril et juillet; en août par contre, ils ont légèrement augmenté. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs s'inscrivait à 2,9% à la mi-août, contre 3,4% en avril. Au cours de la même période, le rendement moyen des obligations de la Confédération a fléchi de 4,8% à 4,5%. A la mi-juillet, la Banque nationale a ramené de 3% à 2,5% son taux de l'escompte. Ce taux avait été réduit pour la dernière fois à fin mars.

Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, est resté inchangé du premier au deuxième trimestre. En comparaison annuelle toutefois, il a enregistré une hausse de 8,6%, le franc s'étant fortement revalorisé vis-à-vis principalement du dollar, de la livre sterling et de la lire italienne.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

La croissance de l'économie américaine a fortement faibli au deuxième trimestre de 1995. Par rapport aux trois mois précédents, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,1% en taux annualisé, contre 2,7% au premier trimestre. Il dépassait ainsi de 3,3% son niveau du deuxième trimestre de 1994. Ce net coup de frein est dû principalement à un ralentissement de la reconstitution des stocks, dans l'industrie automobile surtout, et à la diminution des investissements en constructions. Pour la seconde fois consécutive, la construction de logements a fléchi considérablement; en comparaison annuelle, elle a reculé de 5,5%. Les autres composantes de la demande ont en revanche évolué favorablement. Malgré la baisse du revenu disponible, la première depuis un an et demi, et le nouveau repli des ventes d'automobiles, la consommation privée est restée vigoureuse. D'une année à l'autre, les investissements en biens d'équipement ont enregistré une hausse de 16,2%. Du fait de la faiblesse du dollar, les exportations ont progressé. Quant aux importations, elles ont également continué à augmenter sensiblement.

Au deuxième trimestre, la production de l'industrie manufacturière a fléchi de 1% par rapport au trimestre précédent, mais progressé de 3,5% en comparaison annuelle. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production est redescendu à 83,5%, après avoir atteint le niveau record de 85,5% au premier trimestre. Le nombre des personnes occupées s'est accru de 60 000 par mois, en moyenne, soit à un rythme nettement moins rapide qu'aux trimestres précédents. Le taux de chômage a augmenté légèrement, passant à 5,7%.

Malgré cet affaiblissement de la conjoncture, les perspectives restent globalement favorables pour le second semestre. En juin, l'indice composite des indicateurs avancés a enregistré sa première hausse depuis décembre 1994. Ce retournement de tendance est lié principalement à la vigueur des entrées de commandes de biens de consommation et, surtout, de biens d'équipe-

ment, aux ordres accrus en provenance de l'étranger ainsi qu'aux anticipations optimistes des consommateurs. Les demandes de permis de construire ont été elles aussi plus nombreuses, grâce notamment à la baisse des taux d'intérêt à long terme.

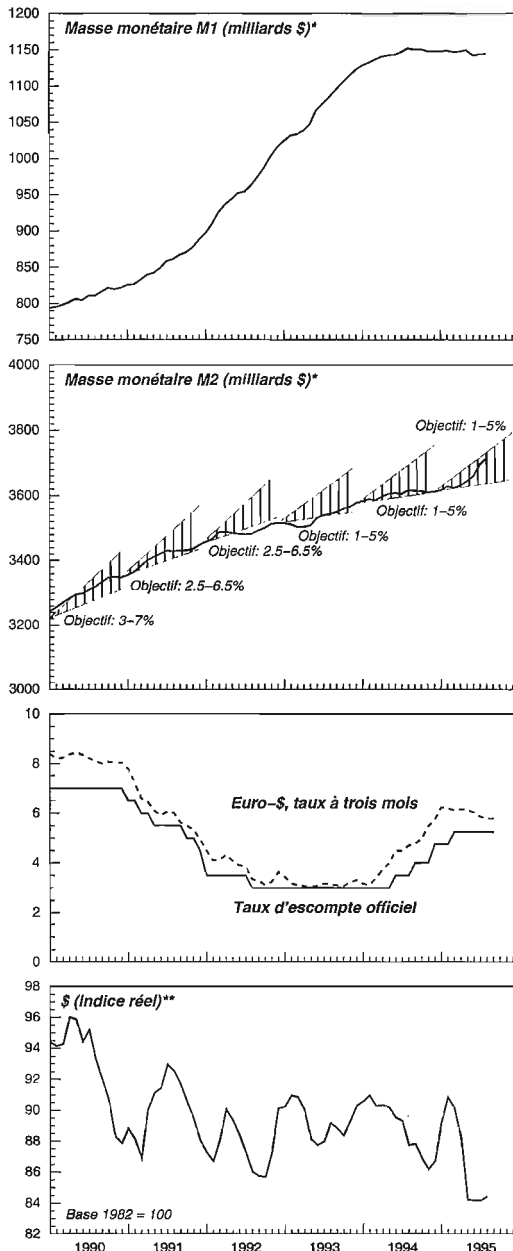
Le renchérissement s'est encore accéléré au deuxième trimestre. Les prix à la consommation dépassaient de 3,2% le niveau observé un an auparavant, contre 2,9% le trimestre précédent. L'inflation de base (abstraction faite des produits alimentaires et de l'énergie) est restée inchangée à 3%. Après le net ralentissement de la croissance économique, le danger inflationniste devrait toutefois être moins élevé, comme l'indique en particulier la hausse plus faible des prix à la production.

Pour l'exercice 1995, qui s'est achevé à fin septembre, le déficit des comptes de l'Etat fédéral a diminué à 161 milliards de dollars, soit à 2,3% du produit intérieur brut. Ce repli – le quatrième consécutif – s'explique par des compressions de dépenses et, surtout, par des rentrées fiscales plus abondantes grâce à la conjoncture favorable. Les deux Chambres du Congrès américain ont approuvé, le 30 juin 1995, une résolution demandant que l'équilibre du budget de l'Etat soit réalisé d'ici l'année 2002.

Le solde passif de la balance commerciale – y compris les services – a augmenté au deuxième trimestre pour atteindre le niveau record de 33,7 milliards de dollars. Un accord a été trouvé, à fin juin, dans le conflit commercial avec le Japon, conflit qui portait sur l'ouverture du marché nippon aux voitures et aux pièces de rechange américaines. Le Japon s'est engagé à déréglementer son marché, mais il n'a pas fixé d'objectifs chiffrés.

La Réserve fédérale a maintenu sa politique inchangée au deuxième trimestre. Après avoir relevé le taux des fonds fédéraux de 3% à 6%, entre février 1994 et février 1995, elle l'a ramené à 5,75%, le 6 juillet, le danger inflationniste ayant diminué. Sur le marché monétaire, les taux ont légèrement baissé entre février et juillet. Le rendement des emprunts émis à dix ans par l'Etat a fléchi de près d'un point pour s'inscrire à environ 6,5%.

Graphique 3: Etats-Unis



* Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Système de réserve fédérale)

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

Au deuxième trimestre, la croissance de la masse monétaire M_1 a encore diminué du fait de transferts de fonds vers des placements mieux rétribués, mais ne faisant pas partie de cet agrégat. Celle de M_2 s'est sensiblement accélérée, de sorte que cet agrégat a évolué à la limite supérieure du corridor de 1 à 5% choisi comme objectif. En taux annualisé, l'expansion de M_3 a atteint 5,5%. Etant donné que les financements passent de nouveau davantage par le système bancaire depuis quelque temps, la Réserve fédérale a relevé l'objectif de croissance de M_3 au début de juillet. De 0 à 4% jusque-là, il a été fixé entre 2 et 6%.

A fin août, deux grandes banques commerciales, la Chemical Banking Corporation et la Chase Manhattan Corporation, ont annoncé leur fusion. Compte tenu de la somme du bilan, cette fusion donne naissance au plus grand établissement bancaire américain.

Japon

Au Japon, la conjoncture ne se rétablit que très lentement. Au premier trimestre de 1995, le produit intérieur brut réel a stagné, tant par rapport au trimestre précédent qu'en comparaison annuelle. D'un trimestre à l'autre, la consommation privée n'a pas varié, et la consommation publique a quelque peu diminué. Les investissements – biens d'équipement et constructions – ont en revanche augmenté légèrement. Après avoir enregistré une forte expansion en 1994, les exportations sont restées, au premier trimestre, au niveau élevé des trois mois précédents. La croissance des importations a faibli du fait de la demande intérieure peu soutenue.

La situation ne s'est pas améliorée au deuxième trimestre. La production industrielle a stagné, après une hausse de 1,4% au premier trimestre. Dans l'industrie, les entrées de commandes ont diminué; les commandes de la clientèle japonaise ont progressé légèrement, mais celles qui proviennent de l'étranger se sont nettement réduites. Dans la construction, le nombre des commandes a chuté. Selon les enquêtes les plus récentes, les entreprises continuent à faire preuve de retenue dans leurs investissements, à cause des capaci-

tés de production toujours excédentaires et du cours élevé du yen, qui devrait se répercuter encore davantage, à l'avenir, sur les exportations.

Au deuxième trimestre, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont été aussi bas qu'au trimestre précédent. Les ventes de voitures ont considérablement diminué. Etant donné la progression toujours faible des salaires, la situation du commerce de détail ne devrait guère s'améliorer dans un proche avenir. Au Japon, les salaires dépendent fortement des bénéfices des entreprises; or ceux-ci s'inscrivent en fort recul.

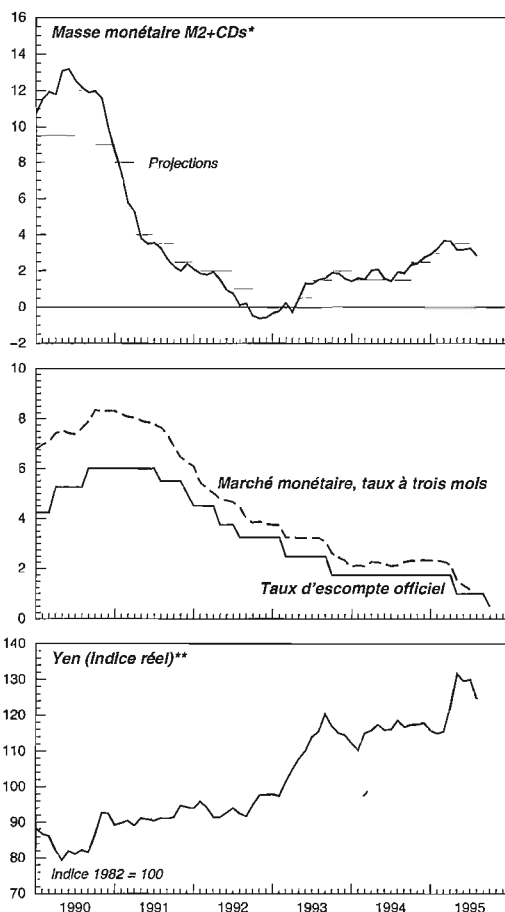
Les prix à la consommation sont restés stables au deuxième trimestre, après une hausse de 0,2% seulement au premier trimestre. Quant aux prix à la production, ils ont encore fléchi, poursuivant le mouvement de repli observé depuis plus de trois ans.

Le taux de chômage a passé de 2,9% au premier trimestre à 3,2% le trimestre suivant. Trois ans auparavant, le chômage était à son niveau le plus bas, soit à 2%. Le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi s'est maintenu à 0,6, contre 1,2 en 1992.

Au deuxième trimestre, les importations nippones ont augmenté plus fortement que les exportations. L'excédent de la balance commerciale a diminué quelque peu, passant de 3,4 billions à 3,3 billions de yens. Exprimé en dollars, il s'est toutefois légèrement accru du fait de la forte revalorisation de la monnaie japonaise. En outre, le solde actif de la balance courante a atteint encore 31,2 milliards de dollars, contre 28,8 milliards au premier trimestre. Les excédents courants marquent cependant une tendance à la baisse; ils ne contribuent plus que pour 1% environ au produit intérieur brut, contre 3% il y a deux ans.

Etant donné la stagnation de la conjoncture et la fermeté du yen, la banque centrale japonaise a assoupli sa politique au deuxième trimestre. A la mi-avril, elle a abaissé le taux de l'escompte de 1,75% à 1%. En juillet, elle a laissé le taux de l'argent au jour le jour descendre au-dessous de 1%, puis a ramené, en septembre, le taux de l'escompte de 1% à 0,5%. La rémunération des certificats de dépôts à trois mois a diminué de 1,5% en

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)

avril à 0,9% en juillet. Quant au rendement des obligations émises à dix ans par l'Etat, il a fléchi de 3,4% à 2,9%.

La masse monétaire M_2+CD dépassait de 3,2%, au deuxième trimestre, son niveau de la période correspondante de 1994. Sa croissance avait été de 3,5% au premier trimestre. La Banque du Japon avait prévu une progression de 3 à 4%. Elle a fixé à environ 3% sa projection pour la croissance de cet agrégat au troisième trimestre de 1995.

Le secteur financier japonais est toujours confronté aux répercussions de l'effondrement des marchés immobiliers et boursiers, qui a commencé au début des années quatre-vingt-dix. En août, une agence de notation et le FMI ont jugé mauvaise la situation des banques japonaises et la manière dont celles-ci font face aux problèmes. Plusieurs importants établissements opérant dans le crédit immobilier se sont trouvés en difficulté au troisième trimestre. Le public ayant commencé à retirer ses fonds, le gouvernement et la Banque du Japon sont intervenus pour soutenir des banques.

Allemagne

Au premier semestre de 1995, la conjoncture a légèrement faibli en Allemagne. Le produit intérieur brut réel de l'ensemble de l'Allemagne s'est accru de 2,6% en comparaison annuelle, contre 3% environ à la période précédente. Alors que les investissements en biens d'équipement ont enregistré une hausse vigoureuse, la croissance des exportations et celle des investissements en constructions se sont ralenties. La consommation privée a toutefois progressé un peu plus fortement qu'à la période précédente. Quant à la consommation publique, elle a continué à augmenter.

La production de l'industrie manufacturière s'est très fortement accrue au deuxième trimestre. Le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 85,4% en mars à 86,1% en juin. Au second semestre, la demande intérieure devrait encore augmenter, grâce principalement à la vigueur des investissements. Mais la fermeté du mark freinera de plus en plus les exportations. L'institut allemand de recherches conjoncturelles DIW table sur une hausse du produit intérieur brut réel de 1,5% en 1995, contre 2,4% l'année précédente.

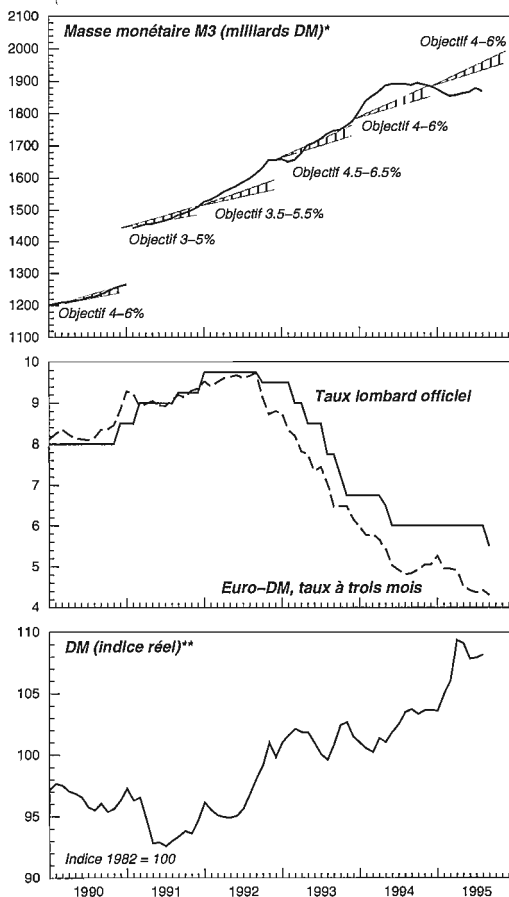
Sur le marché ouest-allemand du travail, l'emploi a cessé de reculer au deuxième trimestre, et le taux de chômage est resté inchangé à 9,2%. Le renchérissement s'est maintenu à 2,3%. Les prix à la production, quasi stables en 1994, ont toutefois augmenté de 2,6%.

L'affaiblissement de la conjoncture en Allemagne occidentale n'a eu que peu de répercussions sur

l'Allemagne orientale. La croissance de l'économie est-allemande est restée vigoureuse au premier semestre. Elle a été soutenue avant tout par les investissements, en particulier par la construction de logements. Selon les prévisions du DIW, le produit intérieur brut réel enregistrera en 1995 une progression probablement presque aussi forte qu'en 1994 (9,2%).

Outre la croissance économique, l'aide financière apportée en masse par les anciens Länder contribue de manière décisive à améliorer le niveau de

Graphique 5: Allemagne



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

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

vie de la population est-allemande. La Banque fédérale d'Allemagne estime que les transferts nets de l'Allemagne occidentale vers l'Allemagne orientale ont porté sur quelque 150 milliards de marks en 1995, contre 100 milliards en 1991. Une part prépondérante de ces transferts sert à amener les prestations sociales au niveau élevé que connaît l'Allemagne occidentale. Des sommes considérables sont aussi versées par le canal des divers programmes destinés à promouvoir les investissements; en outre, d'importants investissements ont été opérés, jusqu'à la fin de 1994, dans le cadre des activités de la Treuhandanstalt.

Dans les nouveaux Länder, le renchérissement – mesuré aux prix à la consommation – s'inscrivait à 2% au premier semestre de 1995; il était ainsi inférieur au niveau observé dans la partie occidentale du pays. Les prix à la production ont augmenté légèrement. Le taux de chômage n'a pas diminué de manière substantielle; il atteignait encore 14,6%. Le chômage masqué (mesures pour promouvoir l'emploi et programmes de formation) s'est quelque peu accru.

Les importations ayant reculé un peu plus fortement que les exportations, l'excédent de la balance commerciale de l'ensemble de l'Allemagne a augmenté de 1,1 milliard du quatrième trimestre de 1994 au premier trimestre de 1995 pour atteindre 21,9 milliards de marks. Le déficit de la balance des transactions courantes a fléchi, passant de 13 milliards à 3,5 milliards de marks, du fait principalement du fort recul du solde passif des transferts sans contrepartie. Ce recul s'explique par les montants très élevés que l'UE verse à l'Allemagne en début d'année.

La Banque fédérale d'Allemagne a maintenu inchangés ses taux directeurs au deuxième trimestre. A fin août, elle a abaissé de 4% à 3,5% son taux de l'escompte, taux qu'elle n'avait plus modifié depuis fin mars. En outre, le taux lombard a été ramené à 5,5%. Le taux appliqué aux prises en pension de titres a passé de 4,5% en juillet à 4,2% au début de septembre. Quant au rendement des obligations à long terme, il a diminué de 7,1% en mars à 6,5% en juillet.

Au deuxième trimestre, la masse monétaire M_3 était inférieure de 0,6%, en taux annualisé, à son

niveau du quatrième trimestre de 1994 (premier trimestre: -4,1%). Elle continuait donc à évoluer bien au-dessous de son corridor de croissance de 4 à 6%. Le numéraire en circulation et les dépôts à vue ont augmenté, mais les dépôts à terme ont reculé.

A compter du début du mois d'août, la Banque fédérale d'Allemagne a réduit de 5% à 2% le taux des réserves obligatoires sur les dépôts à vue et de 2% à 1,5% celui qui s'applique aux fonds d'épargne. Les prescriptions régissant les réserves minimales des banques commerciales avaient déjà été assouplies en mars 1993 et en mars 1994. En diminuant à trois reprises les réserves minimales, les autorités monétaires allemandes ont renforcé la compétitivité des banques sur le marché international.

France

Au premier trimestre de 1995, la croissance économique est restée vigoureuse en France. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,7% d'un trimestre à l'autre et de 3,9% par rapport à la période correspondante de 1994. Une fois encore, les principales impulsions ont découlé des investissements en biens d'équipement et des exportations. Par contre, la construction et la consommation – privée et publique – n'ont progressé que légèrement. Après une très forte hausse au dernier trimestre de 1994, les importations ont stagné à un niveau élevé.

La croissance a faibli au deuxième trimestre. Selon de premières données, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,4%. La production de l'industrie manufacturière a stagné, mais elle dépassait encore de 3,7% le niveau enregistré un an auparavant (premier trimestre: 6,7%). Selon les enquêtes les plus récentes, la production de biens de consommation et de produits alimentaires s'est accrue davantage que la moyenne. L'industrie automobile a constitué l'exception. Le recul observé dans cette branche est dû en partie au fait que les achats de voitures ne sont plus soutenus, depuis juin, par des primes de l'Etat. Ces primes avaient été introduites au milieu de 1994 pour stimuler la conjoncture. Dans l'ensemble, les entreprises ont jugé satisfaisants leurs car-

nets de commandes et leurs stocks. Il ressort des enquêtes que la propension à investir devrait encore augmenter. Cette hausse se concentre toutefois sur les grandes entreprises qui disposent de fonds propres en suffisance. La situation semble aussi s'améliorer dans le commerce de détail et de gros. Au deuxième trimestre, l'indice du climat de consommation a fortement augmenté.

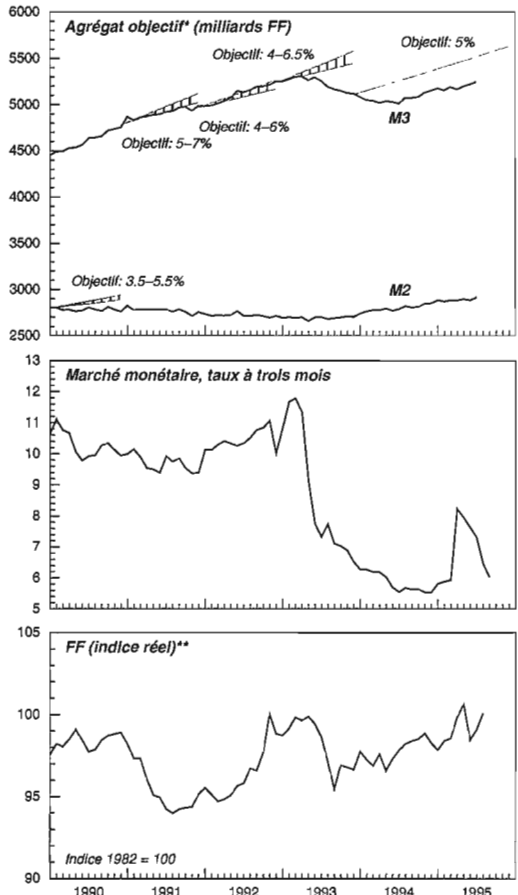
L'emploi s'est accru au deuxième trimestre également. De nouveaux emplois ont été créés principalement dans le secteur des services, mais le nombre des personnes occupées dans l'industrie a lui aussi progressé légèrement. Le taux de chômage a poursuivi son repli, passant de 11,9% en janvier à 11,5% en juin. Une diminution a été observée avant tout du côté du chômage des jeunes. Toutefois, la durée moyenne du chômage s'est encore allongée. En juillet, le gouvernement a pris des mesures en faveur de l'emploi. Il a abaissé les charges sociales sur les bas salaires et s'est engagé à verser des primes pour la création de nouveaux emplois.

Le renchérissement s'est stabilisé à 1,6% au deuxième trimestre. Du fait du relèvement de la TVA, il devrait augmenter au cours des prochains mois.

Au premier trimestre, la progression des exportations a été sensiblement plus forte que celle des importations; en comparaison annuelle, les exportations se sont accrues de 15%, et les importations, de 11,5%. L'excédent de la balance commerciale a atteint 30,3 milliards de francs français, contre 26,4 milliards de francs la période précédente. Le solde actif de la balance courante, qui s'inscrivait à 6,9 milliards au dernier trimestre de 1994, a augmenté à 47,6 milliards de francs français le trimestre suivant, ce qui correspond à 0,6% du produit intérieur brut.

