

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No 1
März/mars 1996**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	5
Sommaire	6
Sommario	7
Abstracts	8
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	9
Situation économique et monétaire	35
<hr/>	
Barbara Lüscher und Eveline Ruoss: Entwicklung der potentiellen Produktion in der Schweiz	61
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	75
Chronique monétaire	75

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 9–33)

Im vierten Quartal 1995 verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum in den OECD-Ländern. Das amerikanische Bruttoinlandprodukt wuchs nur geringfügig, nachdem es in der Vorperiode kräftig gestiegen war. In den meisten europäischen Ländern, insbesondere in Deutschland und Frankreich, schwächte sich das Wirtschaftswachstum weiter ab. Eine Ausnahme bildete die italienische Wirtschaft, die dank der lebhaften Exportnachfrage weiterhin kräftig expandierte. In Japan blieb die wirtschaftliche Lage gedrückt. In vielen europäischen Ländern stieg die Arbeitslosigkeit wieder an, während die Teuerung allgemein tief blieb. Angesichts der Konjunkturabflachung und der geringen Teuerung lockerten die meisten Zentralbanken der grossen Industrieländer ihre Geldpolitik im vierten Quartal und zu Beginn des Jahres 1996.

In der Schweiz schwächte sich die Konjunktur im vierten Quartal weiter ab. Ins Gewicht fielen insbesondere der rückläufige private Konsum und die geringeren Bauinvestitionen. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie sank gegenüber der Vorperiode leicht, und die Aussichten für die kommenden Monate wurden von den binnen- und exportorientierten Unternehmen erneut pessimistischer eingeschätzt. Während die Beschäftigung saisonbereinigt stagnierte, nahm die Arbeitslosigkeit erstmals seit fast zwei Jahren wieder zu. Die Teuerung bildete sich im Januar und Februar deutlich zurück, da der Mehrwertsteuerbedingte Preisanstieg in den entsprechenden Vorjahresmonaten aus der Jahresteuersungs-

rate fiel. Die Geldmarktsätze sanken von Oktober bis Januar. Die Nationalbank untermauerte den Zinsrückgang, indem sie den offiziellen Diskontsatz Mitte Dezember um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 1,5% herabsetzte. Im Unterschied zu den kurzfristigen Zinssätzen erhöhten sich die langfristigen leicht. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag im vierten Quartal um 1,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Für das erste Quartal 1996 rechnet die Nationalbank mit einem höheren Stand der Notenbankgeldmenge.

Die Entwicklung der potentiellen Produktion in der Schweiz (S. 61–74)

In dieser Studie legen wir neue Schätzungen zur potentiellen Produktion der schweizerischen Wirtschaft vor. Einen ersten Eindruck über deren Entwicklung geben drei einfache Trendverfahren. Danach schätzen wir eine gesamtwirtschaftliche Produktionsfunktion mit einem multivariaten Ko-integrationsansatz und verwenden diese für die Simulation des potentiellen BIP. Die ex-post Simulation deutet darauf hin, dass das jährliche Potentialwachstum zwischen 1990 und 1995 1,7% betrug und damit etwas geringer ausfiel als in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. Für die nächsten fünf Jahre rechnen wir mit einem Potentialwachstum von wiederum 1,7% pro Jahr. Zwei Alternativszenarien sollen zeigen, wie die Resultate auf unterschiedliche Annahmen reagieren. Für die Festlegung des mittelfristigen Geldmengenwachstums scheint es realistisch zu sein, weiterhin von einem jährlichen Wachstum des potentiellen BIP von knapp 2% auszugehen.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 35–60)

Au quatrième trimestre de 1995, la croissance économique s'est ralentie dans la zone de l'OCDE. Le produit intérieur brut américain n'a augmenté que légèrement, après avoir vigoureusement progressé les trois mois précédents. En outre, la conjoncture a perdu encore de sa vigueur en Allemagne et en France, mais aussi dans la plupart des autres pays européens. L'économie italienne a constitué une exception. Grâce à la demande étrangère soutenue, elle a continué à croître fortement. Au Japon, la situation économique est restée morose. Le chômage a augmenté dans de nombreux pays européens, alors que le renchérissement est demeuré généralement bas. Au quatrième trimestre et au début de 1996, les banques centrales de la plupart des grands pays industrialisés ont assoupli leur politique monétaire, étant donné le tassement de la conjoncture et le faible renchérissement.

En Suisse, la conjoncture a continué à faiblir, au quatrième trimestre, à cause notamment du recul de la consommation privée et des investissements en constructions. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a légèrement diminué d'un trimestre à l'autre, et les entreprises – quelles soient axées sur le marché intérieur ou à vocation exportatrice – ont une nouvelle fois porté des jugements pessimistes sur les perspectives pour les prochains mois. En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a stagné, et le chômage s'est accru pour la première fois depuis près de deux ans. Le renchérissement s'est sensiblement replié, en janvier et en février, parce que la hausse des prix consécutive

au passage à la TVA au début de 1995 n'a plus influé sur son taux annuel. Entre octobre et janvier, les rémunérations servies sur le marché monétaire ont fléchi. Pour appuyer ce mouvement de baisse, la Banque nationale a ramené son taux de l'escompte de 2% à 1,5% à la mi-décembre. Contrairement aux rémunérations à court terme, les taux d'intérêt à long terme ont augmenté légèrement. Au quatrième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée dépassait de 1,4% son niveau de la période correspondante de 1994. Pour le premier trimestre de 1996, la Banque nationale table sur un accroissement de la monnaie centrale.

La croissance de la production potentielle en Suisse (p. 61–74)

Dans cette étude, nous présentons de nouvelles estimations du potentiel de croissance de l'économie suisse. En premier lieu, nous recourons à trois méthodes simples d'extrapolation des tendances. Nous estimons ensuite une fonction de production globale à l'aide de la méthode de cointégration multivariée qui nous permet de simuler le PIB potentiel. Sur la base de la simulation ex-post, la croissance potentielle annuelle entre 1990 et 1995 se monte à 1,7%, légèrement en deçà de celle qui prévalait dans la seconde moitié des années quatre-vingt. Pour les cinq prochaines années, nous tablons sur une croissance potentielle inchangée de 1,7%. Deux scénarios alternatifs permettent d'analyser les conséquences d'une modification des hypothèses adoptées. En ce qui concerne la détermination de la croissance monétaire à moyen terme, il semble raisonnable de continuer à postuler une croissance annuelle du PIB potentiel de près de 2%.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 9-60)

Nel quarto trimestre del 1995, la crescita economica dei paesi dell'OCSE si è affievolita. Dopo la vigorosa espansione del periodo precedente, il prodotto interno lordo statunitense è aumentato soltanto lievemente. Nella maggior parte dei paesi europei, in particolare in Germania e in Francia, la crescita economica ha continuato a rallentare. L'Italia costituisce un'eccezione: grazie alla vivace domanda d'esportazione, questo paese ha registrato nuovamente una forte espansione. In Giappone, la situazione economica è rimasta depressa. In parecchi paesi europei, la disoccupazione ha ripreso a crescere, mentre il rincaro è generalmente rimasto modesto. Visto il rallentamento congiunturale e il basso tasso d'inflazione, la maggior parte delle banche centrali dei grandi paesi industrializzati ha allentato la propria politica monetaria nel quarto trimestre del 1995 e all'inizio del 1996.

In Svizzera, l'indebolimento congiunturale è proseguito anche durante il quarto trimestre. Si è fatta particolarmente sentire la contrazione del consumo privato e degli investimenti operati nell'edilizia. Il grado di utilizzo delle potenzialità industriali è leggermente diminuito rispetto al periodo precedente. Sia le imprese che si rivolgono al mercato interno che quelle d'esportazione si sono mostrate pessimiste per quanto riguarda gli sviluppi dei prossimi mesi. Mentre l'occupazione è ristagnata per motivi stagionali, il tasso di disoccupazione è cresciuto per la prima volta in quasi due anni. In gennaio e febbraio il rincaro è nettamente calato, dato che l'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto non influenza più il tasso d'inflazione rispetto ai mesi

corrispondenti dell'anno precedente. I tassi d'interesse sul mercato monetario sono calati da ottobre a gennaio. La Banca nazionale ha confermato questa diminuzione riducendo il tasso di sconto ufficiale a metà dicembre di mezzo punto percentuale all'1,5%. A differenza dei tassi d'interesse a breve, quelli a lunga scadenza sono leggermente aumentati. Nel quarto trimestre, la base monetaria destagionalizzata era dell'1,4% superiore allo stato dell'anno precedente. Per il primo trimestre del 1996, la Banca nazionale prevede un aumento della base monetaria.

L'evoluzione del potenziale di produzione dell'economia svizzera (p. 61-74)

In questo studio vengono presentate le nuove stime del potenziale di produzione dell'economia svizzera. Una prima approssimazione dell'evoluzione del potenziale di produzione è ottenuta grazie a tre semplici estrapolazioni di tendenze. In seguito, viene stimata una funzione di produzione globale con il metodo della cointegrazione multivariata, impiegata poi per la simulazione del PIL potenziale. La simulazione ex-post indica che il potenziale di crescita annuo tra il 1990 e il 1995 si è fissato al 1,7%, registrando così una leggera riduzione per rapporto alla seconda metà degli anni ottanta. Anche per i prossimi cinque anni il potenziale di crescita dovrebbe mantenersi al 1,7% annuo. La presentazione di due scenari alternativi permette di evidenziare in quale misura i risultati sono influenzati dalle ipotesi assunte. Per la determinazione della corretta crescita dell'offerta di moneta a medio termine, appare realistico continuare a considerare una crescita potenziale del PIL del 2% circa.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 9–60)

In the fourth quarter of 1995 the pace of economic growth in the OECD countries slowed. US gross domestic product only increased negligibly following a vigorous rise in the previous period. In most European countries, notably in Germany and France, economic expansion continued to lose momentum. An exception was the Italian economy, which again grew markedly due to brisk export demand. In Japan the economic situation remained depressed. Unemployment figures moved up once more in numerous European countries while inflation generally remained at a low level. In the wake of slackening economic activity and a moderate inflation rate most central banks of the major industrial countries relaxed their monetary policies in the fourth quarter and at the beginning of 1996.