En juillet, le Parlement a approuvé le collectif budgétaire du nouveau gouvernement. Ce collectif englobe les mesures susmentionnées pour réduire le chômage et prévoit également de stimuler davantage la construction de logements. Le financement des dépenses supplémentaires sera assuré par une hausse de l'impôt sur les sociétés et par le relèvement de la TVA de 18,6% à 20,6%; ces deux mesures sont entrées en vigueur au dé-

Graphique 6: France



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

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

but du mois d'août. En outre, des coupes ont été opérées dans les dépenses. Dans l'ensemble, le déficit budgétaire de 275 milliards de francs français correspond à ce qui avait été initialement prévu. Toutefois, comme 47 milliards de francs français de recettes provenant de la privatisation d'entreprises publiques serviront à réduire la dette de l'Etat et non à combler le déficit, le solde passif du nouveau collectif budgétaire atteint 322 milliards de francs français. Le gouvernement s'est en outre fixé comme objectif de ramener le déficit public global à 3% du produit intérieur brut

d'ici 1997. Actuellement, ce déficit représente 5% du produit intérieur brut.

Après avoir sensiblement augmenté ses taux directeurs au premier trimestre, la Banque de France a prudemment assoupli sa politique. Elle a abaissé à plusieurs reprises le taux des prises en pension, le ramenant de 8% en mars à 6,15% à fin août. Entre mars et juillet, le taux interbancaire à trois mois a été réduit de 8,1% à 6,5%, et le rendement des emprunts émis à long terme par l'Etat a fléchi de 8% à 7,3%.

Au deuxième trimestre, la croissance de la masse monétaire M_3 s'est accélérée. En taux annualisé, M_3 dépassait de 2,7% son niveau du quatrième trimestre de 1994. Mais cet agrégat évoluait toujours au-dessous de son sentier de croissance à moyen terme de 5%. L'endettement intérieur total, que la Banque de France utilise aussi comme indicateur monétaire, a augmenté par rapport au premier trimestre.

Royaume-Uni

Au premier trimestre de 1995, la phase d'expansion est restée forte au Royaume-Uni. Le produit intérieur brut réel s'est encore accru de 0,7% par rapport au trimestre précédent. Les exportations et les investissements en constructions ont une nouvelle fois augmenté vigoureusement. Par contre, après avoir progressé au dernier trimestre de 1994, les investissements en biens d'équipement et la consommation privée ont reculé légèrement, alors que la consommation publique a stagné.

L'essor économique s'est poursuivi au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a enregistré une hausse de 0,6%, soit un rythme presque aussi marqué qu'à la période précédente. La production de l'industrie manufacturière est restée au niveau élevé du premier trimestre. La consommation s'est raffermie: les chiffres d'affaires du commerce de détail ont progressé plus rapidement qu'au premier trimestre, et le nombre des voitures nouvellement immatriculées a augmenté encore, après une baisse sensible au cours de la seconde moitié de 1994.

D'après les dernières enquêtes de la «Confederation of British Industries» (CBI), la conjoncture de-

vrait faiblir, dans l'ensemble, au second semestre. La demande étrangère, toujours très soutenue, compensera vraisemblablement la demande intérieure maussade. Les instituts indépendants de prévisions ont tablé, dans leurs estimations de juillet, sur un taux de croissance du produit intérieur brut réel de 3% en 1995, contre environ 4% en 1994.

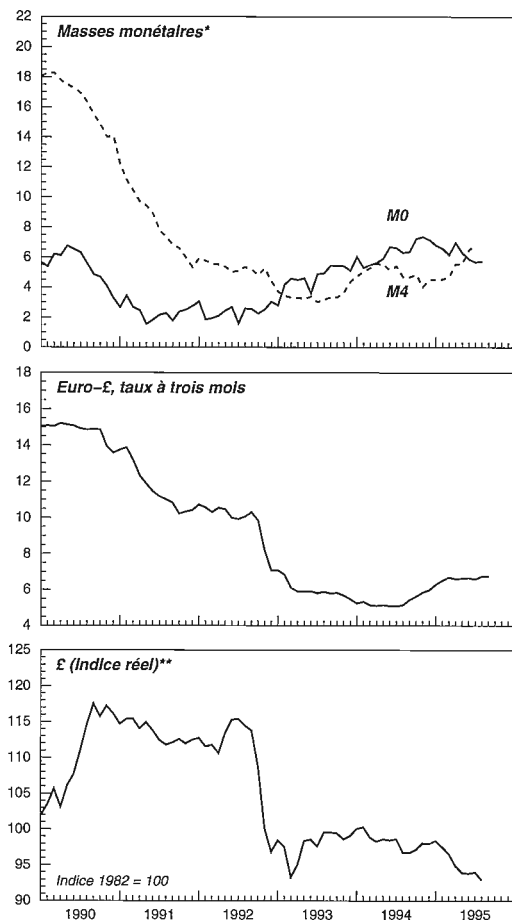
Le chômage a continué à fléchir au deuxième trimestre; il s'inscrivait à 8,3%, soit 1,3 point au-dessous du niveau de la période correspondante de l'année précédente. Le renchérissement est resté inchangé à 3,4%, contre 2,6% un an auparavant. Calculée sans les taux hypothécaires, l'inflation de base s'est maintenue à 2,7%, donc à un niveau aussi élevé qu'à la période précédente. Quant à la hausse des prix à la production, elle s'est accélérée.

Du fait de la croissance vigoureuse des exportations, le solde passif de la balance commerciale a diminué de 3 milliards de livres au quatrième trimestre de 1994 à 2 milliards au premier trimestre de 1995. Après une forte réduction en 1994, le déficit de la balance courante s'est établi à 0,4 milliard de livres au premier trimestre.

Les autorités monétaires britanniques, qui avaient resserré les rênes monétaires à plusieurs reprises entre septembre 1994 et février 1995, n'ont pas modifié les taux directeurs au deuxième trimestre. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois s'est encore accru, passant de 6,7% en mars à 6,9% en juin. Par contre, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a fléchi de 8,5% à 8,2% durant la même période.

Dans le rapport qu'elle a publié en août sur l'inflation, la Banque d'Angleterre n'a pas modifié ses prévisions concernant l'évolution du renchérissement, alors qu'elle les avait révisées à la hausse dans sa publication précédente. L'inflation de base devrait augmenter à près de 4% jusqu'au début de 1996, avant de se replier de nouveau. Le gouvernement n'atteindra donc probablement pas l'objectif qu'il a fixé, en juin, en matière d'inflation. Il est aussi prévu que l'inflation de base ne dépasse pas 2,5% d'ici la fin de la présente législature, soit au plus tard au milieu de 1997. Dans son rapport, la Banque d'Angleterre laisse enten-

Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

dre qu'il est nécessaire de relever une nouvelle fois les taux directeurs pour prévenir des tendances à la surchauffe de l'économie. A la fin d'août, elle n'avait toutefois pas encore réussi à convaincre le Trésor de prendre une telle mesure.

La croissance de la masse monétaire M_0 a encore faibli pour s'établir à 5,9% au deuxième trimestre. Mais cet agrégat évoluait toujours sensiblement au-dessus de la fourchette de 0 à 4% qui est visée à moyen terme. L'agrégat M_4 , qui répond à une définition plus large et englobe les dépôts dans

les banques et les caisses d'épargne-logement, a progressé de 6,1%, soit à un rythme plus élevé qu'au premier trimestre. Pour M_4 , l'objectif de croissance à moyen terme est fixé entre 3 et 9%.

Italie

L'économie italienne a continué à croître vigoureusement au premier trimestre de 1995. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,5% par rapport à la période précédente et de 4% en comparaison annuelle. Les exportations, qui se sont accrues de 7,6% d'un trimestre à l'autre, ont été le principal soutien de la conjoncture. Peu d'impulsions sont venues de la demande intérieure. La consommation privée et les investissements ont progressé légèrement, mais la consommation publique a reculé. Le manque de vigueur de la demande intérieure et l'affaiblissement de la lire ont fortement ralenti le rythme des importations; en comparaison annuelle, celles-ci ont néanmoins enregistré encore une expansion de près de 12%.

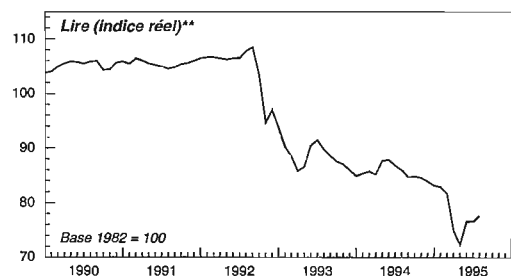
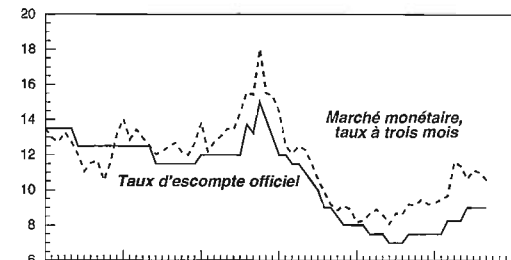
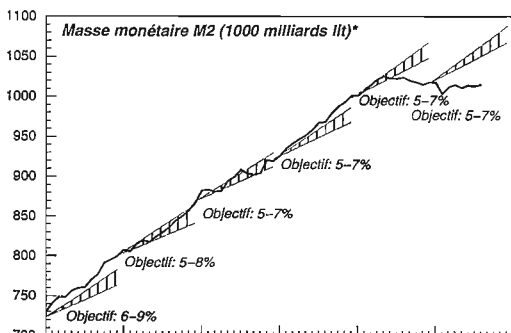
La production industrielle a poursuivi sa forte croissance au deuxième trimestre. Elle dépassait de 5,9% son niveau de la période correspondante de 1994. La production de biens d'équipement a progressé davantage que la moyenne. Une amélioration a été observée également du côté des biens de consommation. Selon les enquêtes effectuées dans les entreprises, la demande étrangère est restée ferme; la production et les entrées de commandes devraient se stabiliser à un niveau élevé au cours des mois d'été. Les entreprises envisageant de majorer leurs prix ces prochains mois étaient aussi nombreuses qu'au premier trimestre. L'indice du climat de consommation s'est redressé; il s'était fortement dégradé en mars dans le sillage des turbulences monétaires.

Les premiers signes d'amélioration sont apparus sur le marché du travail. Entre février et avril, le nombre des personnes travaillant dans les entreprises industrielles comptant plus de 500 employés a progressé pour la première fois depuis longtemps. Globalement toutefois, l'emploi a encore faibli, mais moins fortement que pendant les trimestres précédents. Le taux de chômage s'est légèrement replié, passant à 11,9% au deuxième trimestre. En outre, les heures de travail perdues

pour cause de chômage partiel ont sensiblement diminué par rapport au deuxième trimestre de 1994.

Le renchérissement s'est nettement accéléré. Son taux annuel atteignait 5,8% en juin, contre

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)

3,8% en janvier. Au deuxième trimestre, les prix à la production dépassaient de 8,6% le niveau observé un an auparavant. Cette poussée de renchérissement est due au relèvement de la TVA, en

mars, mais aussi à la dévaluation massive de la lire et à l'augmentation des prix des matières premières. Les salaires ont continué à progresser beaucoup plus modérément que les prix à la consommation.

Entre le premier trimestre de 1994 et la période correspondante de 1995, les exportations se sont accrues de 21% en valeur, et les importations, de 23%. L'excédent de la balance commerciale a diminué, passant de 8,5 milliards de liras au premier trimestre de 1994 à 5,9 milliards un an après. Le solde actif de la balance courante a lui aussi fléchi. Il s'est inscrit à 4,2 milliards de liras, soit à 0,3% du produit intérieur brut, contre 7,7 milliards un an auparavant.

En août, le Parlement italien a voté la réforme du système public des retraites, système qui était fortement déficitaire. Cette réforme prévoit de changer le mode de calcul des rentes et de relever par étapes l'âge de la retraite. Aux termes de l'ancienne réglementation, un salarié pouvait recevoir une pension après 35 années d'activité déjà. A l'issue d'une période transitoire, ce genre de retraites sera supprimé. Le gouvernement a estimé que la réforme permettra d'économiser 15 milliards de liras au total sur le budget de l'Etat pendant les trois prochaines années.

En vue d'enrayer le regain d'inflation, la Banque d'Italie a relevé ses taux directeurs à fin mai, pour la deuxième fois de l'année. Elle a porté le taux de l'escompte de 8,25% à 9% et le taux lombard de 9,75% à 10,5%. Entre avril et juin, la rémunération des dépôts à trois mois sur l'euro-marché a légèrement augmenté pour atteindre 10,7% en juin. En revanche, le rendement des emprunts émis à long terme par l'Etat a reculé de 0,8 point pour s'établir à 12,1%.

La politique plus restrictive de la Banque d'Italie a influé sur les agrégats monétaires. Au deuxième trimestre, la masse monétaire M_2 a reculé de 1%, en taux annualisés, par rapport au quatrième trimestre de 1994. Elle évoluait ainsi sensiblement au-dessous de son corridor de croissance de 5 à 7%. Pour 1995, l'institut d'émission italien s'est fixé comme objectif un taux d'inflation de 4,5%. Ce taux est corrigé des effets de la majoration de la TVA.

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

a) Chiffres provisoires

b) Anciens Länder

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

	1991	1992	1993	1994	1995		1995			
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	avril	mai	juin	juillet
					Etats-Unis	4,2	3,0	3,0	2,6	2,9
Japon	3,3	1,7	1,3	0,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1
Allemagne ^{a)}	3,5	4,0	4,1	3,0	2,3	2,3	2,3	2,2	2,4	2,3
France	3,1	2,4	2,1	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5
Royaume-Uni	5,9	3,7	1,6	2,5	3,4	3,4	3,3	3,4	3,5	3,5
Italie	6,5	5,3	4,2	3,9	5,5	5,5	5,2	5,5	5,8	5,6
Suisse	5,9	4,0	3,3	0,9	1,9	1,9	1,6	2,0	2,1	2,0

a) Anciens Länder

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

	1991	1992	1993	1994 a)	1995 a)		1995 a)			
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	avril	mai	juin	juillet
					Etats-Unis ^{b)}	6,8	7,4	6,8	6,1	5,5
Japon	2,1	2,2	2,5	2,9	2,9	3,2	3,2	3,1	3,2	3,3
Allemagne ^{c)}	6,3	6,7	8,3	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
France ^{f)}	9,5	10,4	11,7	12,3	11,8	11,6	11,6	11,6	11,5	11,4
Royaume-Uni ^{d)}	8,1	9,9	10,3	9,3	8,5	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Italie	8,6	8,9	10,3	11,3	12,1	11,9	11,9			
Suisse ^{e)}	1,1	2,6	4,5	4,7	4,3	4,2	4,3	4,2	4,2	4,1

a) Chiffres provisoires

b) Depuis janvier 1994, nouvelle méthode d'enquête

c) Anciens Länder, en % des salariés

d) Sans

les jeunes sortant de l'école e) 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. f) Depuis 1994, nouvelle méthode d'enquête

1.4 Balance des transactions courantes

(solde en milliards de dollars, données cvs)

	1991	1992	1993 ^{d)}	1994 a) d)	1994 a) d)		1995 a) d)			
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
					Etats-Unis	-8,3	-67,9	-103,9	-155,7	-32,3
Japon	72,3	117,8	132,1	129,4	35,0	33,4	29,6	31,2	28,8	31,2
Allemagne ^{b)}	-19,4	-20,9	-16,9	-21,7	-2,8	-2,6	-7,9	-8,4	-2,4	
France	-6,7	3,9	9,2	9,3	4,0	1,1	1,5	2,7	9,2	
Royaume-Uni ^{c)}	-14,5	-16,4	-16,5	-2,5	-1,5	-0,9	0,7	-0,8	-0,6	
Italie ^{e)}	-23,9	-27,9	11,0	15,7	2,1	3,8	5,0	4,8	2,6	7,4
Suisse ^{c)}	10,6	15,1	19,4	18,3	6,1	3,6	3,8	4,8	5,7	4,7

a) Chiffres provisoires

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

c) Variations saisonnières non déduites

d) 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.

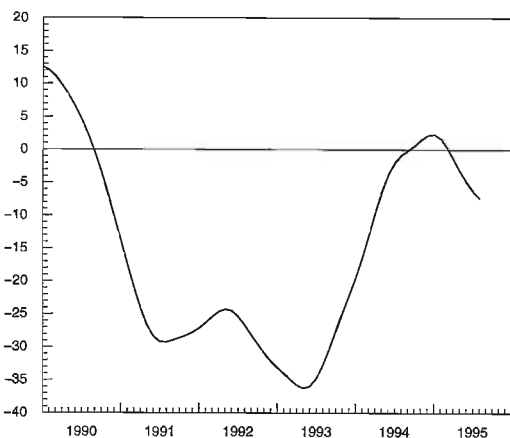
C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

En Suisse, la croissance économique a encore perdu de son dynamisme au deuxième trimestre de 1995. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,4% en l'espace d'une année (premier trimestre: 1,8%). D'un trimestre à l'autre, les exportations ont stagné, et les investissements en constructions ont nettement fléchi. La consommation privée s'est quelque peu redressée, grâce notamment à la fête de Pâques qui est venue cette année au deuxième trimestre. Les investissements en biens d'équipement ont constitué la seule composante importante de la demande à continuer à croître en raison notamment du bas niveau des prix à l'importation. Leur expansion, toujours soutenue, a influé toutefois modestement sur le produit intérieur brut réel, étant donné qu'une très grande part des biens d'équipement a été importée.

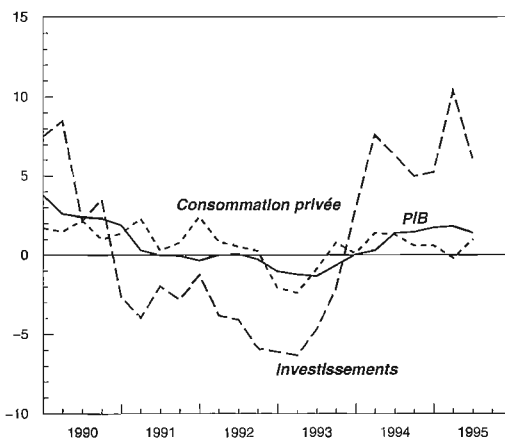
Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie*



* 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

Graphique 10: Produit intérieur brut réel*



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

Le tassement de la conjoncture s'est également reflété dans l'indice de la marche des affaires dans l'industrie, un indicateur composite établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. Les entreprises industrielles axées essentiellement sur le marché intérieur ont enregistré une nouvelle détérioration de leur activité. Les entrées de commandes ont stagné au niveau du deuxième trimestre de 1994, et les carnets de commandes ont été jugés, dans une plus forte mesure que précédemment, trop peu garnis. Cela traduit en partie la perte de compétitivité des fournisseurs suisses, perte qui est due à l'évolution des cours de change. Du fait de la revalorisation persistante du franc, l'activité des entreprises à vocation exportatrice a faibli nettement. Les entrées de commandes notamment ont marqué un ralentissement sensible. La production de l'ensemble des entreprises a augmenté légèrement d'un trimestre à l'autre, les stocks de produits finis restant de leur côté quasiment inchangés. Le taux d'utilisation des capacités techniques est resté approximativement à son niveau du trimestre précédent, soit à 85,2%. En moyenne, il est de 84,4% sur une longue période.

Selon les résultats de l'enquête sur la conjoncture du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entrepreneurs s'attendent à une stagnation des entrées de commandes pour les prochains mois. Ceux qui exportent une grande part

de leur production n'escomptent qu'une faible croissance des commandes, alors qu'ils tablaient encore, au premier trimestre, sur une forte hausse de celles-ci. L'indice composite avancé des programmes de production – il est dressé par le centre susmentionné – a fléchi d'un trimestre à l'autre. Cet indicateur mesure le volume de production qui est prévu pour les mois à venir ainsi que les achats envisagés de matières premières et de produits semi-finis.

Le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture (Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ) n'a cessé de progresser au deuxième trimestre. Les principales impulsions sont venues du secteur monétaire. Tant la masse monétaire M_1 , en termes réels, que l'indice des actions ont évolué favorablement. En revanche, les carnets de commandes ont stagné dans l'industrie des machines; l'indicateur avancé de la construction n'a lui non plus pas varié.

Consommation

En l'espace d'une année, les dépenses réelles de consommation n'ont augmenté que de 1% (premier trimestre: -0,2%) en données corrigées des variations saisonnières et des événements aléatoires.

Le chiffre d'affaires du commerce de détail a légèrement augmenté en termes réels, par jour ouvrable, et après correction des variations saisonnières. En comparaison annuelle, il a progressé toutefois, après un repli au premier trimestre. La hausse est imputable en partie aux achats de Pâques, une fête qui est tombée cette année au deuxième trimestre. D'Importants indicateurs de la consommation privée font toujours apparaître une demande peu dynamique. La croissance des importations de biens de consommation a une nouvelle fois faibli d'un trimestre à l'autre. Dans l'habillement, les importations ont diminué dans le même laps de temps. Cette évolution est vraisemblablement due à des achats accrus à l'étranger de la part des ménages. Pour ce qui est des biens durables, les ventes de voitures neuves ont stagné au niveau du deuxième trimestre de 1994. La situation est restée peu satisfaisante dans le tourisme. Le nombre des nuitées de la

clientèle suisse s'est de nouveau inscrit nettement au-dessous du chiffre du trimestre correspondant de 1994.

Après une légère amélioration en mai, le climat de consommation s'est dégradé en juillet. Les consommateurs ont estimé que leur situation financière était restée inchangée, mais porté des jugements nettement plus pessimistes sur l'évolution économique récente. En outre, l'emploi leur a paru moins sûr qu'au trimestre précédent.

Investissements

Au deuxième trimestre, l'expansion des investissements a faibli en termes réels. En comparaison annuelle, ils ont progressé de 6,1%, contre 10,4% au premier trimestre. Leur deux composantes – biens d'équipement et constructions – ont évolué une nouvelle fois très inégalement. Alors que les investissements en constructions ont subi les effets de l'affaiblissement dans la construction, les biens d'équipement ont continué à croître.

D'un trimestre à l'autre, les investissements en constructions ont diminué. Leur niveau était également inférieur à celui du deuxième trimestre de 1994. Les livraisons de ciment ont fléchi de 5,1% en l'espace d'une année. Les limites ouvertes dans le secteur privé de la construction ont elles aussi accusé une baisse. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, les entrées de commandes recensées au premier semestre dans le secteur principal de la construction n'étaient que légèrement supérieures au chiffre de la période correspondante de l'année précédente. Elles ont diminué sensiblement dans la construction de logements, mais progressé dans la construction d'immeubles destinés à l'industrie, au commerce et aux services et, surtout, dans le génie civil. En comparaison annuelle, les réserves de travail ont stagné, les carnets de commandes ayant reculé dans la construction de logements et augmenté dans le génie civil. Elles sont restées stables dans la construction d'immeubles industriels et artisanaux.

A l'inverse des investissements en constructions, les investissements en biens d'équipement ont continué à progresser en données corrigées des

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

	1991	1992	1993	1994	1994				1995	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	-2,9	-10,3	-4,1	13,4	10,2	13,0	18,4	11,9	29,7	17,7
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes ¹	7,6	19,7	-4,1	11,3	16,9	9,1	3,5	15,5	-30,4	-18,7
Logements construits dans 96 villes ¹	1,3	-3,6	-4,1	24,5	37,7	-2,4	27,5	35,3	-4,1	22,3
Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux										
Total	-4,0	-12,0	-4,0	-4,0	1,0	1,0	-0,2	-5,8	2,2	0,4
Secteur privé	-10,0	-18,0	1,0	7,5	5,0	7,0	1,0	-5,5	0,2	-6,0
Secteur public	4,0	-6,0	-9,0	-4,0	-4,0	-4,0	-1,6	-6,2	4,6	7,0
Renchérissement dans la construction ²	6,7	4,9	3,8	1,8	1,6	1,4	1,3	2,7	2,8	2,7

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

² Indice pondéré des coûts de production de la SSE

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

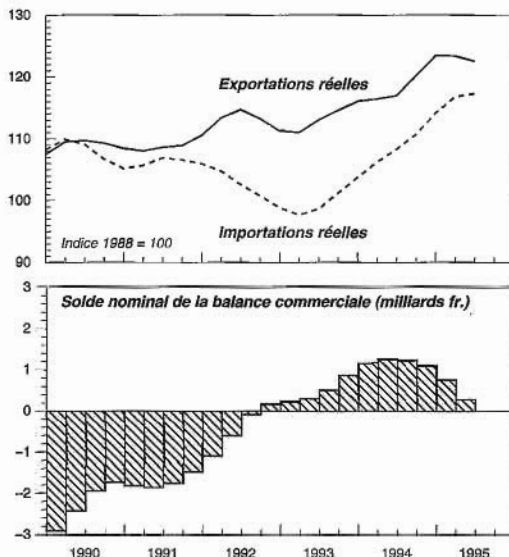
variations saisonnières. Par rapport au deuxième trimestre de 1994, ils ont augmenté de 18,3% (premier trimestre: 25,2%). Des taux d'intérêt bas en termes réels et des prix à l'importation à la baisse pour les biens d'équipement ont favorisé ces investissements. Ainsi, les importations de biens d'équipement se sont accrues de 17,7%. Selon l'enquête annuelle que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ effectue sur les investissements, la propension à investir repose essentiellement sur des mesures de rationalisation, des achats de remplacement et des besoins de rattrapage qui n'ont pas encore été entièrement satisfaits depuis la dernière récession.

Commerce extérieur et balance courante

Au deuxième trimestre, les exportations de biens ont stagné en volume et en données corrigées des variations saisonnières. A cause d'un effet de base, la faiblesse qui persiste depuis le début de l'année dans le domaine des exportations ne se reflète pas encore dans le taux de variation annuel. Les exportations ont progressé en effet de 6,6% en volume, contre 4,6% au premier trimestre. Les livraisons de biens de consommation ont contribué largement à cette hausse, car ces biens ont enregistré, pour la première fois depuis le quatrième trimestre de 1994, une croissance supérieure à la moyenne (7,5%). Les exportations

de biens d'équipement se sont accrues de 9,1%, et les ventes à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis, de 2,8%.

En comparaison annuelle, les exportations de nombreuses branches ont encore gagné en dyna-

Graphique 11: Commerce extérieur*

* Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

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

	1991	1992	1993	1994	1994				1995	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Exportations, volume	-1,4	4,3	0,6	4,9	5,8	1,4	5,2	7,5	4,6	6,6
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	-1,2	2,8	-1,7	9,4	9,8	8,4	8,5	10,5	3,5	2,8
biens d'équipement	-4,0	0,0	-2,2	5,7	6,5	2,3	5,4	9,3	8,2	9,1
biens de consommation	1,4	10,6	5,6	0,6	1,7	-5,0	2,3	3,5	2,4	7,5
Valeurs moyennes										
à l'exportation	2,8	0,7	0,0	-0,7	0,2	-0,7	-1,0	-1,6	-3,2	-2,1
Importations, volume	-1,4	-4,3	-1,2	9,4	9,4	9,6	9,6	9,4	11,1	7,4
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	-5,2	-1,4	-1,3	10,9	10,5	8,1	11,3	14,1	7,7	8,8
biens d'équipement	-2,9	-10,3	-4,1	13,6	10,2	13,0	18,4	11,9	29,7	17,7
biens de consommation	2,7	-2,9	1,5	6,4	9,5	8,3	3,8	5,1	4,0	0,4
Valeurs moyennes										
à l'importation	0,1	2,2	-2,2	-4,8	-6,5	-5,4	-4,8	-2,6	-1,8	-3,1

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

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

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

	1992	1993 ^{a)}	1994 ^{a)}	1994 ^{b)}				1995 ^{c)}	
				1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Recettes									
Exportations de biens	95,4	96,8	99,4	24,9	24,4	23,4	26,7	24,7	24,9
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	92,1	93,3	95,9	24,0	23,5	22,5	25,8	23,7	24,0
<i>Autres exportations de biens³</i>	1,8	1,8	1,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Exportations de services	29,6	31,7	31,2	8,6	7,4	8,9	6,2	7,9	7,5
Revenus du travail et des capitaux	36,9	37,0	36,9	8,8	9,0	9,3	9,8	9,6	9,5
Transferts courants	3,6	3,7	3,5	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9
Total des recettes	165,5	169,2	171,0	43,2	41,7	42,5	43,6	43,0	42,9
Dépenses									
Importations de biens	96,8	94,4	97,2	23,6	24,4	23,5	25,7	24,9	25,2
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	92,3	89,8	92,6	22,4	23,3	22,4	24,5	23,7	24,0
<i>Autres importations de biens³</i>	3,4	3,3	3,5	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9
Importations de services	14,5	14,8	15,2	2,6	4,0	5,6	3,7	2,5	3,8
Revenus du travail et des capitaux	25,2	23,5	25,2	6,2	6,2	6,4	6,5	6,7	6,6
Transferts courants	7,7	7,9	8,3	2,0	2,1	2,1	2,1	1,9	1,9
Total des dépenses	144,3	140,5	145,8	34,4	36,6	37,5	37,3	36,0	37,5
Soldes									
Biens	-1,4	2,4	2,2	1,3	0,0	-0,1	1,0	-0,3	-0,2
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	-0,2	3,5	3,2	1,6	0,2	0,1	1,3	0,1	0,0
<i>Autres importations de biens³</i>	-1,6	-1,5	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Services	15,1	16,9	16,0	6,0	3,4	3,4	3,2	5,3	3,7
Revenus du travail et des capitaux	11,7	13,5	11,7	2,6	2,8	3,0	3,3	2,9	2,9
Transferts courants	-4,2	-4,2	-4,8	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0
Solde des transactions courantes	21,2	28,7	25,1	8,8	5,1	5,0	6,3	7,0	5,4

a) Chiffres révisés

b) Chiffres provisoires

c) Selon de premières estimations

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.

³ Y compris l'énergie électrique

misme. Les fournitures à l'étranger de l'industrie chimique notamment ont enregistré un taux d'expansion à deux chiffres (11,2%), rythme qui s'explique avant tout par les ventes élevées de produits pharmaceutiques. Si les exportations dans les domaines des machines, de l'électronique, de la métallurgie, du papier et des arts graphiques ainsi que des matières plastiques ont de nouveau marqué une nette hausse, celles de l'horlogerie n'ont été que légèrement supérieures au niveau du deuxième trimestre de 1994. Les livraisons à l'étranger de l'industrie textile ont diminué, après avoir stagné au premier trimestre.

Le taux annuel d'expansion que les exportations vers l'UE ont enregistré en valeur s'est stabilisé, puisqu'il s'inscrivait à 3,8%, contre 3,5% au premier trimestre. Les ventes à l'Allemagne ont augmenté moins fortement, alors que celles à la Belgique (y compris le Luxembourg) et à l'Autriche ont fléchi notablement. En revanche, les exportations vers la France (9,6%) et vers l'Espagne (13,1%) se sont accrues dans une mesure supérieure à la moyenne. Les livraisons aux Etats-Unis sont restées au niveau du deuxième trimestre de 1994, celles au Japon augmentant fortement par ailleurs. De leur côté, les ventes aux pays en développement ont progressé légèrement; elles avaient diminué aux deux trimestres précédents.

En données corrigées des variations saisonnières, les importations ont diminué un peu en volume au deuxième trimestre, alors qu'elles avaient haussé sensiblement au premier trimestre. Elles ont augmenté de 7,4% en l'espace d'une année. La plus forte hausse, soit 17,7%, a été de nouveau enregistrée par les importations de biens d'équipement. Les achats à l'étranger de machines pour la production et de machines de bureau ainsi que de véhicules utilitaires ont été particulièrement soutenus. Les importations de matières premières et de produits semi-finis ont progressé plus vigoureusement (8,8%) qu'au trimestre précédent. De leur côté, les importations de biens de consommation ne se sont plus guère accrues en comparaison annuelle, après avoir marqué un accroissement de 4% au premier trimestre. Quant aux livraisons par l'étranger de produits énergétiques, elles se sont repliées de 5,5%.

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation et à l'importation ont régressé respectivement de 2,1% et de 3,1% (premier trimestre: -3,2% et -1,8%). Ce recul s'explique essentiellement par la revalorisation du franc.

La balance commerciale a été équilibrée au deuxième trimestre; elle avait dégagé un faible excédent au premier trimestre. Alors que le solde actif de la balance des services a diminué de 1,6 milliard de francs, l'excédent des revenus de facteurs est resté quasiment inchangé. Le solde actif de la balance des transactions courantes s'est replié de 1,6 milliard au deuxième trimestre, passant à 5,4 milliards de francs. A la fin du premier semestre, il atteignait 12,6 milliards de francs, contre 13,9 milliards un an auparavant.

Emploi et marché du travail

Le tassement de la croissance a influé sur le marché du travail également. En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a fléchi au deuxième trimestre, après avoir déjà faibli un peu au premier trimestre. Il s'inscrivait 0,8% au-dessous du niveau du trimestre correspondant de 1994. Toutes les branches ont été touchées par ce recul, notamment la construction et les services. Le nombre des personnes occupées dans l'industrie a diminué de 0,9% en l'espace d'une année (premier trimestre: -1,3%). Le textile, l'habillement et les chaussures ont enregistré un fléchissement de l'emploi de nouveau supérieur à la moyenne. Une stagnation a été observée dans l'industrie des machines. Seules l'industrie du papier et l'horlogerie ont connu une légère amélioration de l'emploi. Dans la construction, celui-ci a reculé sensiblement pour la deuxième fois de suite en données corrigées des variations saisonnières. Il s'établissait 2,2% au-dessous du niveau du deuxième trimestre de 1994. Au sein des services, le repli le plus net a été noté dans le commerce et la restauration ainsi que dans les administrations publiques. Les banques et les assurances ont également supprimé des postes; depuis le milieu de 1994, l'emploi avait stagné dans ces deux branches. Dans les services, le nombre des emplois était de 0,8% inférieur au niveau du deuxième trimestre de 1994 (premier trimestre: -0,1%).

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

	1992	1993	1994	1994				1995		1995				
				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	-2,6	-2,8	-1,8	-1,6	-3,1	-1,6	-1,0	-0,5	-0,8					
Personnes occupées à plein temps ¹		-3,4	-2,2	-2,0	-3,4	-2,1	-1,3	-1,0	-1,3					
Taux de chômage ^{2,3}	2,6	4,5	4,7	5,1	4,8	4,5	4,5	4,5	4,2	4,3	4,2	4,0	4,0	
Chômeurs ³	92 308	163 135	171 038	185 895	172 914	163 629	161 712	164 647	151 662	156 684	151 959	146 342	146 104	
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	34 020	42 046	22 600	42 101	26 678	10 302	11 320	12 656	10 680	11 747	10 266	10 028	6 232	
Places vacantes annoncées ³	8 166	5 743	5 224	5 201	5 540	5 498	4 658	5 105	6 557	6 781	6 354	6 535	5 665	

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

Sources: OFIAMT, OFS

L'indice Manpower des offres d'emploi a progressé au deuxième trimestre, mais moins qu'au trimestre précédent. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a légèrement augmenté d'un trimestre à l'autre.

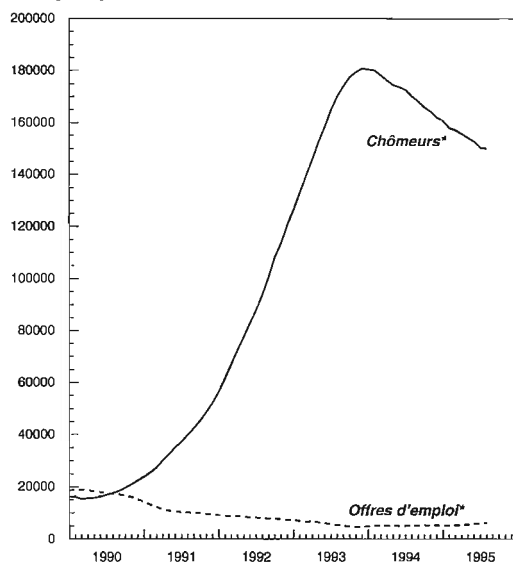
Le chômage a poursuivi son mouvement de repli, mais à un rythme moins rapide que précédemment. En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des chômeurs a diminué de 155 600 en mars à 150 000 en juillet. Le taux de chômage s'inscrivait à 4,1%, contre 4,3% au premier trimestre. Il est resté inchangé à 3,3% en Suisse alémanique, mais a fléchi de 6,9% à 6,4% en Suisse romande et au Tessin. En juillet, la part des chômeurs recensés depuis six mois ou moins était de près de 45%. Celle des sans-emploi depuis plus d'une année a diminué à 28,9%.

Le nombre des chômeurs partiels s'est accru légèrement pour la première fois depuis plusieurs trimestres. En données corrigées des variations saisonnières, il s'élevait à 8100 au deuxième trimestre, contre 6900 au premier trimestre et 23 700 un an auparavant. La construction a été le secteur de loin le plus touché par le chômage partiel.

Prix

Le renchérissement s'est de nouveau accéléré au deuxième trimestre, puisque l'indice des prix à la consommation dépassait de 2,1%, en juin, le niveau observé une année auparavant, contre 1,6% en mars. Si l'accélération du début de l'année est imputable au passage à la TVA, celle du deuxième

Graphique 12: Marché du travail

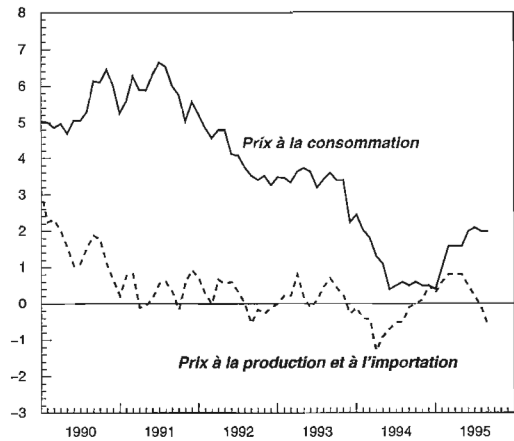


* Données cvs et sans les valeurs extrêmes

Source: OFIAMT

trimestre est due avant tout à l'accroissement de 0,9% que les loyers des appartements ont enregistré de février (enquête précédente) à mai. Une forte baisse avait été notée un an auparavant. Du fait de la hausse des loyers, le renchérissement a atteint 2,6% dans les services privés (premier trimestre: 1,4%). Dans les services publics, le renchérissement a augmenté de 0,3 point, passant à 4,8%. Au total, les prix des services étaient de 3% supérieurs à leur niveau du deuxième trimestre de 1994 (2%). Les marchandises n'ont renchéri que de 0,5%; la revalorisation du franc a contribué en partie à cette évolution favorable. Les prix des biens et services d'origine suisse ont été majorés en moyenne de 2,7%, alors que ceux des biens et services importés ont diminué de 0,3%. Le renchérissement s'est replié à 2% en juillet; en août, il s'inscrivait à 2% également.

Graphique 13: Evolution des prix*



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

Tableau 6: Monnaie centrale

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	MC ^{1,3}	Coefficients saisonniers	MCD ^{1,4}	Variation en % ²
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,1	2 832	-11,3	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1994	27 369	1,4	2 681	-4,5	30 051	0,999	30 070	0,6
1994 3 ^e trim.	27 131	2,3	2 599	-2,6	29 730	0,985	30 173	2,2
4 ^e trim.	27 684	1,4	2 611	-4,5	30 296	1,013	29 908	0,6
1995 ⁵ 1 ^e trim.	27 793	1,4	2 513	-5,0	30 306	1,010 ^P	30 016 ^P	0,3 ^P
2 ^e trim.	27 372	0,4	2 567	-2,8	29 939	0,996 ^P	30 060 ^P	0,0 ^P
1995 ⁵ janv.	28 319	2,1	2 498	-1,7	30 817	1,025 ^P	30 065 ^P	1,2 ^P
févr.	27 549	1,5	2 435	-9,4	29 984	0,999 ^P	30 014 ^P	0,0 ^P
mars	27 512	0,6	2 606	-3,6	30 118	1,005 ^P	29 968 ^P	-0,3 ^P
avril	27 471	0,9	2 560	-1,3	30 031	0,998 ^P	30 091 ^P	0,6 ^P
mai	27 293	0,0	2 525	-4,4	29 818	0,995 ^P	29 968 ^P	-0,7 ^P
Juin	27 353	0,3	2 616	-2,7	29 969	0,995 ^P	30 120 ^P	0,2 ^P
juillet	27 364	0,2	2 398	-4,5	29 762	0,994 ^P	29 942 ^P	-0,5 ^P
août	27 152	0,3	2 590	4,2	29 742	0,983 ^P	30 256 ^P	0,4 ^P

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

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

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 n° 2, 1995.

^P Chiffres provisoires

Le renchérissement est resté bas au niveau de la production. L'indice des prix à la production et à l'importation (l'indice des prix de l'offre totale) dépassait, au deuxième trimestre, de 0,5% son niveau de la période correspondante de 1994 (premier trimestre: 0,7%). Les prix à la production n'ont presque pas varié. De leur côté, les prix à l'importation se sont accrus de 1,1%, contre 2% au premier trimestre. Cette évolution est due surtout à la baisse des prix des matières premières; ces prix avaient fortement augmenté en 1994.

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

Au deuxième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée s'inscrivait à 30060 millions de francs en moyenne. Ce montant correspondait ainsi aux prévisions de la Banque nationale. La hausse de cet agrégat a été de 0,8% par rapport au quatrième trimestre de 1994 (1,6% en taux annualisé). En comparaison annuelle, les deux composantes de la monnaie centrale, soit les avoirs en comptes de virements et les billets en circulation, ont évolué de manière divergente. Alors que les premiers ont diminué de 2,8%, les seconds ont augmenté de 0,4%.

Pour le troisième trimestre de 1995, la Banque nationale s'attend à ce que la monnaie centrale désaisonnalisée reste, en moyenne, au niveau de la période précédente. L'agrégat devrait progresser de 1,3% – en taux annualisé – par rapport au quatrième trimestre de 1994. Cette évolution n'est plus conforme à l'intention de la Banque nationale d'accroître d'environ 2% la monnaie centrale désaisonnalisée au cours de 1995. Afin de stimuler la croissance de la masse monétaire, la Banque nationale ne s'est donc pas opposée à un nouveau repli des rémunérations à court terme. A compter du 14 juillet, la Banque nationale a ramené de 3% à 2,5% son taux de l'escompte. Ainsi, elle a confirmé le mouvement de recul intervenu sur le marché monétaire, mouvement qui ne devrait pas influencer sur la demande de monnaie centrale avant le quatrième trimestre de 1995.

Les agrégats monétaires au sens large ont enregistré une accélération de leur croissance au

Tableau 7: Agrégats monétaires¹
(Définition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
1990	-5,1	-8,0	2,0
1991	1,9	1,7	2,7
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994 ^P	5,6	9,9	4,9
1994 3 ^e trim. ^P	4,6	8,1	4,2
4 ^e trim. ^P	2,9	5,3	3,3
1995 1 ^{er} trim. ^P	1,8	1,7	1,6
2 ^e trim. ^P	3,6	2,8	1,5
1995 janv. ^P	2,5	2,5	2,5
févr. ^P	1,1	1,4	1,4
mars ^P	1,7	1,3	1,1
avril ^P	2,6	1,9	0,8
mai ^P	4,1	2,9	1,9
juin ^P	4,2	3,7	1,8
juillet ^P	6,1	5,6	2,7

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

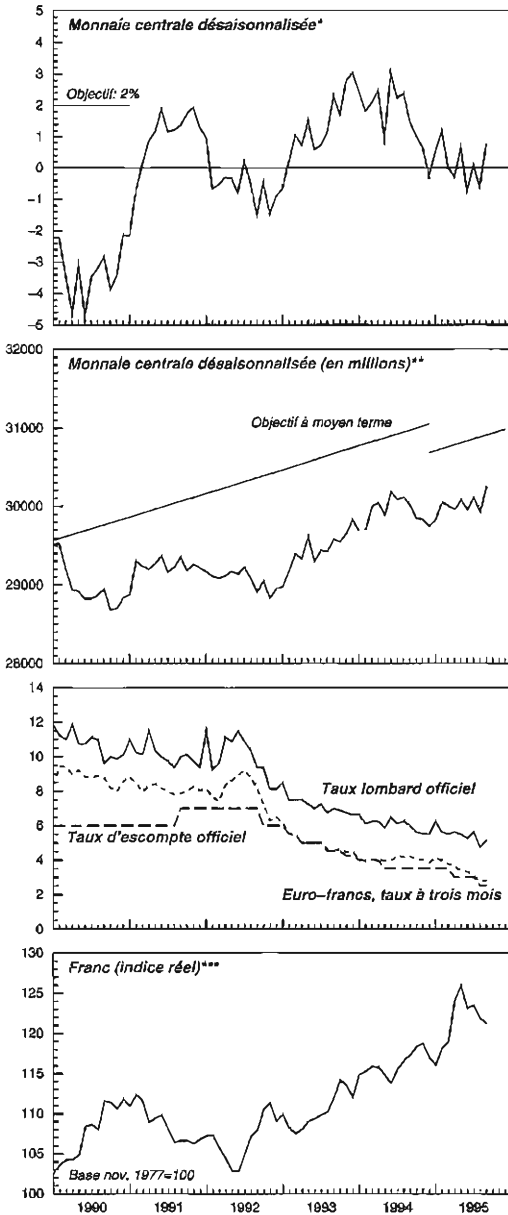
M₃ = M₂ + dépôts à terme

cours du deuxième trimestre déjà. L'expansion plus marquée de M₁ et M₂ est due essentiellement au repli, observé depuis le début de l'année, des rémunérations à court terme. Ce mouvement a entraîné des transferts des dépôts à terme vers les dépôts à vue et les dépôts d'épargne. Les masses monétaires M₁ et M₂ étaient de respectivement 3,6% et 2,8% supérieures à leur niveau du deuxième trimestre de 1994. Quant à la masse monétaire M₃, elle ne dépassait que de 1,5% le volume de la période correspondante de 1994.

Marché monétaire

Au cours du deuxième trimestre, les rémunérations à court terme ont accusé une nette baisse. Le taux de l'argent au jour le jour, qui, en mars, avait atteint 3,5% en moyenne, s'inscrivait à 2,4% en juillet. Dans le même laps de temps, le taux des dépôts à trois mois a diminué de 3,6% à 2,8% sur le marché des euro-francs, et la rémunération des dépôts similaires dans les grandes banques, de 3% à 2,1%. Le rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération

Graphique 14: Suisse



* Variation en % par rapport à l'année précédente
Objectifs:
Pour 1990: variation du 4^e trimestre 1989 au 4^e trimestre 1990
Depuis 1991: sentier de croissance à moyen terme de 1% par an en moyenne

** Données ajustées depuis janvier 1994, voir tableau 6, remarque 5

*** Cours pondéré par les exportations

a fléchi, lui, de 3,4% à 2,4%. En août, les taux à court terme se sont redressés un peu, notamment le taux de l'argent au jour le jour.

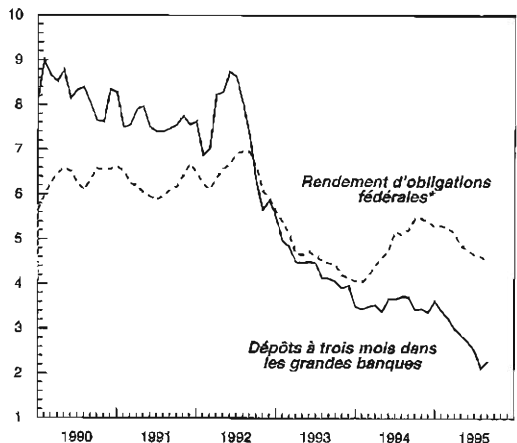
L'écart entre les taux allemands et suisses appliqués aux dépôts à trois mois sur l'euro-marché a augmenté en moyenne de 1,2 à 1,6 point d'avril à juillet. Simultanément, la différence entre les taux correspondants sur les marchés des euro-dollars et des euro-francs s'est accrue de 1,7 à 3 points. En août, ces deux écarts se sont réduits très légèrement.

Marché des changes

La stabilisation du dollar des Etats-Unis et l'atténuation des tensions au sein du SME ont interrompu le mouvement de hausse du franc suisse vis-à-vis de la plupart des monnaies importantes.