In Switzerland, economic activity continued to weaken in the fourth quarter. Of particular significance were declining private consumption and the decrease in building investments. Capacity utilisation in industry fell off somewhat compared to the previous period, and the prospects for the coming months have again been assessed pessimistically by both export-oriented enterprises and those catering for the domestic market. While employment levels stagnated in seasonally-adjusted terms, unemployment increased for the first time in almost two years. Inflation declined markedly in January and February since the price rises triggered by value-added tax in the corresponding

months of the previous year were no longer reflected in the annual inflation rate. Money market rates fell from October to January. The Swiss National Bank underpinned the interest rate decline by lowering the official discount rate by another half a percentage point to 1.5% in mid-December. Unlike short-term interest rates, the rates at the long end of the market moved up slightly. The seasonally-adjusted monetary base showed a year-on-year rise of 1.4% in the fourth quarter. For the first quarter of 1996 the Swiss National Bank expects an expansion of the monetary base.

The development of potential output in Switzerland (pp. 61–74)

This study presents new estimates on potential output of the Swiss economy. Three simple trend procedures give a first impression of how potential output has developed. Then, we estimate an aggregate production function by adopting a multivariate cointegration approach; we use this production function for simulating potential GDP. The ex post simulation indicates that the annual growth of potential output between 1990 and 1995 amounted to 1.7%, i.e. somewhat less than in the second half of the eighties. In the next five years we again expect potential output to grow by 1.7% p.a. Two alternative scenarios are designed to illustrate how the results react to different basic assumptions. For fixing the medium-term growth target of the money supply it seems realistic to continue to base on an annual increase in potential GDP of close to 2%.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrats vom 8. März 1996*

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

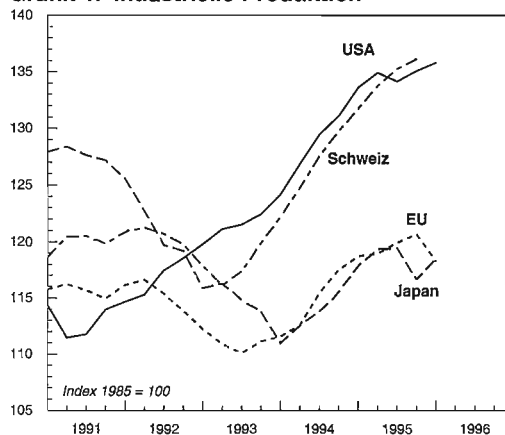
1. Ausland

Konjunkturentwicklung

Die Konjunktur schwächte sich im vierten Quartal 1995 in den OECD-Ländern ab. In den Vereinigten Staaten wuchs die Wirtschaft deutlich langsamer als im dritten Quartal, da sich insbesondere der private Konsum flau entwickelte. Auch in den meisten europäischen Ländern liessen die konjunkturellen Auftriebskräfte weiter nach. In Deutschland und Frankreich verloren die Exporte, bis anhin eine wichtige Konjunkturstütze, an Dynamik. In Frankreich kam zudem der private Konsum ins Stocken, während in Deutschland vor allem die Investitionstätigkeit Schwächetendenzen zeigte. Die britische Wirtschaft wuchs ebenfalls langsamer. Insbesondere bildete sich die Bautätigkeit zurück. In Italien sorgten dagegen die stark steigenden Exporte zusammen mit der anziehenden Investitionstätigkeit weiterhin für ein kräftiges Wirtschaftswachstum. Der private Konsum blieb indessen schwach, und die konjunkturellen Ausichten wurden etwas weniger optimistisch beurteilt als noch vor einigen Monaten. In Japan hielt die Stagnation an.

Verschiedene europäische Industrieländer revidierten zu Beginn des Jahres die Wachstumsprognosen für 1996 nach unten, nachdem die Wirtschaft schon im Jahre 1995 fast überall langsamer als erwartet gewachsen war. In Deutschland und Frankreich wird neu mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandprodukts von rund 1,5%

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quellen: OECD, Main Economic Indicators; BFS

bzw. 2% gerechnet, in Grossbritannien wird der Zuwachs auf unter 3% prognostiziert.

In den Vereinigten Staaten blieb die Arbeitslosenquote unverändert, während sie in Japan weiter leicht stieg. In Europa hinterliess die konjunkturelle Verlangsamung ebenfalls Spuren auf dem Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote nahm in Deutschland und Frankreich wieder zu und bildete sich in Grossbritannien nur noch geringfügig zurück. In Italien sank dagegen die Arbeitslosigkeit leicht. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote betrug in der EU unverändert 11%.

Die Jahreststeuerung auf der Konsumstufe belief sich in den OECD-Ländern (ohne Türkei) im Dezember auf 4,3%. Sie war damit etwas höher als im September.

Wirtschaftspolitik

Die meisten grossen Industrieländer lockerten die Geldpolitik im vierten Quartal 1995 sowie zu Beginn des Jahres 1996 angesichts der schwächeren Konjunktur und der moderaten Teuerung wei-

* Der Bericht wurde am 8. Februar 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.

ter. Die amerikanische Notenbank setzte den Satz für Federal Funds um insgesamt 0,5 Prozentpunkte auf 5,25% herab. Die britischen Währungsbehörden reduzierten den Interventionsatz ebenfalls in zwei Schritten um insgesamt 0,5 Prozentpunkte; der Basiszinssatz sank auf 6,25%. Die Deutsche Bundesbank nahm den Diskont- und Lombardsatz um je 0,5 Prozentpunkte auf 3% bzw. 5% zurück. Die Zentralbanken der meisten kleineren EU-Länder zogen nach. Die Banque de France senkte den Interventionsatz in mehreren Schritten um insgesamt 0,8 Prozentpunkte auf 4,2%. Die italienische Zentralbank liess dagegen die Leitzinsen unverändert. Auch die japanische Zentralbank verringerte den Diskontsatz nicht mehr weiter, nachdem sie ihn im dritten Quartal auf 0,5% gesenkt hatte.

Zwischen der amerikanischen Regierung und dem Kongress schwelte der Konflikt über die künftige Gestaltung der Finanzpolitik weiter. Bis Ende Januar kam keine Einigung über das Budget für das Jahr 1996 zustande. Die Regierungstätigkeit wurde weiterhin mittels Überbrückungshaushalten weitergeführt. In Japan sieht das Budget für das Finanzjahr 1996/97, das im April beginnt, erneut stark wachsende Staatsausgaben vor. Das Staatsdefizit dürfte damit auf rund 6% des Bruttoinlandsprodukts steigen.

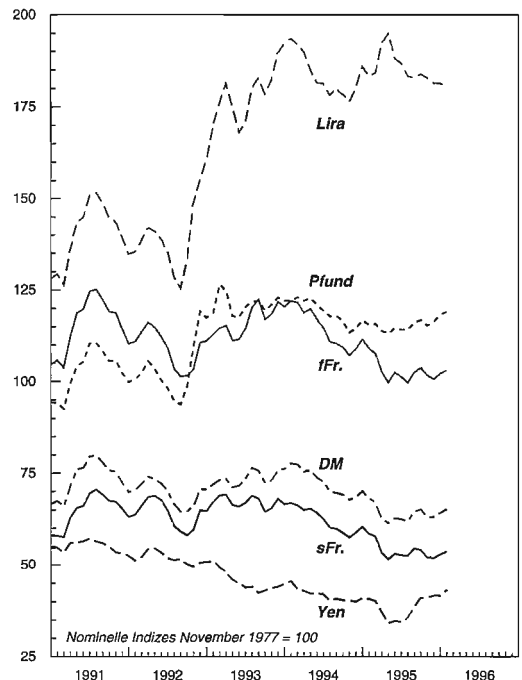
Devisenmarkt

Der amerikanische Dollar gewann von Ende November bis Ende Januar an Wert, nachdem er seit Oktober auf tiefem Stand verharrt hatte. Dazu trugen insbesondere die Zinssenkungen in Europa bei, die Anlagen in Dollar wieder attraktiver machten. Ende Januar lag der Dollar gegenüber der deutschen und schweizerischen Währung mit 1,49 D-Mark bzw. 1,21 Franken 3,7% bzw. 4,3% über dem Niveau von Anfang Oktober. Gegenüber der japanischen Währung stieg der Wert des Dollars um fast 7% auf knapp 107 Yen. Der handelsgewichtete reale Wechselkurs des Dollars lag im vierten Quartal 2,3% über dem entsprechenden Vorjahreswert.