Face à la monnaie américaine, le franc s'est stabilisé à un cours d'environ fr. 1,13 pour un dollar au début du deuxième trimestre. Après un affaiblissement temporaire pendant la première moitié de mai, il s'est raffermi dans les semaines suivantes et a fluctué dans d'étroites marges autour de fr. 1,16 jusqu'à la fin du mois de juillet. En août, le franc a fléchi nettement par rapport au dollar,

Graphique 15: Evolution des taux d'intérêt



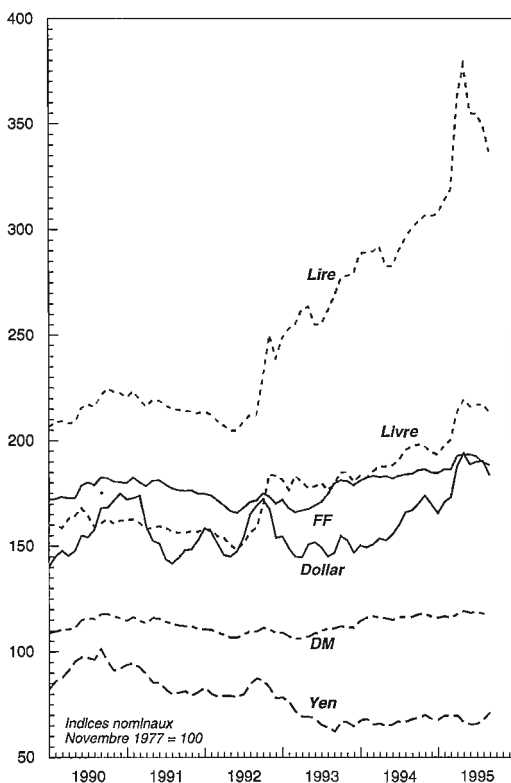
* Le calcul est fait d'après l'échéance finale ou d'après la date de remboursement anticipé la plus proche, selon que les cours sont inférieurs ou supérieurs au cours auquel un remboursement anticipé peut être demandé.

le cours de ce dernier s'inscrivant à fr. 1,21 à la fin de ce mois.

Le redressement du dollar en mai a entraîné un repli du franc vis-à-vis du mark. A fin août, le cours du mark atteignait fr. 82,10. Ainsi, face à cette monnaie, le franc s'établissait au même niveau qu'au début du deuxième trimestre. Il a évolué de manière semblable par rapport aux autres monnaies du mécanisme de change du SME. Face au franc français, le franc suisse a fléchi de 2% de début avril à fin août.

A fin mai et à la mi-août, la Banque nationale a participé pour un montant total de 200 millions de dollars à des interventions concertées que les instituts d'émission du Groupe des Dix et du Groupe des Trois ont opérées en vue de soutenir la monnaie américaine.

Graphique 16: Variations du franc*



* En termes de quelques monnaies étrangères

Le franc a enregistré une nette correction de cours face à la lire italienne, puisqu'il a reculé, au total, de 14% entre avril et août. Vis-à-vis de la livre sterling, le franc a également marqué un repli (-3%). En revanche, il s'est raffermi de 5% par rapport au yen, après avoir accusé une baisse sensible au début du deuxième trimestre.

Pondéré en fonction des exportations, le cours réel du franc n'a pas poursuivi son mouvement de hausse au deuxième trimestre. Du fait de la forte revalorisation du début de l'année, il dépassait toutefois de 8,6% son niveau de la période correspondante de 1994 (premier trimestre: 4,3%). En comparaison annuelle, le franc s'est raffermi face à toutes les monnaies importantes, notamment vis-à-vis de la lire italienne (23,2%) et du dollar américain (20,9%). Par rapport à la livre sterling, il a progressé de 14,4%. Face aux autres monnaies importantes, l'appréciation a été plus modeste, soit 6,1% vis-à-vis du franc français, 2,6% par rapport au mark allemand et 1,9% face au yen japonais.

Marché des capitaux et structure des taux d'intérêt

D'avril à la fin août, les rendements ont eu tendance à reculer sur le marché des capitaux. Le rendement moyen des emprunts fédéraux a diminué de 0,5 point pour s'inscrire à près de 4,5%. L'écart entre celui-ci et le rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération a augmenté pendant le même laps de temps, passant de 1,6 à 1,8 point. La pente de la courbe des taux d'intérêt est devenue ainsi nettement plus raide.

Le taux moyen appliqué aux nouvelles obligations de caisse émises par les banques cantonales a fléchi de 0,5 point, de début avril au début d'août, pour s'établir à 4,5%. Simultanément, la rémunération des dépôts d'épargne ordinaire a régressé de 3,3% à 3,1%. Les taux appliqués par les banques cantonales sur les anciennes hypothèques en premier rang sont restés inchangés à près de 5,6% en moyenne; ceux des nouvelles hypothèques en premier rang ont diminué de 0,1 point pour s'inscrire à 5,5%.

Les émissions d'obligations et d'actions sur le marché suisse des capitaux ont porté sur 11,8 milliards de francs au deuxième trimestre. Ce montant dépassait ainsi de 25% le niveau enregistré un an auparavant. Le prélèvement d'argent frais que des débiteurs suisses ont opéré sur le marché des capitaux a augmenté de 8% pour atteindre 5,5 milliards de francs. Après déduction des remboursements, il s'est établi à 3,5 milliards de francs, contre 1,1 milliard au trimestre correspondant de 1994.

Emprunts en francs suisses de débiteurs étrangers

Les emprunts en francs suisses émis par des débiteurs étrangers ont totalisé 8,5 milliards de francs au deuxième trimestre. Après avoir reculé quatre trimestres de suite, leur volume s'est accru de 42% par rapport à la période correspondante de 1994.

La baisse des taux d'intérêt a soutenu l'émission d'emprunts ordinaires («straights»), qui ont augmenté d'environ 66% en l'espace d'une année pour atteindre 6,2 milliards de francs. La part de ces emprunts à l'ensemble des émissions a progressé de 64% à 74%. Les émissions d'emprunts liés à des actions ont marqué une hausse de 26% pour s'élever à 2,1 milliards de francs. Les emprunts convertibles se sont accrus de 48% pour se chiffrer à 1,8 milliard, alors que les emprunts à options ont régressé de 32% pour s'inscrire à 315

millions de francs. Trois quarts des emprunts liés à des actions et parmi ceux-ci près de 90% des emprunts convertibles ont été émis par des filiales à l'étranger de deux grandes entreprises suisses. En revanche, la demande de capitaux émanant de débiteurs japonais a diminué sensiblement par rapport au deuxième trimestre de 1994. Les autres sortes d'emprunts, à savoir ceux à taux d'intérêt variable, les emprunts synthétiques et les emprunts à options qui ne sont pas liées à des actions, ont fléchi de 75% en l'espace d'une année pour s'établir à 100 millions de francs.

Les emprunts offerts en souscription publique ont encore joué un rôle prédominant. Ils ont augmenté vigoureusement par rapport au deuxième trimestre de 1994, alors que les placements privés ont continué à reculer. Aussi la part des emprunts publics à l'ensemble des émissions s'est-elle accrue de 43% au deuxième trimestre de 1994 à 80%, un niveau record, une année plus tard.

La répartition par groupes de pays montre que l'évolution observée au premier trimestre s'est poursuivie. La part des pays d'Europe occidentale au total des émissions étrangères en francs suisses a augmenté de 45% au deuxième trimestre de 1994 à 59% au trimestre correspondant de 1995. Dans le même temps, la part de l'Amérique du Nord s'est élevée de 13% à 21%, alors que celle du Japon a diminué de 21% à 6%. En outre, la part des autres groupes de pays a fléchi de 20% à 14%. Finalement, 2% revenaient aux ban-

Tableau 8: Emprunts en francs suisses de débiteurs étrangers¹ (en millions de francs)

	Emprunts classiques	Emprunts liés à des actions	Autres ²	Total
1991	17 096,0	10 631,5	1 210,0	28 937,5
1992	18 191,5	7 492,0	1 318,5	27 002,0
1993	25 859,3	15 339,4	4 243,0	45 441,7
1994	17 183,1	10 455,5	3 997,6	31 636,2
1994 1 ^{er} trim.	2 343,0	6 075,0	1 505,9	9 923,9
2 ^e trim.	3 835,7	1 676,0	447,0	5 958,7
3 ^e trim.	6 097,0	2 409,5	891,9	9 398,4
4 ^e trim.	4 907,4	295,0	1 152,8	6 355,2
1995 1 ^{er} trim.	7 236,7	1 795,0	185,1	9 216,8
2 ^e trim.	6 244,0	2 110,3	108,5	8 462,8

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

² 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

ques internationales de développement, qui, au deuxième trimestre de 1994, s'étaient tenues à l'écart du marché suisse des capitaux.

Bilans bancaires et crédits

A fin juin, la somme des bilans des banques ne dépassait que de près de 0,5% son niveau observé une année auparavant. Le faible accroissement est le reflet de l'évolution du cours du dollar. Si les positions libellées en dollars avaient été évaluées au cours de fin juin 1994, la somme des bilans aurait progressé de 3%.

Entre fin juin 1994 et fin juin 1995, les banques ont relevé de 4% leurs actifs financiers nets. Les composantes de ces actifs ont évolué inégalement. Les disponibilités ont reculé de 0,5% en l'espace d'une année; les liquidités en francs suisses ont toutefois progressé de 1%. Dans le

domaine des opérations interbancaires, le solde négatif (avoirs en banque moins engagements en banque) s'est encore creusé légèrement, passant à 33 milliards de francs. Alors que les effets de change et les papiers monétaires ont diminué de 13%, les titres, le poste le plus important des actifs financiers, ainsi que les participations se sont accrues respectivement de 11% et de 19%.

Durant la période d'application allant du 20 mai au 19 juin, les banques ont enregistré un niveau de liquidité (degré de liquidité I ou liquidité de caisse) légèrement inférieur à celui de la période correspondante de 1994. Les liquidités de toutes les banques dépassaient de 22% les fonds exigés, contre 24% une année auparavant.

Le volume des crédits a marqué une faible hausse, comme ces trois dernières années. A fin juin, il n'était que de 1% supérieur au niveau observé un an auparavant. Les crédits à la clientèle

Tableau 9: Bilans bancaires

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

	1990	1991	1992	1993	1994		1995		Etat (mrds fr.)
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	
Somme des bilans	4,5	3,2	3,1	5,8	3,8	0,8	-2,9	0,4	1187,0
Placements financiers nets¹	-9,5	-0,1	16,4	13,1	7,5	3,5	-2,2	4,2	149,4
Liquidités	-3,2	-2,0	-2,6	0,7	-2,2	-6,2	-6,8	-0,5	10,5
Solde des opérations interbancaires (état en mrds fr.)	-10,4	-15,4	-8,2	-26,7	-26,6	-32,7	-35,3	-21,9	-21,9
Effets de change et papiers monétaires	28,9	-13,1	16,5	2,1	17,2	12,5	-17,7	-12,8	34,8
Titres	-5,0	13,8	5,8	43,1	8,0	0,9	4,7	11,2	126,0
Crédits	7,8	5,8	1,8	1,6	0,9	0,6	-0,9	1,2	719,9
Crédits à des résidents	8,7	4,4	1,7	0,9	2,0	2,4	1,9	2,0	564,0
c/c débiteurs et av. et prêts à terme fixe	8,8	2,5	0,2	-2,8	-1,2	0,6	-0,5	0,6	242,4
Crédits de construction									
Limites	-0,7	-5,6	-5,8	-12,4	-1,3	0,5	-1,8	-1,9	30,1
Montants utilisés	18,6	4,6	-0,8	-13,5	-9,0	-4,3	-1,1	1,0	17,0
Hypothèques	8,2	5,1	3,5	1,8	3,2	3,9	3,7	3,0	298,4
Crédits à des non-résidents	4,5	15,1	2,3	3,8	-2,9	-5,4	-10,0	-1,3	155,9
Fonds de la clientèle	4,9	4,7	3,5	2,8	3,8	2,0	-1,2	0,5	692,7
Créanciers à vue	-8,4	-1,9	5,1	19,5	1,2	-4,9	-11,7	-4,4	94,7
Créanciers à terme	13,2	5,8	2,3	-8,4	6,8	6,8	0,9	1,0	288,2
Fonds d'épargne	-4,8	5,5	7,4	21,5	9,6	4,8	2,5	4,3	230,4
Obligations de caisse	8,9	3,8	-2,0	-12,2	-14,3	-11,3	-4,9	-5,2	80,0
Emprunts obligataires et lettres de gage	9,7	5,3	1,1	-4,8	-6,0	2,7	4,2	7,9	59,5
Opérations fiduciaires	5,5	-0,3	0,6	-11,0	-6,1	-4,4	-7,4	-6,0	252,2

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

étrangère ont fléchi en raison de l'évolution des cours de change, tandis que les crédits à la clientèle suisse, qui sont libellés essentiellement en francs suisses, ont augmenté de 2% par rapport à fin juin 1994. Les prêts hypothécaires ont enregistré la plus forte croissance, soit 3%. Le tassement de l'activité dans la construction s'est reflété dans l'évolution des crédits de construction, qui précèdent les prêts hypothécaires. A fin juin, les crédits de construction ouverts s'inscrivaient 1,9% au-dessous de leur niveau noté un an auparavant; par contre, les crédits utilisés dépassaient de 1% le chiffre de fin juin 1994. Les crédits non utilisés, soit la différence entre les limites ouvertes et les crédits utilisés, ont régressé de 6%.

L'évolution du passif a été aussi modérée que celle de l'actif. De fin juin 1994 à fin juin 1995, les

fonds de la clientèle ont augmenté de 0,5%. Les créanciers à vue ont diminué de 4%; parmi ceux-ci, les fonds libellés en francs se sont accrus en revanche de 3%. En outre, les créanciers à terme ont haussé de 1%, alors que la part en francs a fléchi de 5%. A fin juin, les fonds d'épargne dépassaient de 4% le niveau enregistré une année auparavant. Le montant des emprunts obligataires s'est accru de 8%. En revanche, les obligations de caisse ont continué à reculer (-5%). En l'espace de trois ans, leur part au total des bilans a régressé de 10% à 7%.

Les fonds fiduciaires s'inscrivaient, à fin juin, 6% au-dessous du montant observé un an auparavant. Ceux d'origine suisse ont reculé de 13%, et ceux d'origine étrangère, de 3% seulement. Les fonds fiduciaires ont été placés presque exclusivement à l'étranger.

Aktionärsstruktur und Unternehmenspolitik – Bedeutung für die Sicherheit des Bankensystems¹

Urs W. Birchler*

1. Einleitung

In den vergangenen Jahren ist der Anteil institutioneller Anleger am Gesamtbestand schweizerischer Aktien gestiegen. Gleichzeitig haben die privaten Haushalte Aktien verkauft. Der Einfluss einzelner – vor allem institutioneller – Anleger auf die Politik der Unternehmen nimmt dadurch zu. Das bei Publikumsgesellschaften in der Vergangenheit oft passive Aktionariat dürfte künftig vermehrte Ansprüche auf die Wahrung seiner wirtschaftlichen Interessen – im Sinne einer Maximierung des *shareholder value* – anmelden.

Der vorliegende Aufsatz geht der Frage nach, wie sich der stärkere Einfluss einzelner Aktionäre auf die Unternehmen auswirkt. Anschliessend untersucht er den Einfluss von Grossaktionären auf die Sicherheit von Banken.

2. Die Aktionärsstruktur im Ausland und in der Schweiz

a) Die Anteile verschiedener Aktionärsgruppen in der Schweiz

Die Schweizer Aktien gehören zu je ungefähr einem Drittel (1.) privaten inländischen (d.h. in der Schweiz domizilierten) Haushalten und Unternehmen (ausserhalb des Finanzbereichs), (2.) inländischen institutionellen Anlegern sowie (3.) ausländischen Aktionären (Tabelle 1).

Die privaten Haushalte im In- und Ausland besitzen schätzungsweise zwischen 20% und 30% der

Schweizer Aktien. Die Publikumsanleger sind demnach klar in der Minderheit.

Die (nichtfinanziellen) Unternehmen, als zweitwichtigste Gruppe, weiteten ihre Aktienbestände in den vergangenen fünf Jahren kräftig aus. Die Unternehmen halten Aktien vor allem aus zwei Gründen. Zum einen handelt es sich um langfristige Beteiligungen, z.B. an Konzerngesellschaften. Diese dürften insofern eher zu hoch ausgewiesen sein, als das Kapital innerhalb mehrstufiger Holdingstrukturen mehrfach gezählt wird. Zum andern sind die Aktien der Unternehmen Teil ihrer Finanzanlagen. Diese können als «Kriegskasse» für Übernahmen oder als Polster bei schlechtem Geschäftsgang dienen. Die Finanzanlagen (Wertschriften plus liquide Mittel) der grösseren Schweizer Publikumsgesellschaften liegen grösstenteils im Bereich zwischen 10 und 25% der Bilanzsumme.²

Tabelle 1: Bedeutung verschiedener Anlegergruppen in Schweizer Aktien¹ (in Prozent)

	Zuwachs 1988–93	Anteile 1993
Private Haushalte	49	20,1
Unternehmen ²	140	16,4
Finanzsektor ³	247	23,7
Stiftungen ⁴	143	2,0
Öffentliche Hand und übrige	35	2,1
Total Inland ⁵	99	64,3
Ausland	141	35,7
Gesamttotal	112	100,0

Quelle: Interne Statistiken der SNB
Geschäftsberichte der Banken
eigene Schätzungen

¹ inkl. Warrants

² sog. nichtfinanzielle Unternehmen, inkl. Holdinggesellschaften

³ Umfasst Banken (ohne Warrants, inkl. Beteiligungen; Verbuchung z.T. unter dem Marktwert), Anlagefonds und Finanzgesellschaften (inkl. ausländisch domizilierte Fonds schweizerischer Banken, als Aktiengesellschaften organisierte Gemeinschaftsvermögen sowie Finanzgesellschaften, exkl. Holdinggesellschaften), Pensionskassen sowie Versicherungen (inkl. Sozialversicherung)

⁴ sog. private Institutionen ohne Erwerbsscharakter

⁵ inkl. Fürstentum Liechtenstein

* Ressort Bankwirtschaft der Schweizerischen Nationalbank.

¹ Diese Untersuchung beruht z.T. auf Unterlagen, welche von den Studenten zusammen mit dem Verfasser im Rahmen der Vorlesung «Institutionen und Finanzmärkte» im Wintersemester 1993/94 an der Hochschule St. Gallen erarbeitet wurden. Der Autor ist insbesondere Herrn Henrik A. de Koning zu Dank verpflichtet.

² Quelle: Schweizer Aktienführer 1994/95, «Finanz und Wirtschaft», Zürich.

Die institutionellen Anleger (Banken, Anlagefonds, Pensionskassen, Versicherungen, Stiftungen, Finanzgesellschaften) besitzen zwischen 30% und 50% des (im Inland gehaltenen) Kapitals Schweizer Aktiengesellschaften.

Die beiden wichtigsten Gruppen innerhalb der Institutionellen sind die Pensionskassen und die Anlagefonds. Das Vermögen der Pensionskassen dürfte Ende 1994 den Wert von 300 Mio. Fr. überschritten haben. Der Anteil der Aktien am Vermögen beträgt gut 10% (Ende 1992) bei einem Verhältnis inländischer zu ausländischen Aktien von 5:1. Das Vermögen der Pensionskassen dürfte sich in den kommenden zehn Jahren annähernd verdoppeln. Gleichzeitig wird der Aktienanteil vermutlich steigen: Die Renditevorgaben und die Freizügigkeit (Versiegen von Zügergewinnen) zwingen die Pensionskassen zu einer Performance, die nur mit einem gut diversifizierten Portefeuille renditestarker Titel erreichbar ist. Die (in der Vergangenheit schrittweise gelockerten) gesetzlichen Bestimmungen lassen eine beträchtliche Aufstockung der Aktienbestände zu. Die Anlagefonds (schweizerischer Banken) weiten ihre Aktienbestände ebenfalls aus (obwohl Aktienfonds in den vergangenen Jahren weit weniger erfolgreich waren als Obligationen- und insbesondere Geldmarktfonds).

Die Banken und die Versicherungen verfügen über geringere Bestände, welche zudem Beteiligungen an gleichartigen Unternehmen (Konzerngesellschaften) enthalten. Als Aktionärinnen ausserhalb des Konzerns sind Banken und Versicherungen nicht sehr wichtig. Die Pflicht, Aktienbestände mit

100% eigenen Mitteln zu unterlegen, gibt den Banken auch keinen Anreiz, über ihre Handelsbestände hinaus Aktien zu erwerben. Der Aktienbestand der Banken unterschätzt allerdings deren möglichen Einfluss auf die Politik der Unternehmen. Erstens verfügen die Banken über andere Einflussmöglichkeiten (Kreditbeziehung, Vertretung im Verwaltungsrat), und zweitens üben sie *de facto* zahlreiche Stimmen fremder Aktien aus (Depotstimmen, Stimmen eigener Anlagefonds, Stimmen aus Mitarbeiteraktien). Im Falle der Versicherungen ist immerhin die kräftige Zunahme der Aktienbestände seit 1988 bemerkenswert.

b) Die Anteile verschiedener Aktionärsgruppen in wichtigen Industrieländern

Die Bedeutung der verschiedenen Aktionärsgruppen ist in den einzelnen Industrieländern recht unterschiedlich. Der Anteil der Versicherungen und Pensionskassen widerspiegelt die Art der Finanzierung der Sozialversicherung. In Tabelle 2 sind die Länder nach dem Verhältnis von Pensionskassenvermögen zu Bruttoinlandprodukt (BIP) (unterste Zeile) geordnet. Länder, deren Sozialversicherung vor allem auf dem Kapitaldeckungsverfahren beruht (CH, UK, USA), weisen relativ hohe Pensionskassenvermögen in Prozenten des BIP und (mit Ausnahme der Schweiz) entsprechend hohe Anteile von Versicherungen und Pensionskassen am Aktienbestand auf. In jenen Ländern, die bei der Finanzierung der Sozialversicherung fast vollständig auf das Umlageverfahren abstellen (D, F, I), ist der Aktienanteil von Versicherungen und Pensionskassen entsprechend tief. In der

Tabelle 2: Anteile verschiedener Aktionärsgruppen am Kapital börsenkotierter Unternehmen (in Prozent)

	CH	UK	USA	J	D	F	I
Private Haushalte	20,1	21,3	48,1	22,6	17,0	20,7	33,9
Unternehmen (nicht finanzielle)	16,4	3,6	14,1	24,8	42,0	54,5	23,0
Banken	4,7	0,9	0,3	26,7	10,0	4,3	9,9
Versicherungen, Pensionskassen und andere Finanzinstitutionen	13,4	57,9	30,9	21,3	12,0	4,1	1,4
Öffentliche Hand	2,1	3,9	-	0,7	5,0	4,5	27,0
Ausland	35,7	12,4	6,6	3,9	14,0	11,9	4,8
<i>pro memoria:</i>							
Pensionskassenvermögen in Prozenten des BIP	78,0	56,4	19,8	6,4	6,1	3,1	0,9

Quelle: Schweiz: Tabelle 1, übrige Länder: OECD (1995), Pensionskassenvermögen: Reisen (1994)

Schweiz liegt der Aktienanteil dieser Institutionen, nach dem hohen Verhältnis der Pensionskassenvermögen im Vergleich zum BIP zu schliessen, noch im Rückstand.

Der Anteil der Banken ist in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich gering. Eine wichtige Rolle spielen die Banken zusammen mit den Unternehmen hingegen in den stark konzerngeprägten Wirtschaften Japans und Deutschlands. In der französischen Wirtschaft dominieren Industriekonzerne (mit geringer Bankenbeteiligung). Auch in Italien dominiert die Industrieholdinggesellschaft, anders als in den übrigen Ländern jedoch unter starker Mitbeteiligung des Staates.

Die privaten Haushalte sind nur in den USA und – weniger ausgeprägt – in Italien die wichtigste Aktionärsgruppe. Die übrigen Länder liegen ungefähr auf schweizerischem Niveau. In keinem der untersuchten Länder erreicht hingegen der Anteil der Aktien im Auslandsbesitz den hohen schweizerischen Wert.

3. Die Stellung des Aktionärs gegenüber der Geschäftsleitung schweizerischer Gesellschaften

a) Der Konflikt zwischen Aktionär und Geschäftsleitung

Das zunehmende Gewicht institutioneller Anleger dürfte die Unternehmenspolitik der Schweizer Unternehmen insofern beeinflussen, als sie das Kräfteverhältnis zwischen Aktionären und Geschäftsleitungen berührt.