Die Lage im Europäischen Währungssystem (EWS) blieb ruhig. Der Abstand zwischen dem holländischen Gulden und dem irischen Pfund,

der stärksten und der schwächsten Währung der am Wechselkursmechanismus beteiligten Währungen, verringerte sich im Januar wieder, nachdem er sich im vierten Quartal leicht auf 6–8% erhöht hatte. Im Januar löste die spanische Peseta den holländischen Gulden als stärkste Währung im Wechselkursmechanismus ab. Seit ihrer Abwertung im März 1995 hatte die Peseta kontinuierlich an Wert gewonnen und im Vergleich zur D-Mark bis Ende Januar rund 10% zugelegt. Der französische Franc geriet Anfang Oktober zunächst unter Druck, erholte sich jedoch rasch wieder und schloss Ende Januar gegenüber der D-Mark und dem Schweizer Franken geringfügig höher. Der handelsgewichtete reale Aussenwert des Francs lag im vierten Quartal 2,4%, derjenige der D-Mark 3% über dem Niveau vor Jahresfrist. Gegenüber dem Schweizer Franken veränderte sich die D-Mark nur wenig; Ende Januar schloss sie mit 81,30 Franken leicht stärker als Anfang Oktober.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Die nicht am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen entwickelten sich von Oktober bis Januar unterschiedlich. Die italienische Lira und die schwedische Krone gewannen gegenüber der D-Mark um je 4% an Wert. Das britische Pfund schwächte sich dagegen gegenüber der D-Mark um 1% ab. Handelsgewichtet und real lag der Wechselkurs der Lira und des Pfundes im vierten Quartal 3,5% bzw. 3,8% unter dem entsprechenden Vorjahreswert.

Der japanische Yen verlor von Oktober bis Januar weiter an Wert, wenn auch weniger ausgeprägt als in den vorangegangenen Monaten. Gegenüber dem Dollar und der D-Mark büsste er rund 6%, gegenüber dem Schweizer Franken rund 3% an Wert ein. Innert Jahresfrist bildete sich der handelsgewichtete reale Wechselkurs des Yen um 8,1% zurück.

Europäische Integration

Der Europäische Rat beschloss, die künftige europäische Währung «Euro» zu nennen. Er einigte sich zudem auf einige Modalitäten des Übergangs zur neuen Währung. Die Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten der EU werden 1998 entscheiden, welche Länder die Kriterien für die Teilnahme an der Währungsunion erfüllen. Danach wird die Europäische Zentralbank geschaffen und ihre Organe bestellt. Das Direktorium der Zentralbank trägt zusammen mit dem Zentralbankrat die Verantwortung für die gemeinsame Geldpolitik, die am 1. Januar 1999 beginnen soll. Auf diesen Zeitpunkt hin sollen die Wechselkurse der an der Währungsunion beteiligten Länder unwiderruflich fixiert werden. Der Euro wird den nationalen Währungen gleichgestellt. Die Geldpolitik wird in Euro definiert und durchgeführt, und die teilnehmenden Staaten emittieren ihre handelbaren Schuldtitel in Euro. Spätestens ab dem 1. Januar 2002 sollen auf Euro lautende Banknoten und Münzen ausgegeben werden, welche die nationalen Währungen nach höchstens sechs Monaten als gesetzliches Zahlungsmittel ablösen sollen. Der Übergang zur gemeinsamen Währung wird dadurch vollendet.

Das Europäische Währungsinstitut (EWI) bemängelte in einem Bericht die unbefriedigenden Fort-

schritte in Richtung vermehrter Konvergenz innerhalb der EU. Das EWI äusserte sich auch über die künftige geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank und sprach sich gegen eine wechselkursorientierte Politik aus. Das Währungsinstitut liess vorerst offen, ob sich die künftige Geldpolitik an einem monetären Zwischenziel oder an einem Inflationsziel orientieren soll. Ebenso ist noch nicht geklärt, welche geldpolitischen Instrumente die Europäische Zentralbank einsetzen wird.

Internationale Währungszusammenarbeit

Im Jahre 1995 stieg die Aussenschuld der Länder Mittel- und Osteuropas sowie der Nachfolgestaaten der Sowjetunion und der Entwicklungsländer gemäss Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) weiter. Dennoch bildeten sich die Schuldenquote (Aussenverschuldung in Prozent der Exporterlöse) und die Schuldendienstquote (Schuldendienst in Prozent der Exporterlöse) dank kräftig wachsender Exporte in allen Regionen mit Ausnahme Afrikas zurück.

Die Aussenverschuldung Mittel- und Osteuropas sowie der Nachfolgestaaten der Sowjetunion betrug Ende 1995 260 Mrd. Dollar und lag damit um 20 Mrd. höher als vor Jahresfrist. Ein grosser Teil der Neuverschuldung ist auf umfangreiche Beistandskredite des IWF an Russland und an die Ukraine zurückzuführen. Die durchschnittliche Schuldenquote fiel auf 110% und die Schuldendienstquote auf 11%.

Die Aussenschuld der Entwicklungsländer stieg um knapp 9% auf 1852 Mrd. Dollar. Die Schulden- und Schuldendienstquote sank auf 115% bzw. 14,4%. Am meisten Kapital floss in den asiatischen Raum, auf den sich über ein Drittel der Ausstände konzentriert. Die Mittel wurden vorwiegend auf den internationalen Finanzmärkten aufgenommen. Die Zunahme der Aussenschuld in Lateinamerika und Afrika war vor allem auf umfangreiche Kredite multilateraler Institutionen und offizieller Gläubiger zurückzuführen. Während die Schuldendienstquote in Asien mit 7,4% tief blieb, musste Lateinamerika rund 38% der Exporterlöse für den Schuldendienst aufwenden. In Afrika nahm die Schuldendienstquote leicht auf 31% zu.

Die Kreditzusagen des IWF waren im vergangenen Jahr ausserordentlich hoch. Neben hohen Bereitschaftskrediten an Russland und an die Ukraine gewährte der IWF auch umfangreiche Kredite an Mexiko und Argentinien. Über vier Fünftel des neuen Kreditvolumens entfielen allein auf diese vier Länder.

2. Schweiz

In der Schweiz schwächte sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 1995 weiter ab. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 0,3% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau, nachdem es ein Jahr zuvor noch um 1,7% gestiegen war. Die konjunkturelle Abflachung war sowohl auf die schwächere Exporttätigkeit als auch auf die weiter nachlassende Nachfrage aus dem Inland zurückzuführen. Ins Gewicht fielen insbesondere der rückläufige private Konsum und die geringere Bautätigkeit. Gemäss der Umfrage der KOF-ETH sank die Kapazitätsauslastung in der Industrie gegenüber dem Vorquartal. Die vorlaufenden Indikatoren stimmen ebenfalls pessimistisch. Die Bestellungen gingen sowohl bei den inländ- als auch bei den exportorientierten Unternehmen weiter zurück, und der Arbeitsvorrat erreichte den tiefsten Stand seit Anfang 1994. Die Aussichten für die nächsten drei Monate werden insbesondere von den binnenorientierten Unternehmen pessimistisch beurteilt. Die exportorientierten Firmen erwarten nur noch leicht wachsende Bestellungen.

Die Beschäftigung stagnierte im vierten Quartal saisonbereinigt, nachdem sie in der Vorperiode noch geringfügig gestiegen war. Sie lag um 1% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich saisonbereinigt erstmals seit dem ersten Quartal 1994 wieder. Insbesondere nahm die Zahl der Erwerbslosen, die seit weniger als einem halben Jahr ohne Stelle sind, deutlich zu.

Die Teuerung bildete sich im vierten Quartal auf 1,9% zurück. Während die Warenpreise gegenüber dem Vorjahr unverändert blieben, nahm die Teuerung bei den Dienstleistungen infolge höherer Strompreise und Spitaltaxen etwas zu. Im Januar und Februar sank die Jahresteuersatzrate auf 1,5% bzw. 0,8%, da der Mehrwertsteuerbe-

dingte Preisanstieg in den entsprechenden Vorjahresmonaten aus der Jahresteuersatzrate fiel.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im vierten Quartal gut 30,2 Mrd. Franken und lag damit um 1,4% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Diese Entwicklung entsprach der im Oktober veröffentlichten Prognose der Nationalbank. Für das erste Quartal 1996 rechnet die Nationalbank mit einem Durchschnittswert der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 30,3 Mrd. Franken. Im Januar stieg die Notenbankgeldmenge allerdings deutlich stärker als erwartet. Insbesondere beschleunigte sich das Wachstum des Notenumlaufs.

Die Geldmarktsätze bildeten sich von Oktober bis Januar weiter zurück. Ende Januar lag der Dreimonatssatz am Euromarkt bei 1,6%, gegenüber 2,4% Anfang Oktober. Mitte Dezember senkte die Nationalbank den offiziellen Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 1,5%. Der seit Ende 1994 anhaltende Rückgang der Durchschnittsrendite der Bundesobligationen kam im November bei knapp 3,6% zum Stillstand. Bis Ende Januar kletterte sie auf 4,2%. Der Anstieg wurde allerdings durch die regelmässig am Jahresende durchgeführte Anpassung des Obligationenkorb etwas überzeichnet.

Der exportgewichtete reale Wechselkurs des Frankens nahm im vierten Quartal weiter zu. Er lag um 7,2% über dem entsprechenden Vorjahreswert, gegenüber einem Anstieg von 4,3% in der Vorperiode.

B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Das Wachstum der amerikanischen Wirtschaft schwächte sich im vierten Quartal 1995 deutlich ab, nachdem es im dritten Quartal überraschend hoch ausgefallen war. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm auf das Jahr hochgerechnet um 0,9% zu (3. Quartal: 3,6%) und lag um 1,4% über dem Stand des Vorjahres. Konjunkturdämpfend wirkten vor allem die schwächer wachsenden Konsumausgaben und der abnehmende Staatsver-

brauch. Auch die Bauinvestitionen erhöhten sich verlangsamt, während die Unternehmensinvestitionen und die Exporte stärker expandierten. Die Abflachung der Binnennachfrage schlug sich in einem geringeren Zuwachs der Importe nieder.