Die für die Aktiengesellschaft typische Trennung von Eigentum und Geschäftsführung hat grosse Vorteile (Arbeitsteilung zwischen Kapitalgebern und Geschäftsführern, Aufteilung der Risiken durch beschränkte Haftung). Sie schafft aber auch einen latenten Interessengegensatz zwischen Aktionären und Geschäftsleitung. Währenddem die Aktionäre an einem maximalen Wert der Unternehmung interessiert sind, besteht der Nutzen der Geschäftsführer (Manager) aus Einkommen, Sicherheit und verschiedenen mit der Firmenleitung verbundenen Annehmlichkeiten

(interessante Arbeit, Prestige, luxuriöse Umgebung). Bereits Adam Smith (1776) erkannte den Interessengegensatz zwischen den Eigentümern und den Leitern der *joint stock companies*:

The joint stock companies which are established for the public-spirited purpose of promoting some particular manufacture, over and above managing their own affairs ill, to the diminution of the general stock of society, can in other respects scarce ever fail to do more harm than good. Notwithstanding the most upright intentions, the unavoidable partiality of their directors to particular branches of the manufacture, of which the undertakers (managers) mislead and impose upon them, is a real discouragement to the rest and necessarily breaks, more or less, the natural proportion which would otherwise establish itself between judicious industry and profit, and which, to the general industry of the country, is of all encouragements the greatest and the most effectual. (Adam Smith [1776] 1976: II, 281–2)

Die moderne Aktiengesellschaft als Nachfahrin der *joint stock company* entwickelte sich erst vom späten 19. Jahrhundert an zur dominierenden Gesellschaftsform. Berle und Means (1932) diskutierten als erste die Trennung von Eigentum und Management und deren Folgen. Eine vertiefte Analyse der Problematik begann hingegen erst mit dem Artikel von Jensen und Meckling (1976).

Jensen und Meckling untersuchen in einem ersten Schritt das Verhalten eines Firmenleiters, der selber Alleinaktionär ist. Sie nehmen an, dass dieser Eigentümer-Manager nicht nur finanzielle Interessen verfolgt, sondern aus seiner Tätigkeit auch einen immateriellen Nutzen zieht. Er optimiert sein Verhalten, wenn der Grenznutzen einer zusätzlichen Geldeinheit, die er (als Aktionär) aus der Firma zieht, gleich gross ist wie sein zusätzlicher Nutzen (als Manager), wenn er sie in der Firma belässt. In einem zweiten Schritt untersuchen Jensen und Meckling, was geschieht, wenn der Aktionär-Manager (im Sinne eines *going public*) einen Teil der Aktien verkauft. In dem Mass, als andere Aktionäre vorhanden sind, kann er die Vorteile aus der Leitung der Firma gewissermassen mit Rabatt beziehen. Er wird deshalb seine Hobbies stärker pflegen als vor dem Aktienverkauf. Die Autoren nehmen dabei an, dass der Firmenlei-

ter als Sachwalter (*agent*) der Aktionäre (*principals*) in seinem Verhalten nicht kostenlos überwacht werden kann. Gleichwertig wäre die Annahme, dass der Vertrag mit dem Firmenleiter nicht vollständig im Sinne einer Abdeckung sämtlicher Eventualitäten sein kann. Überwachungskosten oder unvollständige Verträge führen zu den erwähnten, mit der Trennung von Eigentum und Kontrolle verbundenen Agenturkosten.

Eigennützige Manager können der Unternehmung gemäss Jensen und Meckling und der auf diesen aufbauenden Literatur in der Praxis auf verschiedene Weise schaden. Der firmeninterne Konsum (luxuriöse Geschäftsräume, Dienstreisen) dürfte in der Mehrheit der Unternehmen nicht das grösste Problem darstellen. Grössere Wertebussen verursacht vermutlich eine nicht-optimale Investitionspolitik. Das Vermögen eines Managers besteht zu einem grossen Teil aus Humankapital (dem Gegenwartswert seines zukünftigen Einkommens), welches bei Schwierigkeiten des Unternehmens rasch verloren geht. Ein auf sein Eigeninteresse bedachter Manager neigt deshalb zu einer vorsichtigen oder zu wenig gewinnorientierten Investitionstätigkeit. Riskantere, obschon unter Umständen sehr gewinnträchtige Investitionen meidet er. Umgekehrt investiert er auch ohne genügende Rentabilität, wenn dadurch die Erträge der Unternehmung breiter abgesichert werden können. Das Paradebeispiel ist die Übernahme einer unrentablen Firma zur Verbreiterung der Produktpalette eines Konzerns, d.h. zur Diversifikation des Humankapitals der Manager. Schliesslich kann ein eigennütziger Manager seinen Arbeitsplatz auch dadurch zu sichern versuchen, dass er die Tätigkeit des Unternehmens an seine eigenen Fähigkeiten anpasst.

Jensen und Meckling zeigen auch, wie der Markt Agenturkosten im Rahmen hält. Rationale Aktionäre sehen nämlich das Entstehen von Agenturkosten voraus und bieten entsprechend weniger für die ihnen vom Eigentümer-Manager angebotenen Aktien. Dieser trägt die Agenturkosten letztlich selbst. Er hat deshalb ein Interesse, sie zu begrenzen, indem er z.B. Verpflichtungen gegenüber den Aktionären eingeht (Abtretung wichtiger Entscheidungskompetenzen, Recht auf Einsicht in die Bücher) oder indem er für sich Anreize einbaut, im Interesse der Aktionäre zu handeln (er-

folgsabhängiges Salär). Auch die Einheits(inhaber)aktie ist ein Mittel, die Agenturkosten der Firmenleitung zu begrenzen. Sie verhindert, dass einzelne Aktionäre mittels billiger Stimmen sich die Firmenleitung und die damit verbundenen privaten Vorteile verschaffen können (vgl. Harris und Raviv, 1989).

Auf der Grundlage des theoretischen Artikels von Jensen und Meckling sind zahlreiche empirische Untersuchungen durchgeführt worden. Diese werden, soweit sie sich auf die Eigentümerstruktur beziehen, weiter unten besprochen.

b) Die schwache Stellung des Aktionärs in der Schweiz

Die Geschäftsleitungen schweizerischer Unternehmen geniessen traditionsgemäss einen beträchtlichen Freiraum gegenüber den Aktionären, d.h. den Eigentümern der Unternehmen. Dies führt dazu, dass die Aktionärsinteressen im Konfliktfall oft den Interessen der Geschäftsleitung weichen müssen. Einige Beispiele mögen dies verdeutlichen: Beschränkungen der Übertragung von Namenaktien schaden in der Regel den Aktionären, schützen aber die Geschäftsleitung vor unfreundlichen Übernahmen. Der mit der Vinkulierung verbundene Wertverlust kann beträchtlich sein. Hermann und Santoni (1989) weisen nach, dass der Wert des Aktienkapitals der Nestlé SA infolge der Zulassung ausländischer Aktionäre im Jahre 1988 (in Vorwegnahme der inzwischen erfolgten Revision des Obligationenrechts) um 4,3 Mrd. Franken oder um 21,8% anstieg. Schweizer Unternehmen halten teilweise hohe Bestände an Finanzanlagen: Liquide Mittel und Wertschriften zwischen 10 und 25% des Unternehmenswertes (Börsenkapitalisierung plus Fremdkapital) sind unter den grösseren (nicht finanziellen) Gesellschaften eher die Regel als die Ausnahme. Diese Finanzpolster geben den Geschäftsleitungen beträchtlichen Freiraum gegenüber Aktionären und Fremdkapitalgebern. Die Verwaltungsräte vieler Gesellschaften sind vermutlich zu gross. Ob ein Hang zu unnötigem Wachstum oder zu übertriebener Diversifikation, z.B. in Form von Firmenübernahmen, besteht, wie dies Black (1992a) für die Vereinigten Staaten behauptet, wäre zu prüfen. Ein Denken in Marktanteilen anstatt in Wert-

maximierung war mindestens in der Vergangenheit teilweise bei den Grossbanken zu beobachten; dieses hat Filialnetze entstehen lassen, die heute als eher zu dicht gelten.

Der Freiraum, über den die Geschäftsleitungen der Unternehmen verfügen, wird – ganz im Sinne von Jensen und Meckling (1976) – durch verschiedene Kontrollmechanismen begrenzt. Offenbar vermögen diese in der Schweiz das Interesse der Aktionäre an einer Maximierung des Unternehmenswertes gegenüber den Eigeninteressen der Geschäftsleitungen aber nur teilweise durchzusetzen:

Die Wahrung der Aktionärsinteressen wäre grundsätzlich die Aufgabe des Verwaltungsrates. Dieser spielt jedoch in der Schweiz in den wenigsten Fällen die Rolle einer von der Geschäftsleitung unabhängigen Kontrollinstanz. Zwar bestehen die Verwaltungsräte schweizerischer Unternehmen vorwiegend aus externen (d.h. nicht der Geschäftsleitung angehörenden) Mitgliedern, namentlich aus Vertretern von Banken oder Mitgliedern der Geschäftsleitung oder des Verwaltungsrats anderer Firmen. Dennoch liegt die Entscheidungsgewalt in der Praxis bei der Geschäftsleitung (verstärkt allenfalls durch den Delegierten oder den Vorsitzenden des Verwaltungsrates). Daran dürfte auch die neu ins Aktienrecht aufgenommene Aufzählung unübertragbarer Aufgaben des Verwaltungsrates (Art. 716a OR) wenig ändern.

Die relative Schwäche des Verwaltungsrates (und damit des Aktionariats) hat verschiedene Gründe: Erstens hängt der Verwaltungsrat in der Informationsbeschaffung stark von der Geschäftsleitung ab. Zweitens fehlt den Verwaltungsratsmitgliedern häufig die Zeit, vorhandene Informationen zu verarbeiten (externe, d.h. nicht mit der Unternehmung vertraute Mitglieder des Verwaltungsrates sind hier im Nachteil). Drittens ist die in der Schweiz vorherrschende Konsenskultur einer verstärkten Kontrolle der Geschäftsleitung nicht förderlich. Nach Auffassung von Meier-Schatz (1993) ist an den Sitzungen Schweizer Verwaltungsräte der Hang zum Ritual oft stärker als die Lust zur Debatte. Der Autor weist auch darauf hin, dass in verschiedenen schweizerischen Unternehmen *de facto* die Geschäftsleitung die Mit-

glieder des Verwaltungsrats auswählt anstatt (*de jure*) umgekehrt.

Die Interessen der Geschäftsleitung können denen der Aktionäre durch Vertrag angenähert werden. Ein wichtiges Vertragselement ist die Beteiligung der Geschäftsführer (oder eines weiteren Mitarbeiterkreises) am Geschäftserfolg. In der Schweiz kommen die Mitarbeiter bei 70–80% der Unternehmen in den Genuss einer Gewinnbeteiligung. Allerdings macht diese in der Regel nur 10–20% des Salärs aus. Die tatsächlich variable Komponente ist oft noch kleiner. Ferner kann die Geschäftsleitung die Bemessungsgrundlage der Gewinnbeteiligung auch durch buchhalterische Massnahmen beeinflussen. Zuverlässigere Anreize zur Maximierung des Unternehmenswertes schafft eine Mitarbeiterbeteiligung oder das Recht, Aktien der Gesellschaft zu einem vorgegebenen Preis zu beziehen (*stock option plans*). Zwei der drei Schweizer Grossbanken geben ihren Mitarbeitern die Möglichkeit, in beschränktem Ausmass Aktien ungefähr zum Nominalwert zu erwerben.

Der Kapitalmarkt bestraft schlecht geführte Unternehmen durch tiefe Kurse bzw. hohe Renditen, d.h. durch eine verteuerte Refinanzierung. In der Schweiz hängen jedoch viele Unternehmen kaum vom Kapitalmarkt ab. Die wichtigste Finanzierungsquelle sind traditionsgemäss einbehaltene Gewinne. Aufgrund der vorhandenen Zahlen – die besten Schätzungen finden sich in Egli (1991) sowie in Rich und Walter (1993) – finanzierten sich die Schweizer Unternehmen seit 1973 ungefähr zur Hälfte durch einbehaltene Gewinne. Ungefähr ein weiterer Drittel der Gelder stammt aus Bankkrediten. Anleihsenmissionen am Kapitalmarkt hingegen machen lediglich rund 15% der Finanzierung aus.

Die hohe Eigenfinanzierung gibt den Geschäftsleitungen der Schweizer Unternehmen beträchtlichen Freiraum. Anders als bei vorwiegender Fremdfinanzierung werden zufließende Mittel nicht als Zinszahlungen wieder abgeführt. Die Geschäftsleitung eines Unternehmens mit wenig Schulden verfügt deshalb über sogenannte freie *cash flows*, welche sich bei verschiedenen Schweizer Gesellschaften zu eindrücklichen «Kriegskassen» angesammelt haben. Diese Li-

liquiditätspolster verhindern, dass die Geschäftsleitung bei einem verschlechterten Geschäftsgang rasch Dritten (z.B. den Kreditgebern) Rechenschaft ablegen muss. Eine stärkere Fremdfinanzierung hätte umgekehrt den Nachteil eines grösseren Illiquiditätsrisikos. Eine Finanzierung mittels kurzfristiger Schulden erfolgt deshalb häufig über die Banken: mit diesen kann bei drohender Illiquidität besser über eine Umschuldung verhandelt werden als mit einer Vielzahl von Publikumsgläubigern (vgl. Diamond, 1994). Es erstaunt deshalb nicht, dass die Fremdfinanzierung der schweizerischen Unternehmen vor allem aus Bankkrediten besteht. Dies widerspiegelt weniger die «Macht der Banken» als vielmehr die Rolle des Bankkredits bei der Beschränkung der Illiquiditätskosten (siehe auch Rich und Walter, 1993).

Die Banken können eine Kontrollfunktion gegenüber den Geschäftsleitungen wahrnehmen. Erstens sind die Banken in vielen Verwaltungsräten personell vertreten. Zweitens sind sie – wie erwähnt – wichtige Kreditgeber. Drittens schliesslich verfügen sie aufgrund der ihnen anvertrauten Depotstimmen und der Stimmen ihrer Anlagefonds über ein bedeutendes Gewicht an den Generalversammlungen schweizerischer Unternehmen. Möglicherweise machen die Banken einen gewissen Einfluss auf die Geschäftsleitung der Unternehmen «hinter verschlossenen Türen» geltend. Vieles deutet jedoch darauf hin, dass die Banken in normalen Zeiten kaum eine wesentliche Kontrollfunktion ausüben. Sie stimmen an der Generalversammlung in aller Regel für die Anträge des Verwaltungsrates. Als Kreditgeber spielen sie eine aktive Rolle fast nur in Unternehmen, welche in eine akute Krise geraten sind und mit Bankhilfe saniert werden müssen.

Der Markt für Unternehmenskontrolle funktioniert in der Schweiz (wie in den meisten europäischen Ländern) verhältnismässig schlecht. «Unfreundliche» – d.h. von der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft abgelehnte – Übernahmen sind selten. Die breite Streuung der Aktien, die erwähnte Rolle der Banken sowie die zulässigen Beschränkungen der Aktienübertragung (Vinkulierung) und des Stimmrechts (Obergrenzen für Stimmanteile) machen die Übernahme eines

Unternehmens gegen den Willen der Geschäftsleitung schwierig.

Immerhin versucht das neue Aktienrecht die Stellung des Aktionärs zu verbessern. So kann eine Gesellschaft die Übertragung von Namenaktien zwar noch ablehnen, muss aber in der Regel einen sogenannten «wichtigen Grund» abgeben können. Allerdings lässt das Gesetz Bestimmungen über die Zusammensetzung des Aktionärskreises als wichtige Gründe zu, was Übernahmen gegen den Willen der Geschäftsleitung stark erschwert (Art. 685b Abs. 1f. OR). Bei börsenkotierten Aktien sind nur noch Beschränkungen des prozentualen Anteils eines Aktionärs zulässige Ablehnungsgründe (Art. 685d OR). Auch ist der Aktionär besser gegen eine Verwässerung seiner Anteile geschützt (Art. 653c OR). Ferner wird der Erwerb eigener Aktien durch die Unternehmung eingeschränkt (Art. 659 OR); die Stimmrechte auf solchen Aktien ruhen (Art. 659a OR). Diese Bestimmungen erstrecken sich auch auf Aktien im Besitz von Tochtergesellschaften (Art. 659b OR) (nicht aber auf die Aktien einer Bank im Besitz ihrer Anlagefonds). Ebenfalls aktionärsfreundlicher ist schliesslich die Ausübung des Depotstimmrechts geregelt (Art. 689 OR).

Das kommende Börsengesetz dürfte die Stellung des Aktionärs gegenüber der Geschäftsleitung börsenkotierter Unternehmen hingegen eher verschlechtern, da die Bestimmungen betreffend Übernahmeangebote (Art. 22–33) und die Meldepflicht von Beteiligungen (Art. 20) unfreundliche Firmenübernahmen verteuern bzw. (noch) unwahrscheinlicher machen.

In einer speziell dem Thema Unternehmenskontrolle (*corporate governance*) in der Schweiz gewidmeten Studie kommt Meier-Schatz (1993) im Einklang mit anderen Autoren zum Schluss, dass in der Schweiz ein Problem der Unternehmenskontrolle bestehe. Er verwendet ähnliche Argumente wie die hier aufgeführten, betont jedoch besonders den Einfluss der «Geschäftskultur» (Zusammenhalt innerhalb der Verwaltungsräte), die geringe Bedeutung von Erfolgsprämien und die geringe Effizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle. Im übrigen zitiert er zahlreiche Beiträge, welche Einzelaspekte genauer belegen.

4. Aktionärsstruktur und Unternehmenspolitik

a) Theoretische Überlegungen

Berle und Means (1932) befürchteten in ihrem bereits erwähnten Werk, eine zunehmende Ballung von Aktien in der Hand institutioneller Anleger führe zu einer gefährlichen Machtkonzentration. Berle drückte dies in einem Interview mit *Dun's Review* später pointiert aus (Farrar und Girton, 1981):

In recent years, stock has become more and more concentrated in the hands of institutional investors. Among the most powerful are the trust departments of big banks... About fifteen or twenty of the big banks through their trust departments could today mobilize voting control of a very large percentage of American industry... The current estimate – it frightens me – is that 1970 institutional investors will hold one-third of the stock of all corporations listed on the NYSE.

Zahlenmässig hat Berle mit seiner Prognose ungefähr recht behalten (Tabelle 2), wenn er auch das Gewicht der Banken gegenüber anderen institutionellen Anlegern überschätzte. Die Auswirkungen der prognostizierten Entwicklung sind schwieriger zu beurteilen. Es trifft sicher zu, dass der Vormarsch institutioneller Anleger das Kräfteverhältnis zwischen Aktionären und Geschäftsleitungen verändert und damit indirekt auch den Wert der Unternehmen beeinflusst.

Theoretisch bedeutet ein steigender Anteil institutioneller Anleger eine aktivere Unternehmenskontrolle. Die von den (relativ wenigen) institutionellen Anlegern erworbenen Aktien stammen vor allem aus den Portfolios der (relativ zahlreichen) Haushalte. Deshalb steigen mit zunehmendem Gewicht der Institutionellen die Anzahl und die Stimmkraft derjenigen Aktionäre, für die es sich lohnt, die Geschäftsleitung zu überwachen. Gleichzeitig ändert auch die qualitative Zusammensetzung des Aktionärskreises. Institutionelle Aktionäre verfügen eher über die Kenntnisse, unternehmenspolitische Entscheide zu beurteilen, als Publikumsaktionäre.

Das von Jensen und Meckling (1976) beschriebene Trittbrettfahrerproblem wird dadurch ent-

schrärf: Bei breit gestreutem Aktienbesitz lohnt es sich für den einzelnen Aktionär kaum, Anstrengungen zur Informationsbeschaffung und zur Kontrolle des Managements zu unternehmen; Aktionäre mit grösseren Paketen hingegen können die Früchte von Kontrollanstrengungen zu einem grösseren Anteil selber ernten. Es ist deshalb theoretisch zu erwarten, dass eine Unternehmung unter sonst gleichen Umständen bei konzentrierterem Aktienbesitz stärker im Interesse der Aktionäre geführt wird und einen höheren Wert aufweist. Voraussetzung ist, dass die institutionellen Anleger in der Praxis auch tatsächlich bereit sind, eine aktive Rolle gegenüber den Geschäftsleitungen zu spielen.

b) Empirische Untersuchungen

Der Einfluss der Aktionärsstruktur auf den Wert von Unternehmen wurde in den letzten Jahren in zahlreichen – v.a. amerikanischen – Studien untersucht. Eine Übersicht geben Servaes und Zenner (1994), Short (1994) sowie Black (1992 a), (1992 b).

Die empirische Literatur unterscheidet zwischen dem Einfluss einer Kapitalbeteiligung durch das Management (*inside equity*) und den Wirkungen unterschiedlicher Strukturen der Beteiligung durch aussenstehende Aktionäre (*outside equity*). Der vorliegende Abschnitt versucht eine grobe Zusammenfassung mit dem Vorbehalt, dass die Studien zum Teil nur schwer vergleichbar sind. Einerseits verwenden sie unterschiedliche Stichproben und Zeiträume, aber auch unterschiedliche Masse für die Aktionärsstruktur sowie für den Einfluss der Geschäftspolitik auf den Unternehmenswert.

Fast alle Untersuchungen gelten grossen oder zumindest börsenkotierten Unternehmungen. Die untersuchten Zeiträume umfassen zwischen zwei und achtzehn Jahren innerhalb der vergangenen vier Jahrzehnte. Die Aktionärsstruktur wird abgebildet mit unterschiedlichen Schwellenwerten für die Kapitalanteile der Manager oder der aussenstehenden Besitzer grösserer Pakete, aber auch mit Konzentrationsmassen (z.B. Herfindahl-Index), welche sämtliche Kapitalanteile berücksichtigen. Einzelne Studien versuchen, auch vor-

handene Beziehungen zwischen einzelnen Aktionären oder zwischen Aktionären und der Geschäftsleitung einzubeziehen.

Als Masse der Effizienz der Unternehmung wird eine Vielzahl von Grössen verwendet. Im Vordergrund stehen der Firmenwert, ferner die Profitabilität (Gewinnwachstum, Eigenmittelrendite u.a.); einzelne Untersuchungen verwenden Tobins q (Firmenwert/Wiederbeschaffungswert), andere die Prämie, welche ein Übernehmer zu zahlen bereit ist, wieder andere verwenden diskretionäre Entscheidungen wie z.B. die Einführung von Anti-Takeover-Massnahmen. Studien, die den Einfluss der Aktionärsstruktur auf das Risiko eines Unternehmens testen wollen, verwenden Masse wie die Volatilität der Börsenkapitalisierung oder der Gewinne.

Inside equity

Die Kapitalbeteiligung des Managements (*inside equity*) müsste nach der Hypothese von Jensen und Meckling (1976) den Wert einer Unternehmung erhöhen, da sie Interessen von Managern und Aktionären annähert. Diese Wirkung lässt sich auch empirisch nachweisen. Die Resultate sind jedoch weniger deutlich, als dies theoretisch zu erwarten wäre. Zum einen dürfte auch für Geschäftsführer ohne Kapitalbeteiligung ein Anreiz zur Wertmaximierung bestehen (Reputation, direkte oder indirekte Beteiligung am Unternehmenserfolg). Zum andern hat eine Kapitalbeteiligung des Managements auch ihre Schattenseiten: Das Management einer Publikumsgesellschaft kann sich einem als «feindlich» empfundenen Übernahmeversuch bereits ab einem relativ geringen Kapitalanteil von rund 5% wirksam entgegenstellen. Der Widerstand des Managements gegen einen Übernahmeversuch kann entweder dazu führen, dass der Übernahmepreis in die Höhe getrieben wird, oder dazu, dass die Übernahme unterbleibt. Im einen Fall steigt der Wert der Unternehmung, im anderen fällt er (Stulz 1988). Slovin und Sushka (1993) bestätigen einen Teil der Hypothese von Stulz, indem sie zeigen, dass der Tod eines geschäftsführenden Grossaktionärs (und die meist folgende Aufteilung seines Pakets) den Wert einer Unternehmung erhöht. Der Firmenwert nimmt aus diesen Gründen nicht so

eindeutig und linear mit der Eigenbeteiligung der Manager zu, wie es die These von Jensen und Meckling erwarten liesse.