Die Industrieproduktion nahm im vierten Quartal deutlich schwächer zu als in der Vorperiode. Sie übertraf das Vorjahresniveau noch um 1,5%, verglichen mit 3% im dritten Quartal. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie sank bis im Dezember weiter auf 82,7% und erreichte damit den tiefsten Wert seit Februar 1994. Die Beschäftigung ausserhalb der Landwirtschaft erhöhte sich mit durchschnittlich 147 000 Personen pro Monat etwas stärker. Die Arbeitslosenquote betrug unverändert 5,6%.

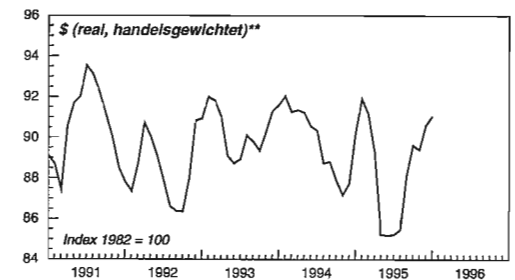
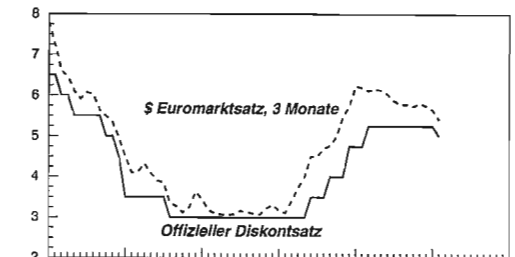
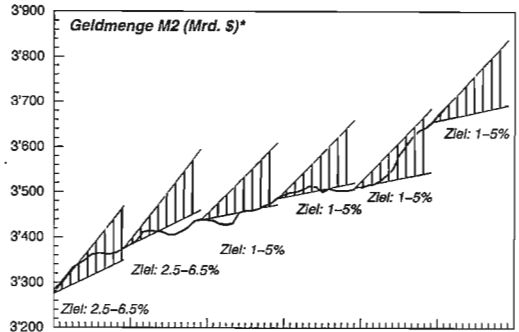
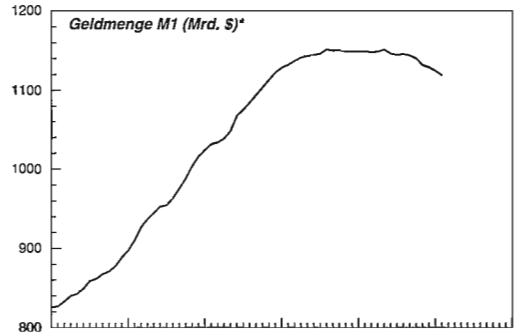
Die vorlaufenden Indikatoren deuten auf eine weitere konjunkturelle Abflachung im ersten Quartal hin. Der Index der Frühindikatoren sank im Januar auf den tiefsten Wert seit zwei Jahren. Die Erwartungen der Konsumenten verschlechterten sich weiter. Der Index der Einkaufsleiter, der die Aktivität in der verarbeitenden Industrie misst, lag im ersten Quartal erheblich unter 50%, was auf eine schrumpfende Produktion hindeutet.

Die Konsumentenpreise stiegen im vierten Quartal um 2,7% (3. Quartal: 2,6%). Die Kernrate der Teuerung (ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise) blieb unverändert bei 3%.

Das Defizit der amerikanischen Handelsbilanz ging im vierten Quartal infolge tieferer Einfuhren zurück. Es betrug saisonbereinigt 38,2 Mrd. Dollar, gegenüber 43,4 Mrd. in der Vorperiode. Im Jahre 1995 erhöhte sich das Handelsbilanzdefizit indessen auf 175,5 Mrd. Dollar und übertraf damit den Vorjahreswert erneut deutlich.

Die Konfrontation zwischen Regierung und Kongress in der Frage, wie der Staatshaushalt bis zum Jahre 2002 auszugleichen sei, konnte noch nicht beigelegt werden. Bis anhin wurden die Regierungsgeschäfte im laufenden Finanzjahr, das im Oktober 1995 begonnen hatte, mit Überbrückungshaushalten weitergeführt, was mit der mehrmaligen Einstellung eines grossen Teils der Staatstätigkeit verbunden war. Der jüngste dieser Überbrückungshaushalte galt bis Mitte März.

Graphik 3: Vereinigte Staaten



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

** Quelle: OECD

Die amerikanische Zentralbank lockerte ihre Geldpolitik weiter. Sie senkte am 19. Dezember 1995 und am 31. Januar 1996 den Tagesgeldsatz (Federal Funds) um jeweils 0,25 Prozentpunkte auf 5,5% bzw. 5,25%. Die erneuten Senkungen wurden mit geringeren Inflationserwartungen begründet. Der Dreimonatssatz am Eurodollarmarkt fiel leicht auf 5,7%. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen verminderte sich auf 5,9%. Sie ging damit innert Jahresfrist um rund 2 Prozentpunkte zurück.

Die Geldmenge M_1 nahm im vierten Quartal erneut ab. Die Aggregate M_2 und M_3 wuchsen dagegen im Vorjahresvergleich mit 4,2% bzw. 6,3% kräftig und lagen im oberen Bereich bzw. über dem jeweiligen Zielkorridor von 1–5% bzw. 2–6%.

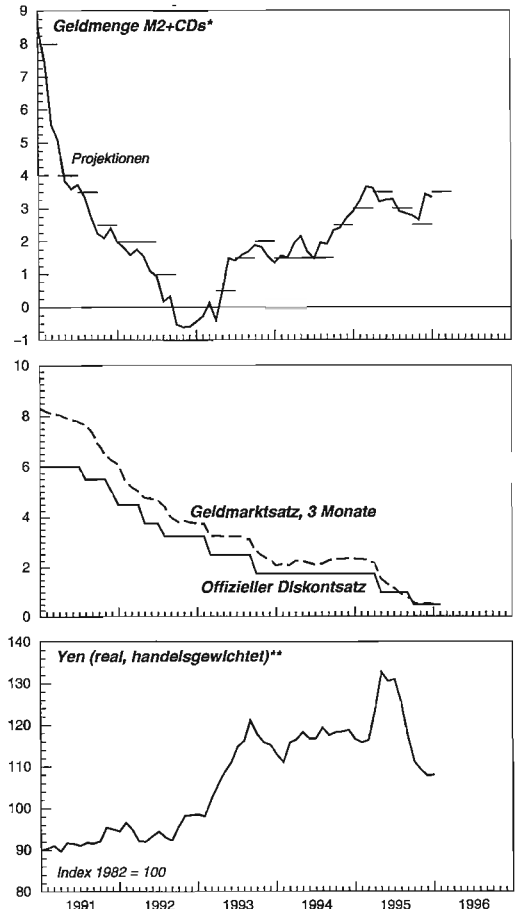
Japan

In Japan hielt die wirtschaftliche Stagnation im dritten Quartal 1995 an. Das reale Bruttoinlandprodukt verharrte auf dem Stand der Vorperiode, nachdem es im zweiten Quartal vorübergehend geringfügig zugenommen hatte. Während der private und der öffentliche Konsum weiterhin nur wenig wuchsen, sanken die Exporte geringfügig. Auch die Bauinvestitionen waren rückläufig. Die Ausrüstungsinvestitionen, die sich zu Jahresbeginn auf tiefem Niveau zu erholen begannen, schrumpften ebenfalls leicht. Trotz der schwachen Binnennachfrage und des tieferen Yen-Kurses stiegen die Importe weiterhin kräftig.

Im vierten Quartal gab es keine Anzeichen einer Besserung der Wirtschaftslage. Die Produktion der verarbeitenden Industrie übertraf den Vorjahreswert nur geringfügig, während die Kapazitätsauslastung deutlich tiefer war. Die Bestellungen aus dem Inland nahmen ab, und die Absatzaussichten erhielten sich aufgrund der jüngsten Unternehmensumfragen unbedeutend. Die Bautätigkeit verlief ebenfalls schleppend. Das Neubauvolumen war etwa gleich gross wie im Vorjahr. Die Umsätze im Detailhandel gingen gegenüber dem Vorjahr erneut zurück; nur der Absatz von Automobilen belebte sich.

Die Konsumentenpreise, die im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahr stabil geblieben waren,

Grafik 4: Japan



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

** Quelle: OECD

sanken im vierten Quartal um 0,5%. Die Produzentenpreise, welche seit 1992 rückläufig sind, lagen um 0,7% unter dem Stand vor Jahresfrist.

Die Beschäftigung bildete sich im vierten Quartal erneut geringfügig zurück, so dass sich die Arbeitslosenquote auf 3,3% erhöhte. Das Verhältnis zwischen angebotenen Stellen und Stellensuchenden blieb mit 0,63 tief.

Der Handelsbilanzüberschuss verringerte sich im vierten Quartal gegenüber dem entsprechenden

Vorjahreswert von 3,5 Bio. auf 2,9 Bio. Yen, da die Importe erheblich stärker wuchsen als die Exporte. Der Überschuss der Ertragsbilanz bildete sich weiter von 3 Bio. auf 2,3 Bio. Yen oder rund 2% des Bruttoinlandprodukts zurück.

Die japanische Zentralbank änderte im vierten Quartal ihre Geldpolitik nicht, nachdem sie den Diskontsatz im September um einen halben Prozentpunkt auf 0,5% herabgesetzt hatte. Der Satz für dreimonatige Depositenzertifikate, der im Laufe des Jahres kontinuierlich gesunken war, verharrte im vierten Quartal bei 0,5%, verglichen mit 2,3% vor Jahresfrist. Die Rendite zehnjähriger Staatsobligationen betrug 2,8%, gegenüber 4,7% vor Jahresfrist.

Die Geldmenge M_2+CD , welche der Zentralbank als geldpolitischer Indikator dient, erhöhte sich im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 3,1% und lag damit leicht über der Projektion der Zentralbank von rund 3%. Für das erste Quartal 1996 änderte die Zentralbank die Projektion nicht.

Ende Dezember kündigte die Regierung das Budget für das Haushaltsjahr 1996/97 an, das am 1. April 1996 beginnt. Die Staatsausgaben sollen mit 6% deutlich rascher steigen als das nominelle Bruttoinlandprodukt (2%). Ins Gewicht fallen die geplanten Massnahmen zur Liquidation der überschuldeten Hypothekargesellschaften sowie die zusätzlichen Infrastrukturinvestitionen zur Belebung der Konjunktur. Zudem dürfte der Schuldendienst trotz der niedrigen Zinssätze stark zunehmen, da die Staatsverschuldung beträchtlich steigt. Auf der Einnahmenseite wird mit deutlich tieferen Steuereinnahmen gerechnet. Das Budgetdefizit dürfte sich auf etwa 6% des realen Bruttoinlandprodukts ausweiten.

Deutschland

In Deutschland verlangsamte sich die konjunkturelle Erholung im dritten Quartal 1995. Das reale Bruttoinlandprodukt stagnierte gegenüber der Vorperiode und lag noch um 1,9% über dem Vorjahresstand, verglichen mit 2,5% im zweiten Quartal. Das Wachstum des privaten Konsums, der Exporte und der Bauinvestitionen schwächte

sich im Vorjahresvergleich deutlich ab. Die Ausüstungsinvestitionen sanken, nachdem sie im ersten Halbjahr spürbar angezogen hatten. Der öffentliche Konsum stieg erneut nur wenig. Die Verlangsamung der Binnennachfrage widerspiegelte sich in einer Abflachung des Importwachstums.

Im vierten Quartal schwächte sich die Konjunktur weiter ab. Gemäss ersten Angaben übertraf das reale Bruttoinlandprodukt den Vorjahreswert noch um 1%. Die Produktion der verarbeitenden Industrie ging gegenüber der Vorperiode zurück, wobei der Rückgang bei den Investitionsgütern erheblich schwächer ausfiel als bei den Konsumgütern. Die Kapazitätsauslastung sank von 84,7% im September auf 84% im Dezember und fiel damit unter das entsprechende Vorjahresniveau. Der Auftragseingang sowohl aus dem Ausland wie auch aus dem Inland nahm deutlich ab. In der Bauindustrie stabilisierte sich die Lage, nachdem die Produktion im ersten Halbjahr deutlich gesunken war. Im Laufe des Jahres 1994 hatten die Bauinvestitionen stark angezogen, da wegen der bis Ende des Jahres befristeten Steuerergünstigungen zahlreiche Bauvorhaben vorgezogen wurden. Im Detailhandel dürften die Umsätze aufgrund der vorliegenden Angaben nur wenig zugenommen haben.

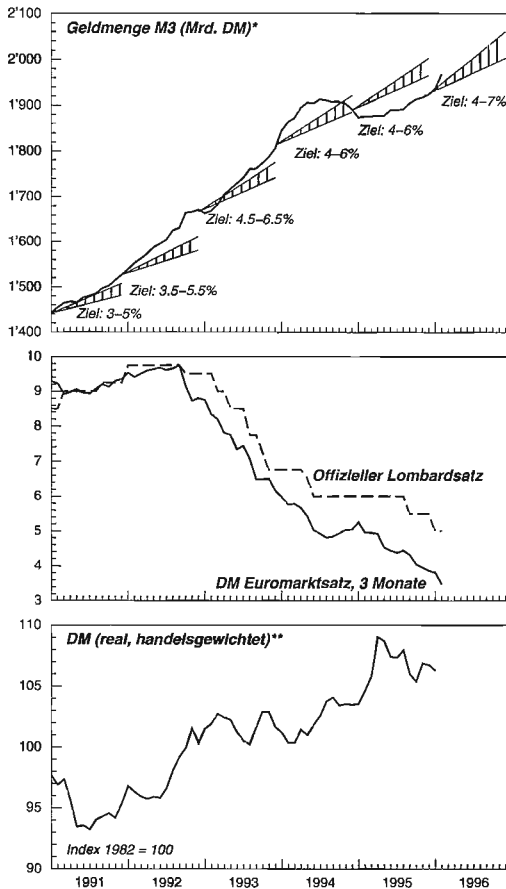
Die konjunkturelle Verlangsamung wirkte sich auch auf den Arbeitsmarkt aus. Die Arbeitslosenquote stieg von 9,5% auf 9,7% und erreichte damit beinahe wieder den Höchststand vom Frühling 1994.

Die Teuerung verharrte im vierten Quartal bei 1,8%. Auch die Produzentenpreise stiegen weniger stark, nachdem sie in den ersten drei Quartalen angezogen hatten.

Die Ausfuhren und die Einfuhren nahmen im dritten Quartal spürbar schwächer zu als in der Vorperiode. Sie lagen nominal um 5,9% bzw. 2,8% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Der Überschuss der Handelsbilanz war mit 23,6 Mrd. D-Mark etwa gleich hoch wie im zweiten Quartal und übertraf den Vorjahreswert um 6 Mrd. D-Mark. Das Ertragsbilanzdefizit sank innert Jahresfrist von 12,1 Mrd. auf 6,1 Mrd. D-Mark.

Die Deutsche Bundesbank lockerte im vierten Quartal ihre Geldpolitik weiter. Mitte Dezember senkte sie den Diskont- und den Lombardsatz um je einen halben Prozentpunkt auf 3% bzw. 5%. Sie nahm ferner den Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte von 4% im Oktober auf 3,3% im Januar 1996 zurück. Die Rendite langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere fiel von 6,1% auf 5,3% und lag damit um über 2 Prozentpunkte tiefer als vor Jahresfrist.

Grafik 5: Deutschland



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

** Quelle: OECD

Die Geldmenge M_3 lag im vierten Quartal um 2,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand und unterschritt den Zielkorridor von 4–6% deutlich. Während der Bargeldumlauf, die Sichteinlagen sowie die kurzfristigen Spareinlagen stärker als im Vorjahr wuchsen, nahmen die Termingelder ab. Für das Jahr 1996 weitete die Bundesbank den Zielkorridor leicht auf 4–7% aus.

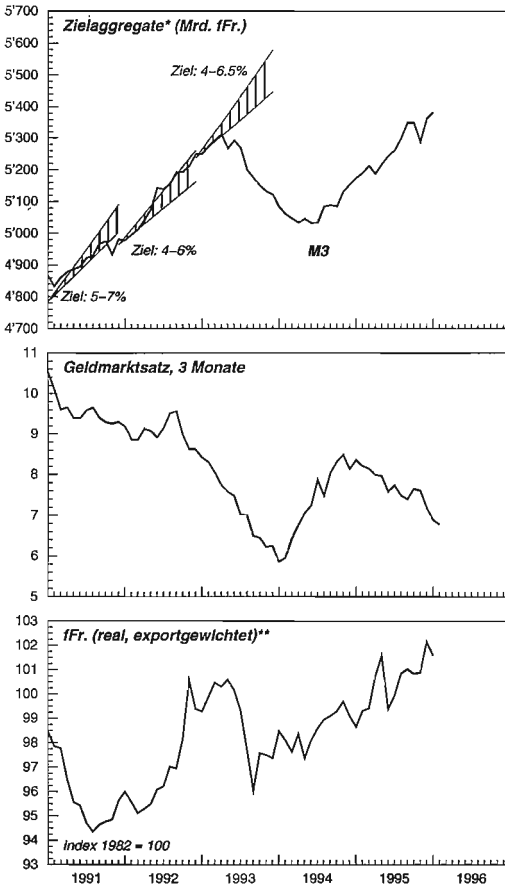
Frankreich

In Frankreich schwächte sich die Konjunkturerholung im dritten Quartal 1995 weiter ab. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorjahr um 2%, verglichen mit 2,8% in der Vorperiode. Alle Komponenten der Nachfrage, ausgenommen der öffentliche Konsum, nahmen weniger stark zu. Die Importe erhöhten sich weiterhin deutlich.

Im vierten Quartal verlor die Konjunktur weiter an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg im Jahresvergleich um 0,7%. Die Industrieproduktion sank um 2,2%, nachdem sie in der Vorperiode noch gewachsen war. Dieser Rückgang ist zum Teil auf die Streiks von November und Dezember zurückzuführen. Die jüngsten Unternehmensumfragen deuteten ebenfalls auf eine konjunkturelle Abkühlung hin. Die Lager erreichten ein überdurchschnittlich hohes Niveau, während die Auftragsbestände weiter zurückgingen. Nur betreffend die Produktion von Ausrüstungsgütern blieben die Umfrageresultate optimistisch. Die Konsumentenstimmung verschlechterte sich im vierten Quartal massiv. Der Index fiel unter das Niveau von Mitte 1993, dem Tiefpunkt der vergangenen Rezession. Damit verlor er das gesamte während zweier Jahre gewonnene Terrain.

Die französische Regierung ergriff verschiedene Massnahmen zur Belebung des Konsums und der Bauwirtschaft. Sie erleichterte den Rückzug von Geldern, die durch langfristige Spar- und Vorsorgeprogramme gebunden sind, und senkte die Verzinsung der staatlichen Volkssparhefte. Dazu verminderte sie die Besteuerung auf reinvestierten Geldern, um den Erwerb von Immobilien durch Privatpersonen zu fördern. Sie ermöglichte ferner, Zinsen für Konsumkredite von den Steuern abzusetzen.