Outside equity

Die Vermutung, wonach das Vorhandensein eines oder mehrerer aussenstehender Grossaktionäre den Wert einer Firma erhöht, wird empirisch im grossen ganzen bestätigt. Grossaktionäre kontrollieren nicht nur die Geschäftsführung besser, sie stellen sich auch eher gegen (wertmindernde) Massnahmen zur Abwehr von Übernahmeversuchen (Übertragungsbeschränkungen, Stimmrechtsaktien, Vorratsaktien ohne Bezugsrecht der bestehenden Aktionäre). Auf lange Sicht die beste Strategie gegen eine drohende Übernahme ist die Maximierung des Unternehmenswertes. Shleifer und Vishny (1986) können denn auch zeigen, dass die Drohung einer Übernahme durch einen vorhandenen Grossaktionär das Management zu besserer Wahrung der Aktionärsinteressen anspornt.

Der günstige Einfluss von Grossaktionären auf den Wert der Unternehmen ist aber nicht immer eindeutig. Bei mittleren Kapitalanteilen (zwischen 10% und 25%) werden zum Teil auch negative Auswirkungen gemessen. Aktionäre mit Paketen in dieser Grössenordnung sind offenbar mächtig genug, um sich Vorteile auf Kosten der Kleinaktionäre zu verschaffen. Bei einer Beteiligung von über 25% schwindet der Anreiz zur Erzielung von Privatvorteilen, da diese in bedeutendem Mass vom Grossaktionär selbst finanziert werden müssen.

Verhalten sich institutionelle Aktionäre verschieden von anderen Grossaktionären? Institutionelle Anleger nehmen gemäss Brickley, Lease und Smith (1988) aktiver an Abstimmungen teil als Publikumsaktionäre. Sie widersetzen sich wertmindernden Vorschlägen wie Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen eher. Ausserhalb von Abstimmungen bleiben die Institutionellen aber offenbar eher passiv (Ausnahmen sind beispielsweise die sehr aktive kalifornische Pensionskasse CALPERS). Die Mehrzahl der Pensionskassen scheint nicht an unternehmerischer Mitverantwortung interessiert. Zudem können institutionelle Anleger

Interessenkonflikten unterliegen, z.B. dann, wenn sie Aktien von Firmen halten, mit denen sie eigene Geschäftsbeziehungen pflegen. Brickley, Lease und Smith (1988) können eine entsprechende Wirkung nachweisen: Institutionelle Anleger, die eigene Geschäfte mit den Unternehmungen pflegen, an denen sie beteiligt sind, wie Banken und Versicherungen, leisten eher Widerstand gegen wertmindernde Vorhaben der Geschäftsleitung im Vergleich zu neutralen Institutionen wie Pensionskassen und Anlagefonds (soweit die Politik eines Anlagefonds genügend unabhängig von der Depotbank ist).

c) Fazit

Das Vorhandensein eines Grossaktionärs mit einem nicht zu hohen Kapitalanteil (bis ca. 5%) stärkt offenbar den Wert einer Unternehmung. Dies gilt auch, wenn der Grossaktionär an der Unternehmensführung beteiligt ist. Bei höheren Anteilen (10–25%) sind gegenläufige Wirkungen vorhanden. Ungünstig wirkt sich ein Grossaktionär dann aus, wenn er private Vorteile aus seiner Beteiligung ziehen kann.

Institutionelle Anleger sind insgesamt gegenüber den Vorschlägen der Geschäftsleitungen eher kritischer eingestellt als Publikumsaktionäre. Dies gilt allerdings dann nicht, wenn mit der fraglichen Unternehmung Geschäftsbeziehungen bestehen.

Diese Folgerungen beruhen auf amerikanischen Untersuchungen. Empirische Studien über schweizerische Unternehmen liegen nicht vor; ob die Aussagen auch unter schweizerischen Verhältnissen gelten, ist deshalb ungewiss.

5. Spezialfall: Banken unter dem Einfluss von Grossaktionären

a) Theoretische Überlegungen

Die oben besprochenen, aus Untersuchungen des Nichtbanken-Sektors gewonnenen Ergebnisse lassen sich nicht ohne weiteres auf Banken übertragen. Banken unterscheiden sich in verschiedenen – für das Verhältnis zwischen Aktio-

nären und anderen Parteien relevanten – Punkten von anderen Unternehmen.

Erstens besteht ein öffentliches Interesse an der Sicherheit der Banken: Einerseits genießt der Banksparener in der Schweiz einen gesetzlichen Schutz, andererseits hängt die Wirtschaft von der Kreditversorgung durch die Banken ab. Zudem können Probleme einer Bank rasch auf andere Banken übergreifen. Banken Krisen können eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik erschweren; auch die Nationalbank ist deshalb an einem stabilen Bankwesen interessiert.

Die Rentabilität und die Sicherheit einer Bank hängen eng zusammen. Einerseits kann eine gewinnträchtige Bank langfristig Eigenmittel bilden. Andererseits lassen sich Gewinne nicht ohne Risiken erzielen. Als Faustregel liesse sich deshalb sagen: Eine höhere Rentabilität beinhaltet kurzfristig grössere Risiken, langfristig erleichtert sie hingegen die Kapitalbildung und ist der Sicherheit der Bank eher zuträglich.

Zweitens kann ein massgeblicher Grossaktionär für eine Bank leichter gefährlich werden als für ein Industrieunternehmen, da er einen beherrschenden Einfluss eher zu seinen Gunsten ausnützen kann. Durch Kreditgewährung oder durch das Erbringen anderer Dienstleistungen, allenfalls auch durch die Preisgabe von Informationen oder die Beeinflussung von Kursen, kann eine Bank einem Grossaktionär oder ihm nahestehenden Firmen Vorteile verschaffen. Vor allem die Beteiligung an einer Universalbank, welche über vielfältige Beziehungen zum Rest der Wirtschaft verfügt, schafft Interessenkonflikte.

Drittens steht bei verschiedenen Schweizer Banken ein Teil der Aktienstimmen de facto unter dem Einfluss der Geschäftsleitung. Dazu gehören die Stimmen (a) aus Kundendepots bei der Bank und bei «solidarisch» stimmenden anderen Banken, (b) bankeigener Anlagefonds, (c) aus Beteiligungen nahestehender Unternehmen, (d) der Pensionskasse der Bank sowie (e) aus allfälligen Mitarbeiteraktien. Ein aussenstehender Grossaktionär braucht deshalb bei einer Bank einen höheren Kapitalanteil als bei einer anderen Unternehmung, um die von der Geschäftsleitung beeinflussten Stimmen aufwiegen und einen

Einfluss auf die Geschäftspolitik ausüben zu können.

Viertens hat eine Bank, mindestens ab einer gewissen Grösse, keinen wichtigen Kreditgeber, wie ihn viele Industrieunternehmen in Form ihrer Hausbank haben. Damit fehlt zum einen eine wichtige, an der Sicherheit der Bank interessierte Stimme und zum andern eine «weiche» Kreditform, d.h. eine, bei der bei schlechtem Geschäftsgang mit dem Gläubiger verhandelt werden kann, zur Verfügung (vgl. dazu Diamond 1994). Banken hängen stark von einer Vielzahl von kleinen Gläubigern ab, mit denen im Problemfall kaum verhandelt werden kann. Die Publikumsgelder üben eine relativ brutale Kontrollfunktion aus, indem sie zu einem grossen Teil kurzfristig zurückgezogen werden können. Rund 20 Prozent der Bilanzsumme der Schweizer Banken sind «kurzfristige Verbindlichkeiten» im Sinne der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften. Das Damoklesschwert eines geballten Rückzugs der kurzfristigen Gelder hängt deshalb über Geschäftsleitung und Aktionären und zwingt die Bank zu einer verantwortlichen Geschäftspolitik. Calomiris und Kahn (1991) gehen sogar so weit, die «Fristentransformation» der Banken weniger mit der Schaffung von Liquidität für die Einleger, sondern mit der Notwendigkeit der Unternehmenskontrolle durch die Inhaber kurzfristiger Einlagen zu begründen. Einleger, die sich über die Bonität einer Bank informieren, werden für ihre Informationskosten dadurch entschädigt, dass sie bei einem Schaltersturm ihre Guthaben als erste zurückziehen können. Geschwächt wird die disziplinierende Wirkung der kurzfristigen Einlagen allerdings, wenn die Einleger durch die Bank getäuscht werden oder wenn sie auf Garantien durch Dritte zählen können, seien diese explizit (Einlagenversicherung, Staatsgarantie für Kantonalbanken) oder nur implizit.

Fünftens verfügen Banken über wenig Eigenmittel im Verhältnis zu ihrem Geschäftsvolumen (Bilanzsumme plus Ausserbilanzgeschäfte). Nur Versicherungen sind ähnlich knapp kapitalisiert bzw. so stark fremdfinanziert. Banken operieren also im Vergleich zu Unternehmen anderer Branchen relativ knapp an der Insolvenzgrenze. Bei ihnen tritt deshalb ein Problem auf, das bei vorwiegend selbstfinanzierten Unternehmen vernachlässigt

werden kann. Der Aktionär eines teilweise fremdfinanzierten Unternehmens hat nämlich einen Anreiz, hinter dem Rücken und zu Lasten der Fremdkapitalgeber dem Unternehmen Substanz zu entziehen oder Risiken aufzuerlegen. Bei knapp kapitalisierten Unternehmen ist dieser Anreiz besonders stark.

Am besten lässt sich dies erläutern durch die Darstellung der Aktie als Option. Eine Aktie eröffnet im Prinzip unbeschränkte Gewinnchancen, aber – dank der beschränkten Haftung des Aktionärs – ein limitiertes Verlustpotential. Eine Aktie stellt deshalb eine Call-Option auf das Firmenvermögen dar, deren Ausübungspreis gleich dem Nominalwert des Fremdkapitals ist. Der Aktionär kann, mit anderen Worten, bei Fälligkeit des Fremdkapitals zwischen zwei Möglichkeiten wählen: 1.) Er kann das Fremdkapital zurückzahlen, d.h. seine Kaufoption auf das Firmenvermögen gegenüber den Fremdkapitalgebern ausüben; 2.) er kann den Gläubigern die Vermögenswerte des Unternehmens als Konkursmasse überlassen, womit seine Option auf dieses Vermögen verfällt. Der Aktionär eines solventen Unternehmens (Firmenvermögen übersteigt den Nominalwert des Fremdkapitals) wird die erste Möglichkeit, der Aktionär einer insolventen Unternehmung die zweite wählen. Aufgrund dieser Optionsstruktur der Aktie hat der Aktionär ein Interesse, Substanz aus der Unternehmung herauszunehmen: Jede Auszahlung kommt ihm (abgesehen von Steuern) voll zugute, während der Wert seiner Aktie nicht um den vollen Ausschüttungsbetrag, sondern nur um den (geringeren) sogenannten Deltawert abnimmt. Ferner hat der Aktionär ein Interesse, das Risiko auf dem Firmenvermögen zu vergrössern: Im günstigen Fall fällt ihm der Gewinn zu, im ungünstigen Fall (Bankrott) verliert der Fremdkapitalgeber. Auch hier gilt, dass eine Option wertvoller wird, wenn die Volatilität des Grundkontraktes zunimmt. Eindruckliche Beispiele zur Bereicherung der Aktionäre amerikanischer Sparkassen auf Kosten der Fremdkapitalgeber in den achtziger Jahren gibt der weiter unten besprochene Artikel von Akerlof und Romer (1993). Eine interessante theoretische Erweiterung geben Cheney und Gibson (1993) anhand der sogenannten *down-and-out*-Option. Sie zeigen, dass der Wert der Option der Aktionäre – und damit der Anreiz, die Fremdkapitalgeber zu

schädigen – wesentlich geringer ist, wenn die Aufsichtsbehörde schwach kapitalisierte Banken frühzeitig schliesst, d.h. bevor die Vermögenswerte so weit aufgezehrt sind, dass das Fremdkapital nicht mehr gedeckt ist. Der Schutz der Aktionäre vor einem ungünstigen Geschäftsgang und die damit verbundene Enteignung der Einleger kommen bei frühzeitiger Schliessung nie voll zum Tragen.

b) Empirische Untersuchungen

Es gibt wenige Untersuchungen über den Einfluss der Aktionärsstruktur auf Banken. In einer Studie über die Krise der amerikanischen Sparkassen in den achtziger Jahren finden Akerlof und Romer (1993) unter anderem einen starken – und häufig fatalen – Einfluss von Gross- oder Einzelaktionären auf die Geschäftspolitik der Sparkassen. Die Autoren bestätigen beide der oben optionstheoretisch begründeten Erwartungen, nämlich dass Aktionäre versuchen, (1.) die Risiken der Bank zu erhöhen und (2.) Substanz aus der Bank zu entnehmen. Beides ist um so attraktiver, über je weniger Eigenmittel die Bank verfügt, und um so erfolgreicher, je besser die Einleger durch eine Versicherung geschützt sind. Das Eingehen von Risiken wurde den Sparkassen durch eine weitgehende Lockerung ihrer gesetzlichen Anlagebeschränkungen und die Versicherung ihrer Einlagen erleichtert. Akerlof und Romer erwähnen aber sogar Beispiele, in denen Banken Projekte finanzierten, die vorhersehbar keine Chance hatten, je zu rentieren; aus Sicht der Aktionäre lohnte sich dies, weil diese Projekte in den ersten Jahren hohe (zum Teil ebenfalls von der Bank vorgeschossene!) Zinseingänge lieferten, welche ihrerseits hohe Buchgewinne und mithin Dividendenauszahlungen ermöglichten.

Saunders, Strock und Travlos (1990) untersuchen den empirischen Zusammenhang zwischen der Eigentumsstruktur von 256 amerikanischen Banken und dem Grad ihrer Risikoübernahme. Ihre Variable für die Eigentumsstruktur ist die Kapitalbeteiligung der Manager. Diese soll den Einfluss der Aktionäre auf die Geschäftspolitik messen. Die Autoren finden im Zeitraum 1978–85 Unterstützung für ihre beiden Hypothesen, nämlich dass (1.) ein stärkerer Einfluss der Aktionäre mit

höheren Risiken auf dem Bankvermögen einhergehe und (2.) dass dieser Zusammenhang in Zeiten der Deregulierung (in denen die Banken zusätzliche Anlagemöglichkeiten erhalten) enger ist. Sie schliessen daraus, dass die Bankenaufsicht ihre begrenzten Mittel vor allem in Deregulierungsphasen stärker auf aktionärsbeherrschte Banken (gemeint: solche, in denen die Manager relativ stark am Kapital beteiligt sind) richten sollten. Sie schlagen auch vor, Änderungen in der Eigentumsstruktur als Frühwarnsignale zu benutzen.

Park (1994) untersucht die Ursachen des stark verschlechterten Geschäftsgangs und der zahlreichen Zusammenbrüche amerikanischer Banken im Zeitraum 1975–90. Mit Stichproben von 318 bis 500 Banken testet er drei mögliche Ursachen: (1.) Risikoübernahme der Aktionäre auf Kosten der Einleger, (2.) «Flucht nach vorn» durch Manager unrentabler Banken sowie (3.) externe Schocks. Ebenfalls in die Schätzungen einbezogen sind Variablen für die Höhe des Eigenkapitals und für die Rentabilität. Das Risiko misst Park mit verschiedenen Hilfsgrössen wie Wachstum des Kreditvolumens, Anteil riskanter Kredite oder Art der Finanzierung. Generell findet er, dass knapp kapitalisierte oder wenig rentable Banken oft, aber nicht immer, hohe Risiken eingehen. Bei jenen Banken, die hohe Risiken wählen, findet Park einen gewissen Einfluss der Eigentumsstruktur, der allerdings wegen der schlechten Daten für diese Variable zu relativieren ist. Banken, die zu Multi-Bank-Holdinggesellschaften gehören, scheinen risikofreudiger zu sein als unabhängige oder zu Ein-Bank-Holdinggesellschaften gehörende Banken. Externe Schocks (z.B. der Rückgang der Immobilienpreise) spielten ebenfalls eine Rolle, allerdings vorwiegend bei den ohnehin riskant geführten Banken.

Schranz (1993) schliesslich untersucht, inwieweit eine Übernahmeforderung das Management einer Bank dazu antreibt, den Firmenwert zu maximieren. Die Autorin vergleicht Banken aus amerikanischen Bundesstaaten, in denen wegen gesetzlicher Hemmnisse kein funktionierender Markt für die Unternehmenskontrolle von Banken vorhanden ist, mit solchen aus Bundesstaaten, in denen die Möglichkeit einer Übernahme besteht. Die auf zwei getrennte Perioden (1979 und 1987) bezo-

gene Schätzung beruht auf Stichproben von 112 bzw. 85 Banken. Die Autorin findet, dass diejenigen 70% der Banken, die grundsätzlich einer Übernahmedrohung ausgesetzt sind, signifikant profitabler arbeiten. Auch eine Kapitalbeteiligung der Manager und eine Konzentration des externen Aktienbesitzes (Kapitalanteil der fünf grössten nicht-geschäftsführenden Aktionäre) wirken sich eher günstig aus.

c) Fazit

Auch bei Banken dürfte sich der Einfluss grösserer Aktionäre günstig auf die Rentabilität auswirken. Inwiefern dies mit höheren Risiken erkauft wird, ist noch unklar. Die theoretisch begründete Vermutung, dass eine Bank um so höhere Risiken eingeht, je schlechter kapitalisiert und je unrentabler sie ist, je grösser der Einfluss der Aktionäre auf die Geschäftspolitik ist und je besser die Einleger versichert sind, lässt sich bisher empirisch nur teilweise untermauern. Der hier vor allem interessierende Zusammenhang zwischen Aktionärsstruktur und Risikopolitik lässt sich aus mindestens zwei Gründen schlecht nachweisen: Zum einen liegen zu wenige Daten über die Aktionärsstruktur vor, und auch die Risikomessung ist nicht problemlos. Zum andern sind die Zusammenhänge nicht mechanisch: Einzelne Banken scheinen unter sonst vergleichbaren Umständen dem Anreiz zu riskanter Geschäftsführung zu verfallen, während ihm andere widerstehen. Dennoch dürfte die Eigentümerstruktur einer Bank der Bankenaufsicht nützliche Hinweise geben. Besondere Aufmerksamkeit verdienen schlecht kapitalisierte Banken, die von einem Gross- oder Einzelaktionär geführt werden und die stark in Bereichen mit rasch wechselnden Risiken wie z. B. dem Derivatgeschäft tätig sind. Im übrigen enthält das Schweizerische Bankengesetz seit der jüngsten Revision die Bestimmung, wonach Aktionäre, die über 10% der Stimmen oder des Kapitals verfügen, Gewähr dafür bieten müssen, «dass sich ihr Einfluss nicht zum Schaden einer umsichtigen und soliden Geschäftstätigkeit auswirkt» (Art. 3 Abs. 2 lit. c).

6. Schlussfolgerungen

Die Anteile institutioneller Anleger am Total schweizerischer Aktiven ist in den vergangenen Jahren gestiegen. Es liegt noch tiefer als in den Vereinigten Staaten oder im Vereinigten Königreich, aber höher als in jenen Ländern, deren Altersvorsorge vor allem nach dem Umlageverfahren finanziert wird.

Die Stellung der institutionellen Aktionäre gegenüber den Geschäftsleitungen der Unternehmen wird tendenziell stärker, und ausländische Erfahrungen lassen vermuten, dass sich Pensionskassen und andere institutionelle Anleger mit der Zeit vermehrt um die Politik «ihrer» Unternehmen kümmern werden.

Aufgrund theoretischer Überlegungen und empirischer Studien erhöht das Vorhandensein von Grossaktionären den Wert eines Unternehmens. Bei Anteilen über 5 bis 10% am Kapital einer Unternehmung sind auch negative Einflüsse feststellbar, insbesondere wenn zwischen Aktionär und Unternehmung Geschäftsbeziehungen oder andere Interessenverflechtungen bestehen.

Auch Banken dürften sich stärker an den Aktionärsinteressen, d.h. am Firmenwert, orientieren, wenn einzelne Aktionäre wichtig genug sind, dass es sich für sie lohnt, an der Aufsicht über die Geschäftsleitung mitzuwirken. Gerade bei Banken, deren Aktien zum Teil indirekt unter dem Einfluss der Geschäftsleitung stehen, kann ein Grossaktionär dem Eigeninteresse der Geschäftsleiter entgegenwirken. Auch Banken dürften deshalb vom Vorhandensein von Grossaktionären eher profitieren. Allerdings kann ein stärkeres Streben nach *shareholder value* mit grösseren Risiken verbunden sein, welche letztlich der Einleger trägt. Der Interessengegensatz zwischen Aktionär und Einleger ist bei einer Bank wegen des hohen Grades an Fremdfinanzierung besonders ausgeprägt. Je besser eine Bank mit Eigenmitteln ausgestattet ist, desto eher wirkt sich das von Grossaktionären durchgesetzte Aktionärsinteresse günstig auf die Sicherheit der Bank aus.

Literaturverzeichnis

- Akerlof, George A. und David Romer (1993). Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit. *Brookings Papers on Economic Activity* (2), S. 1–60.
- Berle, A. A., Jr. und G. C. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan.
- Black, Bernard S. (1992a). Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice. *UCLA Law Review* 39, S. 811–893.
- Black, Bernard S. (1992b). The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence. *UCLA Law Review* 39, S. 895–939.
- Brickley, James A., Ronald C. Lease und Clifford W. Smith, Jr. (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics* 20, S. 267–291.
- Calomiris, C. und C. Kahn (1991). The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements. *American Economic Review* 81, S. 497–513.
- Cheney, Marc und Rajna Gibson (1993). The investment policy and the pricing of equity in a levered firm: a reexamination of the contingent claims' valuation approach. *Working paper No. 9403*, HEC, Université de Lausanne.
- Diamond, Douglas W. (1994). Corporate Capital Structure: The Control Roles of Bank and Public Debt with Taxes and Costly Bankruptcy, Federal Reserve Bank of Richmond. *Economic Quarterly* 80, S. 11–37.
- Egli, Dominik (1991). Zur Finanzierung von Investitionen. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 127 (September), S. 525–535.
- Farrar, Donald E. und Lance Girton (1981). Institutional Investors and Concentration of Financial Power: Berle and Means Revisited. *The Journal of Finance* 36, S. 369–381.
- Harris, Milton und Artur Raviv (1989). The Design of Securities. *Journal of Financial Economics* 24, S. 255–287.
- Hermann, Werner und G. J. Santoni (1989). The Cost of Restricting Corporate Takeovers: A Lesson from Switzerland, Federal Reserve Bank of St. Louis. *Review* 71, No. 6, S. 3–11.
- Jensen, Michael C. und William H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, S. 305–360.
- Meier-Schatz, Christian (1993). Legal Aspects and Institutional Realities of Corporate Governance in Switzerland. *Finanzmarkt und Portfolio-Management* 7, S. 309–321.
- OECD (1995). *Etudes Economiques de l'OCDE 1994–1995, Italie*, Paris.
- Park, Sangkyun (1994). Explanations for the Increased Riskiness of Banks in the 1980s, Federal Reserve Bank of St. Louis. *Review* 76, No. 4 (July/August), S. 3–23.
- Reisen, Helmut (1994). *On the Wealth of Nations and Retirees*. Reprinted from *Finance and the International Economy* No. 8, OECD Development Center, Reprint Series No. 54.
- Rich, Georg und Christian Walter (1993). The Future of Universal Banking. *The Cato Journal* 13, S. 289–313.
- Saunders, Anthony, Elizabeth Strock und Nickolaos G. Travlos (1990). Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking. *The Journal of Finance* 45, S. 643–654.
- Schranz, Mary S. (1993). Takeovers Improve Firm Performance: Evidence from the Banking Industry. *Journal of Political Economy* 101, S. 299–326.
- Servaes, Henri und Marc Zenner (1994). Ownership Structure. *Finanzmarkt und Portfolio-Management* 8, S. 184–196.
- Shleifer, Andrei und Robert W. Vishny (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* 95, S. 461–488.
- Short, Helen (1994). Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms. *Journal of Economic Surveys* 8, S. 203–249.
- Slovin, Myron B. und Marie E. Sushka (1993). Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from the Death of Inside Blockholders. *The Journal of Finance* 48, S. 1293–1321.
- Smith, Adam (1776). *The Wealth of Nations*. Reprinted, Chicago: University of Chicago Press, 1976.
- Stulz, René M. (1988). Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 20, S. 25–54.