Grafik 6: Frankreich



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

** Quelle: OECD

Die Beschäftigung nahm im vierten Quartal weiter zu; die Arbeitslosigkeit zog indessen wieder an. Im Dezember betrug die Arbeitslosenquote 11,7%, gegenüber 11,4% im August. Die Teuerung, die infolge der Erhöhung der Mehrwertsteuer per 1. August leicht gestiegen war, stabilisierte sich im vierten Quartal bei 1,9%.

Das Wachstum der Ausfuhren und der Einfuhren verlangsamte sich im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode. Der Handelsbilanzüberschuss schrumpfte von 29,5 Mrd. auf 20,6 Mrd. Francs. Da sich auch die Ergebnisse der übrigen Teil-

bilanzen verschlechterten, fiel der Ertragsbilanzüberschuss massiv um 15,3 Mrd. auf 6,1 Mrd. Francs.

Nachdem sich die Situation an den Devisenmärkten zu Beginn des vierten Quartals beruhigt hatte, lockerte die Banque de France ihre Geldpolitik weiter. Im November und Dezember nahm sie neben dem Pensionsatz erstmals seit Mitte 1994 auch den Interventionssatz zurück und senkte diesen schrittweise von 5% auf 4,45%. Mitte Januar passte sie die Leitzinssätze um je 0,25 Prozentpunkte auf 4,2% (Interventionssatz) bzw. 5,6% (Pensionsatz) nach unten an. Bis Mitte März senkte sie den Interventionssatz weiter auf 3,9%. Der Dreimonatssatz am Euromarkt bildete sich von 6,8% im Oktober auf 5,5% im Dezember zurück. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen fiel von 7,5% auf 6,8%.

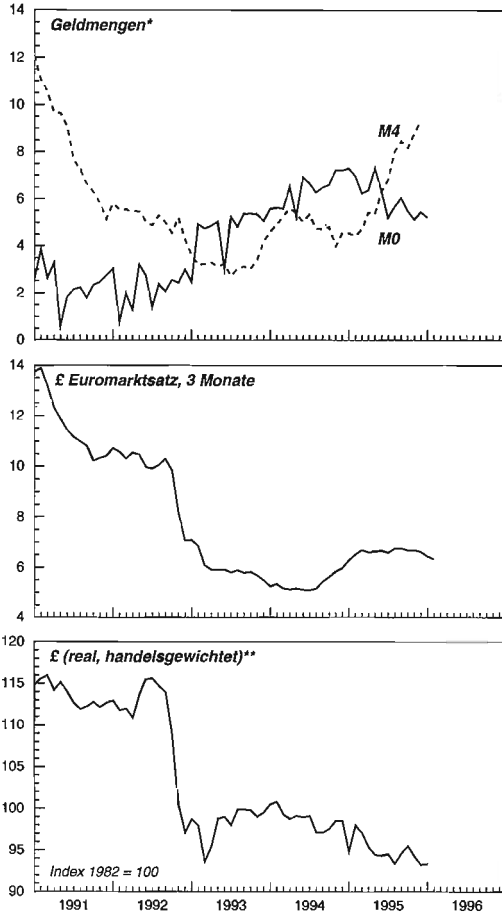
Die Geldmenge M_3 lag im vierten Quartal um 3,7% über dem Stand vor Jahresfrist. Die gesamte inländische Verschuldung wuchs um knapp 5%. Die Banque de France beschloss, im Jahre 1996 ihre bisherigen Ziele beizubehalten. Sie wird weiterhin die Stabilisierung des Franc sowie ein mittelfristiges Wachstum der Geldmenge M_3 von 5% anstreben.

Grossbritannien

In Grossbritannien verlor der Konjunkturaufschwung im dritten Quartal 1995 weiter an Dynamik. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorjahr um 2,1%, verglichen mit 2,7% in der Vorperiode und 4,1% vor Jahresfrist. Das Wachstum stützte sich weiterhin auf die Exporte, auf den privaten Konsum sowie auf die Ausüstungsinvestitionen. Der öffentliche Konsum erhöhte sich dagegen erneut nur geringfügig. Die Bauinvestitionen gingen leicht zurück, da insbesondere der öffentliche Wohnungsbau wiederum stark abnahm. Die Importe wuchsen kräftiger als in der Vorperiode.

Auch im vierten Quartal flachte der Aufschwung ab. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gemäss den ersten Angaben gegenüber dem Vorjahr um 1,8%. Die Produktion der verarbeitenden Industrie lag leicht unter dem Wert der Vorperiode;

Grafik 7: Grossbritannien



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

** Quelle: OECD

übertraf jedoch den Vorjahreswert noch immer. Aufgrund der letzten Umfragen bei den Unternehmen der verarbeitenden Industrie verdüsterten sich die Investitionsaussichten. Das rückläufige Neubauvolumen deutet auf eine nachlassende Investitionstätigkeit im Baubereich hin. Die Umsätze im Detailhandel übertrafen indessen den Stand der Vorperiode spürbar. Insbesondere die Zahl neu zugelassener Automobile, die bis anhin stagniert hatte, erhöhte sich. Auch das Volumen der Konsumkredite zog an.

Die Arbeitslosenquote ging im vierten Quartal auf 8% zurück. Sie lag damit um 0,8 Prozentpunkte

tiefer als vor Jahresfrist. Die Konsumentenpreise erhöhten sich um 3,2%, verglichen mit 3,7% in der Vorperiode. Die Basisinflation, welche die Hypothekarzinsen nicht berücksichtigt, verharrte im vierten Quartal bei 2,9%. Die Produktionspreise zogen weiter an.

Die Einfuhren erhöhten sich im dritten Quartal leicht stärker als die Ausfuhren, so dass das Handelsbilanzdefizit geringfügig zunahm. Das Ertragsbilanzdefizit stieg um 0,1 Mrd. auf 1,3 Mrd. Pfund. Vor Jahresfrist hatte die Ertragsbilanz aufgrund des hohen Überschusses der Kapitalertragsbilanz positiv abgeschlossen.

Mitte Dezember, Mitte Januar und Anfang März senkten die britischen Währungsbehörden den Leitzins um je 0,25 Prozentpunkte. Der Basiszinsatz, den die Banken erstklassigen Schuldnern verrechnen, ging um insgesamt 0,75 Prozentpunkte auf 6% zurück. Zwischen September 1994 und Februar 1995 war der Leitzins in mehreren Schritten erhöht worden, um einer konjunkturellen Überhitzung vorzubeugen. Der Dreimonatssatz am Interbankmarkt sank im vierten Quartal weiter und betrug im Januar 6,2%. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen verharrte dagegen bei über 8%.

Die britische Zentralbank nahm im Inflationsbericht vom Februar 1996 ihre Prognose über die Teuerungsentwicklung zurück. Die Basisinflation dürfte bis Mitte des Jahres auf unter 2,5% sinken und anschliessend nur unerheblich anziehen. Damit dürfte das Inflationsziel erreicht werden, das die Regierung auf 2,5% festgelegt hatte.

Das Wachstum der Geldmenge M_0 schwächte sich im vierten Quartal auf 5,5% ab, verglichen mit 7,1% vor Jahresfrist. Die Zuwachsrate näherte sich damit dem mittelfristig angestrebten Bereich von 0–4%. Die Wachstumsrate des Aggregats M_4 , das auch Einlagen bei Banken und Bausparkassen umfasst, stieg erneut und übertraf mit 9,3% den mittelfristig angestrebten Bereich von 3–9%.

Italien

In Italien verstärkte sich der Konjunkturaufschwung im dritten Quartal 1995 erheblich. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg im Vorjahresvergleich um 3,4% (2. Quartal: 3,1%). Besonders das

Exportwachstum blieb mit 11,8% hoch. Auch die Investitionen, insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen, wuchsen mit 8,2% erneut kräftig, und die Bauinvestitionen nahmen zum ersten Mal seit dem Jahre 1992 wieder zu. Dagegen erhöhte sich – angesichts der schwierigen Arbeitsmarktlage sowie der schrumpfenden Kaufkraft der Löhne – der private Konsum nur schwach. Der öffentliche Konsum war leicht rückläufig. Das Wachstum der Importe betrug 9,9%.

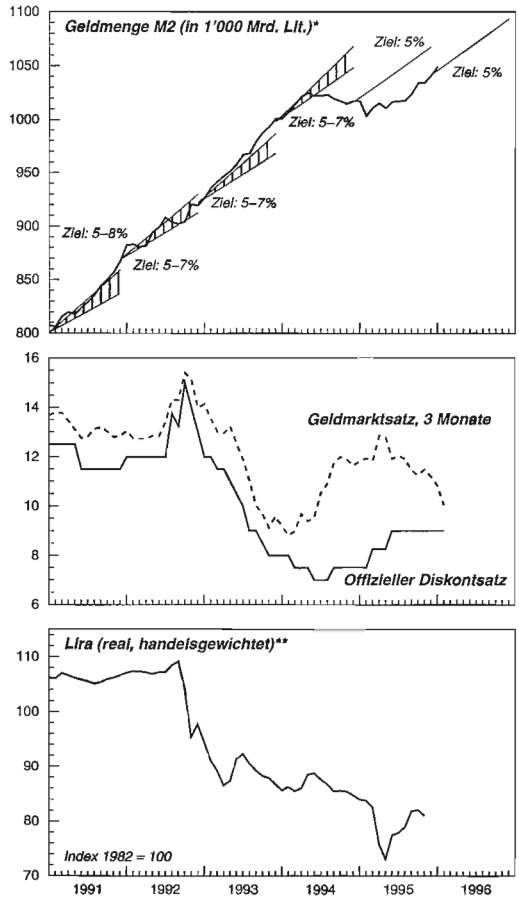
Im vierten Quartal blieb der Aufschwung dynamisch. Gemäss ersten Schätzungen lag das reale Bruttoinlandprodukt um 2,4% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Industrieproduktion wuchs, vor allem im Bereich der Investitionsgüter, mit 3,7% (3. Quartal: 5,7%) noch immer deutlich. Gemäss den neuesten Umfragen bei den Unternehmen dürfte sich das Wachstum der Produktion in den ersten Monaten des Jahres 1996 indessen weiter abschwächen. Die Bestelleingänge aus dem In- und Ausland dürften sich ebenfalls verringern. Der Index der Konsumentenstimmung sank im vierten Quartal weiter, nachdem er schon in der Vorperiode rückläufig gewesen war.

Im dritten Quartal erhöhte sich die Beschäftigung erstmals seit Beginn des Konjunkturaufschwungs. Gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode nahm sie um 0,4% zu, allerdings vermochte ausschliesslich der Dienstleistungssektor neue Stellen zu schaffen. Die Arbeitslosenquote sank von 12,1% auf 11,9%. Die regionalen Divergenzen verschärften sich weiter. Die Arbeitslosenquote betrug im Norden 6,9%, im Süden 21,2%.

Die Teuerung betrug im vierten Quartal 5,9%, verglichen mit einem Wert von 3,9% in der entsprechenden Vorjahresperiode. Auf Produktionsstufe bildete sich die Teuerung dagegen von 9% auf 7% zurück. Die Löhne zogen an, der Anstieg blieb jedoch weiterhin deutlich hinter der Preisentwicklung zurück. In den jüngsten Umfragen nahm die Zahl der Unternehmer, die eine Stabilisierung des Preisniveaus erwarten, weiter zu.

Die Einfuhren und die Ausfuhren wuchsen im dritten Quartal erneut kräftig, wobei sich die Exporte etwas stärker erhöhten als die Importe. Der Über-

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

schuss der Handelsbilanz stieg gegenüber dem Vorquartal um 4 Bio. auf 14,9 Bio. Lire, der Ertragsbilanzüberschuss um 2 Bio. auf 14,9 Bio. Lire.

Das Defizit des Staatshaushalts für das Jahr 1995 belief sich gemäss ersten Schätzungen auf 130,3 Bio. Lire bzw. 7,4% des Bruttoinlandprodukts. Es lag um 2 Prozentpunkte unter dem Wert des Vorjahres. Zum ersten Mal seit 15 Jahren konnte die Schuldenquote verringert werden. Sie sank von

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

^{a)} ab 1994 neue Erhebungsgrundlage

^{b)} ausgenommen Schulabgänger

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

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

	1992	1993	1994	1995	1994		1995			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	-67,9	-99,9	-151,2		-39,7	-43,3	-39,0	-43,3	-39,5	
Japan	117,8	130,0	128,8		29,5	31,2	29,6	30,9	27,5	
Deutschland ^{a)}	-21,0	-16,8	-22,3		-7,7	-10,2	-2,6	-3,4	-4,3	
Frankreich ^{a)}	3,6	9,4	7,8		2,1	1,3	8,8	4,7	0,6	
Grossbritannien ^{a) b)}	-16,4	-16,5	-3,0		0,1	-0,7	-1,4	-1,9	-2,1	
Italien ^{a) b)}	-27,8	11,3	15,5		4,9	4,8	2,6	7,7	9,2	
Schweiz ^{b)}	15,1	19,4	18,4	16,1	3,5	4,8	5,3	4,0	4,7	5,2

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

^{b)} nicht saisonbereinigt

124,3% auf 123,8%. Der Primärüberschuss des Staatshaushaltes (d.h. der Saldo ohne Zinszahlungen) betrug 65,5 Bio. Lire bzw. 3,7% des Bruttoinlandprodukts. Ende Dezember hiess das italienische Parlament das Haushaltsbudget für 1996 gut. Dieses sieht eine weitere Erhöhung des Primärüberschusses und eine Reduktion des Haushaltsdefizits auf 5,8% des Bruttoinlandprodukts vor.

Die Banca d'Italia liess die Leitzinsen im vierten Quartal unverändert. Seit Mai 1995 liegen der Diskontsatz und der Lombardsatz bei 9% bzw. 10,5%. Während sich der Dreimonatssatz am Euromarkt im vierten Quartal bei durchschnittlich 10,5% stabilisierte, sank die Rendite langfristiger Staatspapiere weiter von 12,1% im Juli auf 10,8% im Dezember.

Das Jahreswachstum der Geldmenge M_2 beschleunigte sich im vierten Quartal auf 2,4%, blieb jedoch deutlich unter dem Zielpfad von 5%. Für das Jahr 1996 wurde von der Banca d'Italia das Wachstum des Zielpfads erneut auf 5% festgelegt. Für die durchschnittliche Jahreststeuerung legte die Zentralbank ein Ziel von unter 4% (ohne Effekte der Mehrwertsteuer) fest.

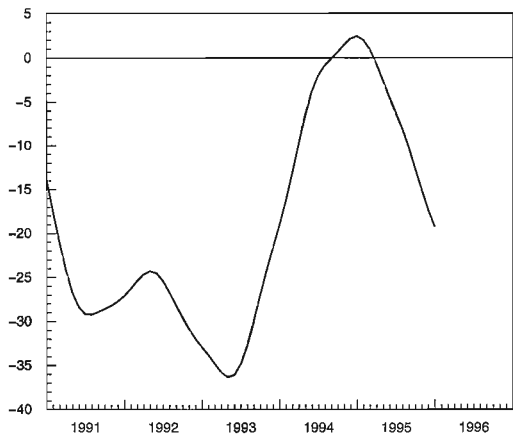
C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Die konjunkturelle Abflachung setzte sich in der Schweiz im vierten Quartal unvermindert fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode ab und lag um 0,3% unter dem Vorjahresstand (3. Quartal: +0,7%). Neben den fortgesetzt rückläufigen Bauinvestitionen trugen vor allem die schrumpfenden realen Konsumausgaben zu dieser Entwicklung bei. Das Wachstum der realen Exporte von Gütern und Dienstleistungen verlangsamte sich im vierten Quartal weiter. Da die Importe von Gütern und Dienstleistungen trotz der schwachen Binnennachfrage verstärkt zunahmen, trug der Aussenhandel nicht mehr zum Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts bei.

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie*



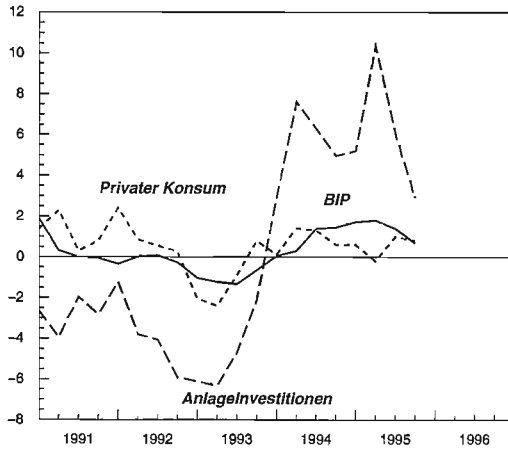
* Geglättet; beim «Geschäftsgang in der Industrie» handelt es sich um einen Sammelindikator, der sich aus vier Einzelgrössen – Bestellungseingang und Produktion im Vorjahresvergleich sowie Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelager – zusammensetzt.

Quelle: KOF/ETH, Konjunkturtest

Gemäss der Umfrage der KOF/ETH bildete sich der seit Anfang 1995 sinkende Geschäftsgang in der Industrie gegenüber der Vorperiode weiter zurück. Sowohl die binnen- als auch die exportorientierten Unternehmungen meldeten einen geringeren Bestellungseingang als vor Jahresfrist. In beiden Bereichen nahm auch der Auftragsbestand gegenüber der Vorperiode stark ab. Er fiel auf den tiefsten Stand seit Anfang 1994. Die Lager an Fertigprodukten nahmen gegenüber dem Vorquartal geringfügig zu. Sie werden von den Testteilnehmern weiterhin als überhöht beurteilt. Bei den binnenorientierten Unternehmen stagnierte die Produktion auf dem Niveau der Vorperiode und sank damit unter den entsprechenden Vorjahresstand. In der Exportwirtschaft dagegen übertraf der Ausstoss den Vorquartalswert deutlich und lag auch noch leicht über dem Vorjahresniveau. Die technische Kapazitätsauslastung in der Industrie sank gegenüber dem dritten Quartal um 0,2 Prozentpunkte auf 85%.

Die binnenorientierten Unternehmen schätzten im vierten Quartal die Aussichten für die kommenden Monate erneut deutlich pessimistischer ein als die Exportindustrie. Sie rechnen für die absehbare Zukunft mit weiter sinkenden Bestellungseingän-

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt*



* Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: BfK

gen und gedrosselter Produktion. Die Exportwirtschaft erwartete zu Beginn des vierten Quartals noch leicht steigende Bestellungseingänge; im Dezember trübten sich jedoch die Aussichten auch in diesem Bereich. Der seit April 1995 anhaltende Anstieg des KOF-Konjunkturbarometers der vorlaufenden Indikatoren setzte sich im vierten Quartal fort. Der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr betrug 1,6%. Er war ausschliesslich auf die Entwicklung der monetären Komponenten des Barometers (Aktienindex und reale Geldmenge) zurückzuführen, während die realen Komponenten (Auftragsbestand in der Maschinenindustrie, Bauindikator, Index der Stelleninsetrate und Beschäftigungsaussichten) rückläufig waren. Das Konjunkturbarometer geht der Wirtschaftsentwicklung im Durchschnitt um sechs bis neun Monate voraus. Vor der zweiten Jahreshälfte 1996 ist deshalb nicht mit einer Belebung der wirtschaftlichen Aktivität zu rechnen.