Inflation und Wachstum

Daniel Heller*

1. Einleitung

Seit Mitte der fünfziger Jahre bildet der Zusammenhang zwischen Inflation und Wirtschaftswachstum einen Forschungsschwerpunkt der Volkswirtschaftslehre. Die Art und Weise, wie die Wissenschaft diese Frage betrachtet, hat sich seither mehrmals verändert, wobei die Sichtweise der Theorie eng an die realwirtschaftliche Entwicklung gekoppelt war. Die Nachkriegszeit war bis in die späten sechziger Jahre durch ungeohnt hohes Wachstum bei mässiger Inflation geprägt. Beeinflusst durch Aufsätze von Phillips (1958) und Tobin (1965) vertraten viele Ökonomen die Ansicht, dass moderate Inflationsraten dem Wachstum förderlich sind. Dies hinterliess insbesondere in der Wirtschaftspolitik der Vereinigten Staaten Spuren, wo versucht wurde, mit einer expansiveren Geldversorgung die Arbeitslosigkeit zu senken. Als sich in den siebziger Jahren herausstellte, dass Arbeitslosigkeit und Inflation durchaus zusammen ansteigen können, fand in Theorie und Politik eine Neuorientierung statt, die bis heute nachwirkt.

Aufbauend auf Arbeiten von Friedman und Phelps setzte sich zunächst zusehends die Erkenntnis durch, dass der in der Phillips-Kurve verkörperte *trade off* zwischen Arbeitslosigkeit und Lohninflation nur in der kurzen Frist gilt und die Phillips-Kurve langfristig vertikal ist. Gleichzeitig gewann die Auffassung an Boden, dass stabile Preise die besten Voraussetzungen für ein ausgeglichenes Wirtschaftswachstum schaffen. Zu Beginn der neunziger Jahre war es dann vor allem die wachsende Verbreitung von Wachstumsmodellen, in denen Produktivitätsfortschritte endogen erzeugt werden, die der Analyse der Beziehung zwischen Inflation und langfristigem Wirtschaftswachstum neue Impulse gab. Es gibt heute eine Reihe von Modellen mit endogenem Wachstum, die die Auswirkungen der Inflation auf die langfristige Wachs-

tumsrate einer Volkswirtschaft untersuchen (z.B. De Gregori, 1993, und Dotsey und Ireland, 1994). Alle bis anhin veröffentlichten Modelle dieser Kategorie implizieren negative Wachstumseffekte der Inflation.

Ziel dieses Aufsatzes ist es, einen Überblick über die Zusammenhänge zwischen Inflation und langfristigem Wachstum zu vermitteln – und zwar hauptsächlich aus empirischer Sicht. Die empirische Untersuchung erfolgt anhand einer langfristigen Querschnittsanalyse für die Periode 1960–1990, die rund 90 Länder umfasst. Das Augenmerk liegt somit nicht auf der Analyse des Wachstums eines einzelnen Landes, sondern auf der Erklärung der Wachstumsunterschiede zwischen den Ländern. Dabei interessieren weniger einzelne Wachstumsepisoden als langfristige Durchschnittswerte. Die Ergebnisse bestätigen den von der neueren Literatur implizierten negativen Einfluss der Inflation auf das Wirtschaftswachstum. Insbesondere findet diese Studie, dass die Kosten der Inflation in Ländern mit niedriger Teuerung – wie beispielsweise der Schweiz – grösser sind, als aufgrund von früheren Studien angenommen werden konnte.

Der Rest dieses Aufsatzes ist in vier Teile gegliedert. Der nächste Abschnitt enthält einen Überblick über den Einfluss der Inflation auf das Wachstum aus Sicht der theoretischen Volkswirtschaftslehre. Im dritten Abschnitt werden die Ergebnisse einiger neuerer empirischer Untersuchungen besprochen. Im vierten Teil wird der Zusammenhang zwischen Inflation und Wachstum aufgrund eigener Schätzungen untersucht. Der letzte Teil enthält eine zusammenfassende Schlussbetrachtung.

2. Wohlfahrts- und Wachstumseffekte der Inflation

Die Volkswirtschaftslehre hat im Laufe der letzten Jahrzehnte eine umfangreiche Literatur über die Auswirkungen der Inflation auf die Produktion

* Ressort Volkswirtschaftliche Studien der Schweizerischen Nationalbank.

einer Volkswirtschaft hervorgebracht. In diesem Abschnitt werden einige monetäre Wachstumstheorien diskutiert, die im Hinblick auf die empirische Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Inflation und langfristigem Wachstum ausgewählt wurden. Zum besseren Verständnis soll zunächst kurz auf die Wohlfahrtseffekte der Inflation eingegangen werden, die von den Wirkungen auf die Produktion zu unterscheiden sind.¹

Inflation verursacht soziale Kosten, und zwar gleichgültig, ob sie antizipiert ist oder nicht. Zu den sozialen Kosten antizipierter Inflation zählen die Folgen der Inflation für die Geldhaltung. Ein Anstieg der Inflationsrate führt zu einem höheren Nominalzinssatz, der seinerseits die reale Kassahaltung verringert. Diese reduzierte Kassahaltung hat zur Folge, dass Wirtschaftsteilnehmer häufiger zur Bank gehen, um Geld abzuheben, d.h. die sogenannte *shopping time* nimmt zu. Bailey (1956) hat diese Konsequenzen der Inflation als Verringerung der Fläche unter der Geldnachfragekurve und damit als Reduktion der Konsumentenrente dargestellt. Die Inflation ist also eine Steuer auf der Kassahaltung und führt zu Wohlfahrtsverlusten. Für moderate Inflationsraten dürften die Wohlfahrtsverluste dieser Art verhältnismässig klein sein. Sowohl Fischer (1981) als auch McCallum (1989) schätzen sie auf ungefähr 0,3% des Bruttoinlandprodukts (BIP) für 10% Inflation.

Monetäre Wachstumstheorien analysieren nun neben diesen Wohlfahrtsaspekten auch die realwirtschaftlichen Wirkungen der Inflation. So hat Tobin (1965) ein Modell entwickelt, in welchem Inflation das Niveau der Produktion erhöht. Die inflationsinduzierte Reduktion der Kassahaltung führt bei Tobin über einen Portfolio-Effekt zu einem Anstieg der Investitionen, der dann seinerseits das gleichgewichtige Sozialprodukt erhöht. Zwei Jahre nach Tobin hat Sidrauski (1967) ein Modell publiziert, in dem die Inflation die Wohlfahrt über die reduzierte Kassahaltung zwar schmälert, aber keine Auswirkungen auf das Produktions- und Konsumniveau im *steady state* hat. In Anlehnung an Bailey wurden darüber hinaus verschiedene Modelle entwickelt, in denen die inflationsbedingte Zunahme der *shopping time* direkte Auswirkungen auf realwirtschaftliche Größen wie das Arbeitsangebot ausüben (z.B. Dornbusch und Frenkel, 1973).

Diese Modelle haben gemeinsam, dass sie keinen Einfluss der Inflation auf das langfristige Wachstum aufzeigen: Inflation beeinflusst nur die Wohlfahrt (Sidrauski) oder das Niveau der Produktion (Tobin). Sie bewegen sich damit im Rahmen der von Solow (1956) begründeten neoklassischen Wachstumstheorie. Bei Solow beeinflussen die Sparneigung oder das Bevölkerungswachstum nur das Niveau, nicht aber die langfristige Wachstumsrate der Produktion pro Kopf der Bevölkerung. Das Pro-Kopf-Wachstum der Wirtschaft wird in der langen Frist nur durch den exogen vorgegebenen technischen Fortschritt bestimmt. Weiter implizieren bei Solow abnehmende Skalenerträge des Kapitals, dass Länder mit einem tiefen Kapitalbestand pro Kopf der Bevölkerung zunächst schneller wachsen als kapitalreichere Länder. Dies bedeutet, dass die Einkommensniveaus aller Länder *ceteris paribus* langfristig konvergieren.

Eine grundlegend neue Art von Wachstumstheorie, in welcher der technische Fortschritt nicht mehr exogen vorgegeben ist, wurde durch Romer (1986 und 1990) und Lucas (1988) begründet. Gegenüber der neoklassischen Theorie veränderten Romer und Lucas in dieser bald als Neue Wachstumstheorie bezeichneten Richtung zwei wichtige Modelleigenschaften.² Zum einen wird der technische Fortschritt endogen erzeugt, d.h. Produktivitätsfortschritte werden unter Marktbedingungen durch die Entschiede der Wirtschaftssubjekte generiert. Zum anderen sind die Investitionen sowohl in Maschinen (Realkapital) als auch in die Ausbildung (Humankapital) durch die Situation steigender Skalenerträge und externer Effekte gekennzeichnet. Dies hat zur Folge, dass die Pro-Kopf-Einkommen der Länder im Unterschied zur neoklassischen Wachstumstheorie nicht konvergieren müssen und Investitionen in Real- und Humankapital permanente Wachstumseffekte haben können.

Die Modelle mit endogenem Wachstum wurden in den letzten Jahren so weiterentwickelt, dass der

¹ Siehe Driffill, Mizon und Ulph (1990) für eine umfassende Übersicht zu den Kosten der Inflation.

² Wachstumsmodelle dieser Art sind weniger neu, als der Name «Neue Wachstumstheorie» andeutet. Arrow hat schon 1962 ein Modell mit endogenem Wachstum publiziert.

Einfluss von Inflation auf das langfristige Wachstum einer Volkswirtschaft analysiert werden konnte (z.B. De Gregorio, 1993; Gomme, 1993; Jones und Manuelli, 1993; Dotsey und Ireland, 1994). Der grundlegende Unterschied gegenüber den älteren Modellen liegt darin, dass die zusätzliche Zeit, die ein Individuum bei höherer Inflation aufwenden muss, um seine Kassahaltung zu optimieren, den technischen Fortschritt und damit das Wirtschaftswachstum negativ beeinflusst.

Bei Jones und Manuelli (1993) verringert die Inflation das Verhältnis von Arbeit zu Freizeit, was zu einer geringeren Akkumulation von Humankapital führt. Bei Gomme (1993) führt Inflation zu einer Reduktion der Arbeitsentschädigung, wodurch in der Folge erneut die Produktion von Humankapital beeinträchtigt wird. Im Aufsatz von Dotsey und Ireland (1994) führt Inflation einerseits zu einer (ineffizienten) Substitution von Arbeit durch Freizeit und vergrössert andererseits den Finanzsektor. Dadurch werden produktive Arbeitskräfte gebunden, die nicht mehr zur Produktion von Gütern oder zur Erzeugung von Produktivitätsfortschritten eingesetzt werden können.

3. Frühere empirische Untersuchungen

Nicht zuletzt aufgrund der Aufmerksamkeit, welche die Neue Wachstumstheorie auf sich zu ziehen vermochte, wurden in den letzten Jahren zahlreiche Studien veröffentlicht, die die Bestimmungsfaktoren des Wirtschaftswachstums zum Gegenstand hatten. In diesem Abschnitt werden die Arbeiten von Levine und Renelt (1992), Grier und Tullock (1989), Fischer (1993) und Barro (1995) besprochen. Diese Aufsätze haben gemeinsam, dass unter den betrachteten erklärenden Variablen auch die Inflation figuriert.

Levine und Renelt (1992) gehen von der Beobachtung aus, dass in der Literatur für insgesamt mehr als fünfzig Variablen ein signifikanter Einfluss auf das Wirtschaftswachstum nachgewiesen wird. Sie argumentieren, es sei nicht plausibel, dass das Wachstum von einer derart hohen Anzahl von Variablen signifikant beeinflusst sein soll. Um die Robustheit der verschiedenen Erklärungsgrössen zu überprüfen, bedienen sich Levine und Renelt deshalb einer Sensitivitätsanalyse, indem sie die erklärenden Variablen in einer Serie von Regres-

sionen in wechselnder Zusammensetzung miteinander kombinieren. Eine langfristige Querschnittsanalyse, die auf den Daten von rund 100 Ländern (Durchschnitte der Periode 1960–1989) basiert, zeigt, dass nur gerade die Investitionsquote, das Pro-Kopf-Einkommen zu Beginn des Beobachtungszeitraums (1960) und ein Index für Humankapital die Wachstumsrate des Sozialprodukts robust beeinflussen. Alle anderen makroökonomischen Variablen wie die Inflation (Geldpolitik), der Exportanteil am Sozialprodukt (Handelspolitik) und Indikatoren der Fiskalpolitik treten entweder nicht immer signifikant auf oder wechseln je nach Schätzgleichung ihr Vorzeichen.

Grier und Tullock (1989) untersuchen die Determinanten des Wachstums anhand von Daten für 113 Länder, die den Zeitraum von 1951 bis 1980 abdecken. Die Autoren bilden Fünfjahresdurchschnitte, die sich nicht überschneiden, so dass sich pro Zeitreihe sechs Beobachtungen ergeben. Weiter werden die Beobachtungen in zwei Gruppen unterteilt, nämlich in OECD-Länder und die übrigen Länder. In den OECD-Ländern finden Grier und Tullock die folgenden statistisch signifikanten Einflüsse: Das Anfangseinkommen, das Wachstum der Staatsquote und die Varianz der Inflation beeinflussen das Wirtschaftswachstum negativ. Etwas überraschend resultieren indes für die Inflationsrate und deren Veränderung keine statistisch gesicherten Wachstumswirkungen. Der Grund liegt wohl in der kollinearen Beziehung zwischen dem Niveau und der Varianz der Inflation. In den Nicht-OECD-Ländern liegt der Erklärungsgehalt der verschiedenen Variablen im allgemeinen zwar bedeutend tiefer, doch ist dort ein statistisch signifikanter, negativer Einfluss der Inflation auf das Wachstum feststellbar.

Fischer (1993) untersucht den Einfluss von Inflationsraten, Staatshaushalt, Schwarzmarktpremien auf Devisengeschäften (als Proxigrösse für Devisenkontrollen) sowie von Veränderungen der *terms of trade* auf das reale Pro-Kopf-Wachstum, die Kapitalakkumulation und das Solow-Residuum.³ Seine Studie betrachtet rund siebzehn Län-

³ Das Solow-Residuum ist derjenige Teil des Wachstums, der nicht durch Kapitalakkumulation und Bevölkerungswachstum erklärt werden kann. Es wird daher oft als Mass für den technischen Fortschritt verwendet.

der im Zeitraum von 1961 bis 1988. Fischer findet, dass Inflation das Wirtschaftswachstum primär über ihren negativen Einfluss auf die Kapitalakkumulation behindert. Devisenkontrollen wirken sich negativ auf das Wachstum und die Kapitalakkumulation aus, während Überschüsse im Staatshaushalt beide Grössen positiv beeinflussen. Ausserdem untersucht Fischer, ob ein nicht-linearer Zusammenhang zwischen Inflation und Wachstum besteht. Seine Resultate deuten darauf hin, dass eine Veränderung der Inflationsrate, die von einer niedrigen Basis ausgeht, die grössten Wirkungen entfaltet. Ein Anstieg der Inflation von 2% auf 5% bremst das Wirtschaftswachstum also stärker als ein Anstieg von 50% auf 53%.

Die Studie von Barro (1995) basiert auf Daten von rund 100 Ländern im Zeitraum 1960–1990. Dabei werden Durchschnittswerte über fünf und zehn Jahre gebildet. Auch bei Barro übt die Inflationsrate einen kleinen, signifikant negativen Einfluss auf das Wachstum aus. In die gleiche Richtung wirken die Staatsausgaben, die Geburtenrate und die Schwarzmarktprämie am Devisenmarkt. Signifikant positive Wirkungen gehen demgegenüber von der Einschulungsrate, der Lebenserwartung sowie einem Index, der die Rechtsstaatlichkeit des Landes misst, aus.

Die vier Untersuchungen deuten insgesamt darauf hin, dass Inflation einen negativen Einfluss auf das langfristige Wachstum einer Volkswirtschaft ausübt. Das geschätzte Ausmass dieser Wirkung hängt allerdings stark von der Auswahl der Länder und der anderen erklärenden Variablen ab.

4. Determinanten des Wachstums: eigene Ergebnisse

In diesem Abschnitt werden die Ergebnisse einer eigenen Untersuchung vorgestellt. Zur Auswahl der erklärenden Variablen des Wirtschaftswachstums wird auf die Diskussion der Wachstumsmodelle im zweiten Abschnitt zurückgegriffen. Diese Modelle legen nahe, dass neben der Inflationsrate die folgenden Variablen berücksichtigt werden sollten: die Investitionsquote (Romer, 1990), das Pro-Kopf-Volkseinkommen zu Beginn der Beobachtungsperiode (Solow, 1956) und ein Mass für

Humankapital (Lucas, 1988, und Gomme, 1993). Trifft die Konvergenzhypothese zu, sollte das Anfangseinkommen mit dem langfristigen Wachstum negativ korreliert sein, da das Wirtschaftswachstum in den armen Ländern in diesem Falle höher sein muss als in den reichen. Die beiden anderen Variablen, die Investitionsquote und das Humankapital, sollten sich beide positiv auf das Wirtschaftswachstum auswirken. Darüber hinaus werden zwei weitere wachstumsbestimmende Faktoren in die vorliegende Untersuchung miteinbezogen, die sich aus der Literatur zur Theorie endogenen Wachstums ergeben: Easterly (1993) zeigt, dass die Staatstätigkeit das Wachstum reduzieren kann, und Romer und Rivera-Batiz (1991) entwickeln ein Modell, in dem wirtschaftliche Integration, d.h. ein Abbau von Handelsschranken, das Wirtschaftswachstum erhöht.

Die sieben Variablen sind in der vorliegenden Untersuchung folgendermassen definiert. Das Wirtschaftswachstum wird an der Wachstumsrate des realen BIP pro Kopf der Bevölkerung gemessen. Das Anfangseinkommen ist das reale Pro-Kopf-BIP im Jahre 1960. Die Inflation ist die Veränderungsrate des am Konsumentenpreisindex gemessenen Preisniveaus. Das Humankapital wird mit der Anzahl Schuljahre approximiert, welche die über 25jährigen durchschnittlich absolviert haben. Zur Messung der Staatstätigkeit wird die Staatsquote, d.h. der Anteil der Staatsausgaben am BIP, herangezogen. Die Investitionsquote ist der Anteil der Investitionen am BIP, und die wirtschaftliche Integration wird mit dem Anteil der Ein- und Ausfuhren am BIP ausgedrückt.⁴

Eine Korrelationsmatrix soll einen ersten empirischen Einblick in die Zusammenhänge zwischen den verschiedenen Variablen vermitteln (Tabelle 1). Alle Variablen mit Ausnahme des Anfangseinkommens sind Durchschnittswerte der Periode 1960–1990. Die Korrelationsmatrix zeigt ein überraschend konsistentes Bild, das sich mit allen Im-

⁴ Es wurden drei Datensätze verwendet: Summers und Heston (1991, revidierte Version 1994), Barro und Lee (1993), sowie IFS-Jahrbücher. Die ersten beiden Datensätze sind über das Internet (via anonymous-ftp) leicht zugänglich. Die Adressen lauten für Summers und Heston: <ftp://nber.harvard.edu/pub/nber/pwt55>; und für Barro und Lee: <ftp://nber.harvard.edu/pub/nber/barlee>.

Tabelle 1: Korrelationsmatrix von Dreissigjahresdurchschnitten (1960–1990)

	Wachstum	Inflation	Investitionen	Anfangseinkommen	Humankapital	Staatsausgaben	Handel
Wachstum	1,00						
Inflation	-0,25	1,00					
Investitionen	0,53	-0,12	1,00				
Anfangseinkommen	0,11	-0,12	0,59	1,00			
Humankapital	0,36	-0,15	0,72	0,81	1,00		
Staatsausgaben	-0,35	-0,04	-0,44	-0,41	-0,41	1,00	
Handel	0,35	-0,23	0,23	0,01	0,11	-0,09	1,00

Die Anzahl Beobachtungen (Länder) variiert zwischen 80 und 111.

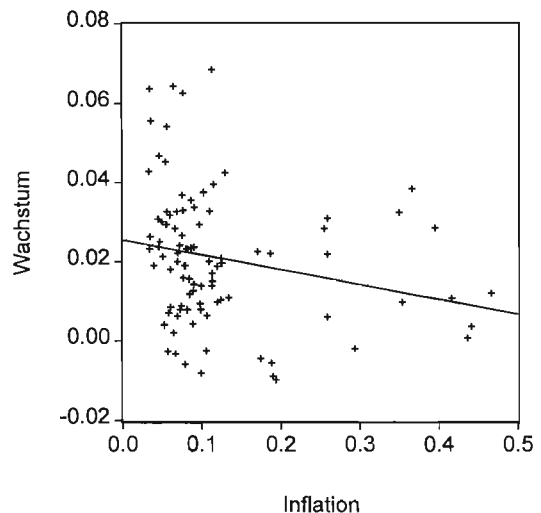
pplikationen der Theorie endogenen Wachstums deckt. Die Korrelation zwischen Wachstum und Inflation ist negativ, was darauf hindeutet, dass Inflation in der Tat volkswirtschaftliche Kosten verursacht. Alle übrigen Variablen mit Ausnahme der Staatsquote sind mit dem Wirtschaftswachstum mehr oder weniger stark positiv korreliert.

Die Korrelation zwischen dem Wirtschaftswachstum und dem Anfangseinkommen liegt nahe bei Null. Es gibt also zunächst kein Anzeichen für Konvergenz der Pro-Kopf-Einkommen. Dasselbe Resultat finden Levine und Renelt (1992), die betonen, dass Konvergenz erst dann zu beobachten ist, wenn noch weitere erklärende Variablen miteinbezogen werden. Bezüglich des Anfangseinkommens sticht die positive Beziehung zum Humankapital hervor; d.h. die Länder, die 1960 verhältnismässig reich waren, sind häufig die gleichen, die im Zeitraum 1960–1990 über ein relativ grosses Humankapital verfügten. Länder mit grossem Humankapital weisen ihrerseits auch eine hohe Investitionsquote auf. Interessant ist schliesslich die negative Korrelation zwischen Investitionsquote und Inflation, welche, gleich wie die negative Korrelation zwischen Wachstum und Inflation, gegen den von Tobin (1965) unterstellten Effekt spricht.

In der Grafik sind die durchschnittlichen Pro-Kopf-Wachstumsraten des realen BIP und die durchschnittlichen Inflationsraten (Zeitraum 1960–1990) für 94 Länder dargestellt. Aus Gründen der Übersichtlichkeit wurden Länder mit Inflationsraten von mehr als 50% pro Jahr nicht in die Grafik aufgenommen. Die Grafik illustriert den aus der Korrelationsmatrix bekannten negativen Zusammenhang zwischen Inflation und Wachstum. Die Beobachtungen sind jedoch weit gestreut, so

dass sich eine eingehendere Untersuchung, die auch andere Variablen einbezieht, aufdrängt.

Inflation und Wachstum (1960–1990)



In der Regressionsanalyse soll von folgender Gleichung ausgegangen werden:

$$\begin{aligned}
 WACHSTUM_i = & \alpha_0 + \alpha_1 INFL_i + \alpha_2 INV_i \\
 & + \alpha_3 ANFANG_i + \alpha_4 HUMAN_i \\
 & + \alpha_5 STAAT_i + \alpha_6 HANDEL_i + \varepsilon_i,
 \end{aligned} \quad (1)$$

wobei die Variablen jenen aus der Korrelationsmatrix entsprechen. Alle Beobachtungen mit Ausnahme des Anfangseinkommens sind somit Durchschnittswerte der Periode 1960–1990. Berücksichtigt sind 90 marktwirtschaftlich orientierte Länder aus allen Kontinenten. Das Schätzverfahren ist OLS.

Die Resultate sind in Tabelle 2 wiedergegeben. Alle Koeffizienten weisen die von der Theorie her erwarteten Vorzeichen auf. Zudem sind sie mit Ausnahme der Konstanten und der Variablen, die den Grad der wirtschaftlichen Integration ausdrückt, HANDEL, mit einem Signifikanzniveau von 5% von Null verschieden. Gemäss diesen Schätzergebnissen führt beispielsweise eine Erhöhung der durchschnittlichen Ausbildungszeit um ein Jahr zu einem zusätzlichen Pro-Kopf-Wachstum von 0,27% pro Jahr. Eine Reduktion der durchschnittlichen Inflationsrate um 10 Prozentpunkte würde jährliche Wachstumsgewinne von 0,26% herbeiführen. Wird Gleichung (1) ohne die beiden erklärenden Variablen STAAT und HANDEL geschätzt, so bleiben die restlichen Koeffizienten und ihre t-Werte praktisch unverändert. Diese Ergebnisse sind ebenfalls in Tabelle 2 dargestellt.

Tabelle 2: OLS-Schätzungen mit Dreissig-jahresdurchschnitten (1960–1990)

	abhängige Variable: Pro-Kopf-Wachstumsrate des realen BIP	
	(1)	(2)
Konstante	1,73 (2,52)	0,47 (1,27)
Inflation	-0,026 (-2,82)	-0,026 (-2,82)
Investitionen	0,083 (3,57)	0,10 (4,55)
Anfangseinkommen	-0,00045 (-4,54)	-0,00043 (-4,30)
Humankapital	0,26 (2,73)	0,27 (2,68)
Staatsausgaben	-0,066 (-2,68)	
Handel	0,00474 (1,59)	
	N = 90 R ² = 0,50	N = 90 R ² = 0,44

t-Werte in Klammern.

Ökonometrische Schätzungen der Wachstumsgleichung (1) weisen einige Probleme auf. Zunächst ist es heikel, Inflation als eine gegenüber dem Wirtschaftswachstum exogene Grösse zu behandeln. Ein Rückgang der Wachstumsrate kann die Notenbank beispielsweise dazu verleiten, mit einer expansiveren Geldpolitik die Wirt-

schaft wieder in Schwung bringen zu wollen. Ausserdem sind die erklärenden Variablen möglicherweise nicht unabhängig voneinander. So kann Inflation nicht nur direkt das Wachstum, sondern auch die Investitionstätigkeit beeinflussen (siehe Tobin, 1965, und De Gregorio, 1993). Cukierman, Kalaitzidakis, Summers und Webb (1993) sowie Barro (1995) versuchen, diesen Problemen mit einer Instrumentalvariablen für die Inflation zu begegnen. Wie üblich ist es aber schwierig, ein geeignetes Instrument zu finden. Die oben erwähnten Autoren wählten einen Index, der die Unabhängigkeit der Zentralbank misst. In beiden Studien blieb der signifikant negative Einfluss der Inflationsrate auf das Wachstum auch bei Schätzungen mit dieser Instrumentalvariablen bestehen. Da die Instrumentierung an den Resultaten jener Studien also kaum etwas ändert, wurde in der vorliegenden Untersuchung auf dasselbe Vorgehen verzichtet. Stattdessen wurden verschiedene Regressionen mit den Investitionen als abhängiger Variablen durchgeführt. Der Einfluss der Inflation war zwar stets negativ, aber nie statistisch signifikant. Es scheint daher vertretbar zu sein, Inflation und Investitionen gleichzeitig als erklärende Variablen zu verwenden.

Da die Beobachtungen eine recht heterogene Gruppe von Ländern umfassen, soll nun untersucht werden, ob sich eventuell zwischen den Industrieländern und den übrigen Ländern gewisse Unterschiede herauslesen lassen. Tabelle 3 enthält die Resultate von Schätzungen für Beobachtungen, die nach ihrer Zugehörigkeit zur OECD sowie – für Nicht-OECD-Länder – nach drei Kontinenten gegliedert sind. Wir unterscheiden somit zwischen OECD- und Nicht-OECD-Ländern, sowie zwischen Afrika, Asien und Lateinamerika (Mittel- und Südamerika).

Tabelle 3 zeigt, dass nur noch für die OECD- und die Nicht-OECD-Länder sowie Lateinamerika mit der Theorie konsistente und statistisch signifikante Schätzergebnisse vorliegen. Die Inflation erweist sich als wachstumshemmend. Ausserdem findet eine Entwicklung in Richtung Konvergenz der Einkommen statt. In Lateinamerika fällt auf, dass sich Staatsquote und Humankapital stark auf die Wachstumsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern ausgewirkt haben. In den OECD-Ländern vermag die unterschiedliche Aus-

**Tabelle 3: OLS-Schätzungen mit Dreissigjahresdurchschnitten (1960–1990),
Länder nach Regionen gegliedert**

	abhängige Variable: Pro-Kopf-Wachstumsrate des realen BIP				
	OECD	Nicht-OECD	Afrika	Asien	Mittel- und Südamerika
Konstante	4,12 (3,55)	1,76 (2,11)	1,27 (0,64)	1,19 (1,14)	2,37 (2,74)
Inflation	-0,044 (-2,10)	-0,022 (-2,00)	-0,093 (-1,87)	0,003 (0,08)	-0,024 (-2,26)
Investitionen	0,052 (1,92)	0,05 (1,56)	-0,0073 (0,10)	0,08 (0,91)	0,048 (1,33)
Anfangseinkommen	-0,0004 (-5,57)	-0,0007 (-3,35)	-0,00056 (-0,56)	-0,0001 (-1,43)	-0,00051 (-3,34)
Humankapital	0,012 (0,18)	0,40 (2,97)	0,40 (0,63)	0,36 (1,43)	0,55 (3,58)
Staatsausgaben	-0,0133 (-0,31)	-0,066 (-2,25)	-0,0153 (-0,21)	-0,05 (-0,87)	-0,125 (-3,01)
Handel	-0,0021 (-0,73)	0,0077 (2,02)	0,016 (1,52)	0,00007 (1,44)	-0,013 (-1,26)
	N = 24 R ² = 0,79	N = 66 R ² = 0,49	N = 23 R ² = 0,31	N = 18 R ² = 0,65	N = 23 R ² = 0,61

t-Werte in Klammern. Japan und die Türkei sind OECD-Länder und deshalb nicht in der Asiengruppe enthalten. Mexiko, obwohl OECD-Mitglied seit 1994, wird als mittelamerikanisches und nicht als OECD-Land behandelt.

stattung mit Humankapital Wachstumsunterschiede hingegen nicht zu erklären. Dieses Resultat könnte davon herrühren, dass das Humankapital im OECD-Raum stark mit dem Anfangseinkommen korreliert ist. So werden die Wachstumswirkungen des Humankapitals möglicherweise durch den Koeffizienten des Anfangseinkommens eingefangen. Für Asien und Afrika stimmen zwar die Vorzeichen der meisten Koeffizienten mit den erwarteten überein, doch ist der Erklärungsgehalt der berücksichtigten Variablen unbefriedigend.

Die Resultate in Tabelle 3 leiden darunter, dass einzelne Ländergruppen nur wenige Mitglieder aufweisen, so dass die Anzahl Beobachtungen gering ist. Eine Möglichkeit, die Zahl der Beobachtungen zu vergrössern, besteht darin, die Beobachtungsperiode 1960–1990 zu unterteilen und statt Durchschnittswerte über dreissig Jahre solche über fünf Jahre zu bilden. Auf diesem Wege erhalten wir sechs Fünfjahresdurchschnitte, die sich nicht überschneiden. Ein Nachteil dieses Vorgehens besteht allerdings darin, dass zyklische und konjunkturelle Faktoren die Werte eines Durchschnitts über fünf Jahre weit stärker beein-

flussen können als jene eines dreissigjährigen Durchschnitts.

Die Resultate von OLS-Schätzungen der Gleichung (1) mit Fünfjahresdurchschnitten können Tabelle 4 entnommen werden. Es fällt auf, dass sich die Ergebnisse nicht stark verändert haben. Wie vorher sind die Ergebnisse für das Total aller Länder, für die OECD- und die Nicht-OECD-Länder sowie für Lateinamerika meistens konsistent mit der Theorie. Inflation behindert das Wachstum, was um so bemerkenswerter ist, als der in der Phillips-Kurve verkörperte kurzfristige *trade-off* zwischen Inflation und Wachstum in Durchschnittswerten von fünf Jahren eher zum Ausdruck kommen dürfte als in solchen von dreissig Jahren. Gegenüber Tabelle 3 sind die Kosten von 10 Prozentpunkten Inflation im OECD-Raum sogar leicht gestiegen, nämlich von 0,44% auf 0,59% des BIP.

Die Unterteilung der Beobachtungen nach geographischen Regionen kann aus verschiedenen Gründen kritisiert werden. Man kann namentlich einwenden, dass sich zwei Länder, trotz Zugehörigkeit zur gleichen Region, in bezug auf ihre

Tabelle 4: OLS-Schätzungen mit Fünfjahresdurchschnitten, Länder nach Regionen gegliedert, 1960–1990

	abhängige Variable: Pro-Kopf-Wachstumsrate des realen BIP					
	OECD	Nicht-OECD	Afrika	Asien	Mittel- und Südamerika	Welt
Konstante	4,78 (4,22)	1,15 (2,33)	0,605 (0,42)	2,03 (1,65)	2,81 (2,76)	1,48 (2,78)
Inflation	-0,059 (-4,12)	-0,0081 (-3,59)	-0,033 (-1,67)	-0,0045 (-0,29)	-0,0067 (-3,16)	-0,0088 (-4,47)
Investitionen	0,063 (2,27)	0,128 (5,11)	0,094 (2,20)	0,108 (1,88)	0,123 (3,14)	0,13 (7,35)
Anfangseinkommen	-0,00032 (-5,76)	-0,00049 (-4,04)	0,00022 (0,45)	-0,00073 (-3,52)	-0,00053 (-3,08)	-0,00035 (-5,50)
Humankapital	0,017 (0,21)	0,28 (2,33)	0,0016 (0,004)	0,33 (1,53)	0,21 (1,04)	0,22 (2,54)
Staatsausgaben	-0,024 (-0,52)	-0,11 (-4,54)	-0,0357 (-0,71)	-0,060 (-1,43)	-0,19 (-3,61)	-0,101 (-5,06)
Handel	-0,0034 (-1,03)	0,00505 (1,41)	-0,0023 (-0,29)	0,0129 (2,16)	0,00003 (0,003)	0,00193 (0,73)
	N = 144 R ² = 0,42	N = 363 R ² = 0,22	N = 116 R ² = 0,13	N = 99 R ² = 0,26	N = 129 R ² = 0,24	N = 507 R ² = 0,24

t-Werte in Klammern. Japan und die Türkei sind OECD-Länder und deshalb nicht in der Asiengruppe enthalten. Mexiko, obwohl OECD-Mitglied seit 1994, wird als mittelamerikanisches und nicht als OECD-Land behandelt.

Rahmenbedingungen und ihre Wirtschaftspolitik massiv voneinander unterscheiden können. So variiert beispielsweise die durchschnittliche Inflationsrate (Zeitraum 1960–1990) in Lateinamerika zwischen 3,3% (Panama) und 89% (Argentinien). Auch innerhalb der OECD sind die Unterschiede noch beträchtlich: Deutschland wies mit 3,4% die niedrigste und Island mit 25,8% die höchste Durchschnittsinflation auf. Aufgrund dieser Unterschiede ist es sinnvoll, nur Länder mit ähnlichen Inflationsraten miteinander zu vergleichen. Ein solches Vorgehen hat den Vorteil, dass einem nicht-linearen Zusammenhang zwischen Inflation und Wachstum Rechnung getragen werden kann.

Tabelle 5 fasst die Schätzergebnisse von Regressionen zusammen, für die die Beobachtungen in drei Kategorien eingeteilt werden: Länder mit niedriger Inflation (bis 10% pro Jahr), Länder mit mittlerer Inflation (zwischen 10% und 20%) sowie Länder mit hoher Inflation (mehr als 20%). Alle Daten sind Durchschnitte über dreissig Jahre. Die Resultate zeigen, dass in der Tat ein nicht-linearer Zusammenhang zwischen Inflation und Wachstum zu bestehen scheint. Für die Länder mit tiefen und mittleren Inflationsraten beträgt der Koeffi-

zient -0,21 bzw. -0,23. Gegenüber den Resultaten aus Tabelle 2 und 3 bedeutet dies, dass die Kosten der Inflation beträchtlich höher geschätzt werden. Werden zudem nur jene OECD-Länder betrachtet, deren durchschnittliche Inflation weniger als 10% pro Jahr beträgt, resultiert ein Koeffizient von -0,13. Dies entspricht einer Verfünffachung der Kosten gegenüber der Schätzung mit allen OECD-Ländern (vgl. Tabelle 3). Für die Länder mit permanent hoher Inflation (mehr als 20%) fallen die Kosten zusätzlicher Inflation markant ab. Die Wachstumsverluste betragen dort nur gerade 0,015% des BIP pro Prozentpunkt Inflation.

Diese Resultate machen deutlich, dass eine Einteilung der Länder nach ihren Inflationsraten für die Berechnung der Wachstumskosten der Inflation sinnvoll ist. Ohne diese Gliederung werden die Kosten (pro Prozentpunkt Inflation) für Länder mit niedriger Inflation unter- und für Hochinflationsländer überschätzt. Barro (1995), der die Länder nicht nach ihrer Inflationsrate gliedert, berechnet die Wachstumskosten der Inflation auf 0,024% des BIP pro Prozentpunkt Inflation. Dieses Resultat entspricht ziemlich genau dem hier für die gesamte Stichprobe erhaltenen Wert von

**Tabelle 5: OLS-Schätzungen mit Dreissigjahresdurchschnitten (1960–1990),
Länder nach Inflationsraten gegliedert**

	abhängige Variable: Pro-Kopf-Wachstumsrate des realen BIP				
	tiefe Inflation (< 10%)		OECD (< 10%)	mittlere Inflation (10% < Infl.rate < 20%)	hohe Inflation (> 20%)
Konstante	2,15 (2,12)	2,56 (2,03)	5,00 (4,35)	2,98 (1,53)	0,23 (0,26)
Inflation	-0,21 (-1,95)	-0,13 (-1,28)	-0,13 (-1,91)	-0,23 (-2,02)	-0,015 (-1,00)
Investitionen	0,092 (2,91)	0,075 (2,40)	0,038 (1,53)	0,060 (1,08)	0,15 (3,58)
Anfangseinkommen	-0,00042 (-3,47)	-0,00039 (-3,16)	-0,00042 (-5,79)	-0,00051 (-1,85)	-0,00018 (-0,52)
Humankapital	0,24 (1,91)	0,20 (1,67)	0,022 (0,32)	0,513 (1,95)	-0,107 (-0,43)
Staatsausgaben		-0,057 (-1,51)			
Handel		0,0059 (1,58)			
	N = 53 R ² = 0,45	N = 53 R ² = 0,51	N = 19 R ² = 0,79	N = 21 R ² = 0,53	N = 16 R ² = 0,62

t-Werte in Klammern.

0,026% (vgl. Tabelle 2). Dagegen schätzt Fischer (1993), der die Beobachtungen nach Inflationsraten unterteilt, die Kosten der Inflation ähnlich hoch ein wie die vorliegende Studie.

Bei der Interpretation der Resultate ist im Auge zu behalten, dass die Koeffizienten der Inflation nur den direkten Einfluss auf das Wachstum ausdrücken. Wachstumshemmende Effekte, die die Inflation über ihren Einfluss auf die Investitionstätigkeit ausübt, sind in den Koeffizienten für die Inflation nicht enthalten. Aufgrund von Tabelle 5 dürfte die wachstumshemmende Wirkung der Inflation für ein Land wie die Schweiz demnach *mindestens* 0,13% des BIP pro Prozentpunkt Inflation betragen. Ein Anstieg der Inflationsrate um 3 Prozentpunkte verursacht also jährliche Kosten von gut 0,4% des BIP. Gemessen am schweizerischen BIP von 1994 würde dies einem Betrag von etwas mehr als 1,4 Mrd. Franken entsprechen.

5. Zusammenfassende Schlussbetrachtung

Diese Untersuchung hat anhand einer Querschnittsanalyse gezeigt, dass die Daten im all-

gemeinen mit den Implikationen der modernen Wachstumstheorie konsistent sind. Das langfristige Wirtschaftswachstum wird negativ von der Inflationsrate, der Staatsquote und dem Anfangseinkommen beeinflusst und hängt positiv von der Investitionsquote und vom Ausbildungsstand der Bevölkerung ab.

Einzelne Resultate reagieren allerdings stark auf die Art und Weise, wie die Beobachtungen gruppiert werden. So würde in den ärmeren Ländern der stärkste Wachstumsimpuls von einer Verbesserung des Ausbildungsstandes der Bevölkerung und einer Verringerung der Staatsquote ausgehen, während sich in den OECD-Ländern vor allem die Inflation als wachstumshemmend herausstellt.

Die Schätzungen legen nahe, dass die Wachstumskosten der Inflation nicht-linear sind. Es ist daher angebracht, die Stichprobe nach Ländern mit ähnlicher Inflationsrate zu unterteilen. Die geschätzten direkten Wachstumskosten der Inflation belaufen sich für ein Land mit tiefer Teuerung, wozu auch die Schweiz zählt, auf ungefähr 0,13% des BIP pro Prozentpunkt Inflation. Darin sind in-

direkte Kosten der Inflation, d.h. Wachstumsverluste, die beispielsweise durch einen inflationsbedingten Rückgang der Investitionstätigkeit ausgelöst werden, nicht eingeschlossen.

In Ländern mit hoher Inflation fallen die direkten Wachstumskosten zusätzlicher Inflation bedeutend geringer aus. Ein Anstieg der Teuerung um einen Prozentpunkt verursacht dort einen Wachstumsrückgang des BIP von 0,015%. Dieser Einfluss mag auf den ersten Blick als nicht besonders gross erscheinen. Es gilt indessen zu bedenken, dass diese Länder einen grossen Spielraum für Inflationssenkungen aufweisen. Eine permanente Reduktion der langfristigen Inflationsrate von 150% auf 50% würde immerhin Gewinne von 1,5%

zusätzlichen Wirtschaftswachstums pro Jahr hervorbringen.

Die Schätzung der Wachstumskosten der Inflation ist mit verschiedenen Unsicherheiten verbunden. Einzelne Werte sollten deshalb nicht überinterpretiert werden. Die Auffassung, dass möglichst tiefe Inflationsraten die besten Voraussetzungen für langfristiges Wirtschaftswachstum schaffen, hält der Überprüfung aber anscheinend gut stand. Dieses Hauptergebnis der vorliegenden Studie wird nicht nur durch die moderne Wachstumstheorie gestützt, sondern steht auch im Einklang mit den Ergebnissen ähnlicher empirischer Untersuchungen, die in den letzten Jahren veröffentlicht worden sind.

Literaturverzeichnis

- Arrow, K. (1962). The Economic Implication of Learning by Doing. *Review of Economic Studies* 29, S. 155–173.
- Bailey, M.J. (1956). The Welfare Costs of Inflationary Finance. *Journal of Political Economy* 64, S. 93–110.
- Barro, R.J. (1995). Inflation and Economic Growth. *Bank of England Quarterly Bulletin*, May, S. 166–176.
- Barro, R.J. und J.-W. Lee (1993). International Comparison of Educational Attainment. *Journal of Monetary Economics* 32, S. 363–394.
- Cukierman, A., P. Kalaitzidakis, L.H. Summers und S.B. Webb (1993). Central Bank Independence, Growth, Investment and Real Rates. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, S. 95–140.
- De Gregorio, J. (1993). Inflation, Taxation, and Long-Run Growth. *Journal of Monetary Economics* 31, S. 271–298.
- Dornbusch, R. und J.A. Frenkel (1973). Inflation and Growth. *Journal of Money, Credit and Banking* 50, S. 141–156.
- Dotsey, M. und P. Ireland (1994). The Welfare Cost of Inflation in General Equilibrium. Federal Reserve Bank of Richmond, mimeo.
- Driffill, J., G.E. Mizon und A. Ulph (1990). Costs of Inflation. In B. Friedman und F. Hahn (Hrsg.). *Handbook of Monetary Economics*. Amsterdam: Elsevier Science Publishers.
- Easterly, W. (1993). How Much Do Distortions Affect Growth? *Journal of Monetary Economics* 32, S. 187–212.
- Fischer, S. (1981). Towards an Understanding of the Costs of Inflation: II. *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy* 15, S. 5–41.
- Fischer, S. (1993). The Role of Macroeconomic Factors in Growth. *Journal of Monetary Economics* 32, S. 485–512.
- Gomme, P. (1993). Money and Growth Revisited: Measuring the Costs of Inflation in an Endogenous Growth Model. *Journal of Monetary Economics* 32, S. 51–77.
- Grier, K.B. und G. Tullock (1989). An Empirical Analysis of Cross-National Economic Growth, 1951–80. *Journal of Monetary Economics* 24, S. 259–276.
- Jones, L.E. und R.E. Manuelli (1993). Growth and the Effects of Inflation. NBER Working Paper Series No. 4523.
- Levine, R. und D. Renelt (1992). A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions. *American Economic Review* 82, S. 942–963.
- Lucas, R.E. (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics* 22, S. 3–42.
- McCallum, B.T. (1989). *Monetary Economics*. New York: Macmillan Publishing Company.
- Phillips, A.W. (1958). The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom. *Economica* 25, S. 283–299.
- Romer, P. (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy* 94, S. 1002–1037.
- Romer, P. (1990). Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy* 98, No. 5, Part 2, S. 71–102.
- Romer, P. und L.A. Rivera-Batiz (1991). Economic Integration and Endogenous Growth. *The Quarterly Journal of Economics* 105, S. 531–555.
- Sidrauski, M. (1967). Rational Choice and Patterns of Growth in a Monetary Economy. *American Economic Review* 57, S. 534–544.
- Solow, R. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics* 70, S. 65–94.
- Summers, R. und A. Heston (1991). The Penn World Table (Mark 5): An Expanded Set of International Comparisons, 1950–1988. *The Quarterly Journal of Economics* 105, S. 327–367. (Revidierte Version 1994).
- Tobin, J. (1965). Money and Economic Growth. *Econometrica* 33, S. 671–684.

Geld- und währungspolitische Chronik

Chronique monétaire

Senkung des Diskontsatzes

Mit Wirkung ab 14. Juli 1995 senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 2,5%. Sie trug damit der Entwicklung am Geldmarkt Rechnung.

Beteiligung der Schweiz an der ESAF II – Abschluss der Abkommen

Am 13. Juni 1995 schloss das Eidgenössische Finanzdepartement das Abkommen zwischen der Schweiz und dem Internationalen Währungsfonds (IWF) über die Beteiligung der Schweiz an der Erweiterten Strukturanpassungsfazilität des Internationalen Währungsfonds (ESAF II) ab, nachdem die Referendumsfrist im Mai unbenutzt abgelaufen war. Der Bund beteiligt sich mit 41,2 Mio. SZR am Zinsverbilligungskonto, während die Nationalbank einen Beitrag an das Darlehenskonto von 151,7 Mio. SZR leistet. Der Bund garantiert der Nationalbank die fristgerechte Rückzahlung des Darlehens. Der Darlehensvertrag zwischen der Nationalbank und dem IWF trat am 22. Juni 1995 in Kraft.

Senkung des Diskontsatzes

Mit Wirkung ab 22. September 1995 senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 2%. Das bisherige Wachstum der Notenbankgeldmenge in diesem Jahr liess einen weiteren Spielraum für Zinssenkungen, der angesichts der aktuellen Situation am Devisenmarkt genutzt wurde.

Réduction du taux de l'escompte

Avec effet au 14 juillet 1995, la Banque nationale a ramené son taux de l'escompte de 3% à 2,5%. Elle a ainsi tenu compte de l'évolution des rémunérations servies sur le marché monétaire.

Participation de la Suisse à la FASR II – Conclusion des accords

Le délai référendaire ayant expiré en mai sans avoir été utilisé, le Département fédéral des finances a conclu, le 13 juin, l'accord entre la Confédération suisse et le Fonds monétaire international (FMI) sur la participation de la Suisse à la facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR II) du FMI. La Confédération participe pour un montant de 41,2 millions de DTS au compte de péréquation des intérêts, tandis que la Banque nationale fournit une contribution de 151,7 millions de DTS au compte de prêts. En outre, la Confédération garantit à la Banque nationale le remboursement du prêt dans les délais fixés. Le contrat de prêt entre la Banque nationale et le FMI est entré en vigueur le 22 juin 1995.

Réduction du taux de l'escompte

Avec effet au 22 septembre 1995, la Banque nationale a ramené son taux de l'escompte de 2,5% à 2%. L'évolution que la monnaie centrale a enregistrée au cours de cette année a laissé une marge pour une nouvelle baisse des taux d'intérêt. La situation régnant sur le marché des changes a incité à utiliser cette marge.