Konsum

Die realen privaten Konsumausgaben nahmen im vierten Quartal erneut ab. Im Vorjahresvergleich sanken sie um 0,3%. Die realen Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag gingen saisonbereinigt zurück. Innert Jahresfrist nahmen sie um 0,6% ab,

nachdem sie im dritten Quartal stagniert hatten. Besonders stark schrumpften die Verkäufe von Bekleidung und Textilwaren. Die Importe von Konsumgütern gewannen gegenüber dem Vorquartal an Schwung, was auf höhere Einfuhren von nicht dauerhaften Konsumgütern zurückzuführen war. Die Zahl verkaufter Personenwagen erhöhte sich deutlich, nachdem sie in den drei vorangegangenen Quartalen gesunken war. Der Rückgang der Zahl Übernachtungen inländischer Gäste schwächte sich im vierten Quartal 1995 ab. Die Ausgaben inländischer Touristen im Ausland nahmen unter anderem infolge des starken Frankens erneut stark zu.

Gemäss der im Januar 1996 durchgeführten Umfrage des Bundesamtes für Konjunkturfragen verschlechterte sich das Konsumklima deutlich. Die Konsumenten schätzten ihre zukünftige Finanzlage zum ersten Mal seit einem Jahr pessimistischer ein. Sie beurteilten die Wirtschaftsentwicklung ebenfalls spürbar schlechter. Der seit Anfang des Jahres 1995 sinkende Index der Arbeitsplatzsicherheit nahm erneut ab.

Investitionen

Die realen Anlageinvestitionen nahmen im vierten Quartal saisonbereinigt leicht zu. Sie lagen um 2,6% über dem entsprechenden Vorjahresniveau (3. Quartal: 2,9%).

Die Bauinvestitionen bildeten sich weiter zurück. Sie schrumpften im Vorjahresvergleich um 3,1% (3. Quartal: -1,9%). Die rückläufige Aktivität in der Baubranche widerspiegelt sich auch im Geschäftsgang der Industrie Steine und Erden, einem wichtigen Zulieferer der Bauindustrie. Gemäss der Umfrage der KOF/ETH nahmen sowohl der Auftragsbestand als auch die Produktion gegenüber dem Vorquartal ab. Der 1994 neu eingeführte vierteljährliche Baukonjunkturtest der KOF/ETH zeichnet ebenfalls ein pessimistisches Bild. Der Arbeitsvorrat im Bauhauptgewerbe lag im vierten Quartal unter dem Niveau des Vorjahres. Er betrug noch durchschnittlich 3 Monate, gegenüber 4 Monaten vor Jahresfrist. Der Hochbau litt unter einem stärkeren Rückgang des Arbeitsvorrats als der Tiefbau. Auch die Produktion sank im Hochbau besonders stark. Dies wider-

spiegelt den Einbruch beim privaten Wohnungsbau im Jahre 1995. Die Auslastung der technischen Kapazitäten betrug im Bauhauptgewerbe im vierten Quartal 60,4%, gegenüber 67,8% vor Jahresfrist. Die Unternehmen rechnen für die kommenden Monate mit einem weiter sinkenden Auftragsbestand, einem Abbau der Zahl der Arbeitsplätze sowie einer Fortsetzung des Preisrückgangs.

Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen real gegenüber der Vorperiode deutlich zu, nachdem sie im dritten Quartal saisonbereinigt gesunken waren. Binnen Jahresfrist wuchsen sie um 13,1% (3. Quartal: 12,4%). In dieser Entwicklung spiegeln sich vor allem die wechselkursbedingt anhaltend kräftig gestiegenen Importe von Investitionsgütern. Wie die Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) ergab, gingen die Inlandbestellungen nominal erneut stark zurück. Der Arbeitsvorrat sank gegenüber der Vorerhebung leicht auf 4,3 Monate.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die realen Güterausfuhren nahmen im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht ab und stagnierten im Vorjahresvergleich, nachdem sie zwei Jahre lang ununterbrochen gestiegen waren. Ins Gewicht fielen vor allem die geringeren Exporte von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Die Exporte von Investitionsgütern nahmen mit 4,8% stark verlangsamt zu. Das vierte Quartal 1995

zählte einen Arbeitstag weniger als das entsprechende Vorjahresquartal, aus diesem Grund wird das Wachstum der Exporte im Vorjahresvergleich um etwa 1,7 Prozentpunkte unterschätzt.

Mit einem Rückgang von 13% bzw. 21% sanken die Lieferungen der Textil- sowie der Uhrenindustrie im Vorjahresvergleich besonders deutlich. Auch in der Papier- und Graphischen Industrie verstärkte sich der Rückgang. Nachdem die Ausfuhren der Chemischen Industrie im Vorquartal noch kräftig gestiegen waren, stiegen sie im vierten Quartal leicht. Die Ausfuhren der Maschinen- und Elektronikindustrie wuchsen verlangsamt. Als einzige Branche vermochte die Nahrungs- und Genussmittelindustrie ihre Exporte verstärkt auszuweiten.

Nach Ländern gegliedert nahmen sowohl die nominellen Ausfuhren in die OECD- als auch in die Nicht-OECD-Länder ab. Die Exporte in die EU sanken insgesamt um 3,3%, nachdem sie im Vorquartal noch um 0,8% zugenommen hatten. Markant tieferen Lieferungen nach den wichtigsten europäischen Exportmärkten standen einzig höhere Verkäufe nach Dänemark, Finnland und Spanien gegenüber. Die Lieferungen in die Vereinigten Staaten nahmen deutlich ab. Dagegen expandierten die Exporte nach Japan stärker als im Vorquartal. Die Lieferungen in die nichtölexportierenden Entwicklungsländer schrumpften, nachdem sie im dritten Quartal noch stark zugenommen hatten. Die Ausfuhren in die OPEC-Staa-

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1992	1993	1994	1995	1994		1995			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Import von Investitionsgütern, real	-10,3	-4,1	13,6	17,9	18,4	11,9	29,7	17,7	9,6	16,7
Baubewilligte Wohnungen ¹	-	-4,1	12,8	-23,4	3,5	15,5	-30,4	-18,7	-18,9	-25,1
Neuerstellte Wohnungen ¹	-	-4,1	25,2	9,8	27,5	35,3	-4,1	22,3	27,5	-0,9
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal										
Total	-10,2	-3,4	-5,8	-1,0	-0,2	-5,8	2,2	0,4	-3,6	-1,0
Privater Bau	-17,1	5,1	-5,5	-12,5	1,0	-5,5	0,2	-6,0	-13,0	-12,5
Öffentlicher Bau	-2,8	-11,2	-6,2	11,5	-1,6	-6,2	4,6	7,0	7,0	-11,5
Bauteuerung ²	6,1	3,4	1,5	2,7	1,6	2,7	2,8	2,7	2,4	1,9

¹ ab 1. Quartal 1993 in 110 Städten; Reihe zurückgerechnet bis 1. Quartal 1992

² Produktionskostenindex Sparte 1 des SBV

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

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1992	1993	1994	1995	1994		1995			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Reale Ausfuhr	4,3	0,6	4,9	4,2	5,2	7,5	4,6	6,6	4,1	0,2
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	2,8	-1,7	9,4	0,4	8,5	10,5	3,5	2,8	0,5	-5,7
Investitionsgüter	0,0	-2,2	5,7	7,3	5,4	9,3	8,2	9,1	6,0	4,8
Konsumgüter	10,6	5,6	0,6	4,5	2,3	3,5	2,4	7,5	5,3	0,2
Ausfuhrpreise	0,7	0,0	-0,7	-2,1	-1,0	-1,6	-3,2	-2,1	-1,2	-1,6
Reale Einfuhr	-4,3	-1,2	9,4	3,6	9,6	9,4	11,1	7,4	2,9	6,5
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-1,4	-1,3	10,9	-4,7	11,3	14,1	7,7	8,8	0,2	2,8
Investitionsgüter	-10,3	-4,1	13,6	16,7	18,4	11,9	29,7	17,7	9,6	17,9
Konsumgüter	-2,9	1,5	6,4	2,4	3,8	5,1	4,0	0,4	1,3	2,9
Einfuhrpreise	2,2	-2,2	-4,8	-2,8	-4,8	-2,6	-1,8	-3,1	-1,1	-2,3

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

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

ten, nach Zentraleuropa sowie nach China stiegen weiterhin.

Die Einfuhren nahmen im vierten Quartal real und saisonbereinigt wieder zu, nachdem sie in den zwei Vorquartalen zurückgegangen waren. Gegenüber dem Vorjahr stiegen sie um 3,6%. Das anhaltend kräftige Wachstum der Investitionsgüterimporte war teilweise auf die Lieferung von Flugzeugen zurückzuführen. Bemerkenswert waren die höheren Einfuhren von Konsumgütern. Insbesondere wurden deutlich mehr Arzneimittel, Bekleidungsartikel, Schuhe sowie Juwelierwaren importiert. Dagegen nahmen die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie jene von Energieträgern deutlich ab.

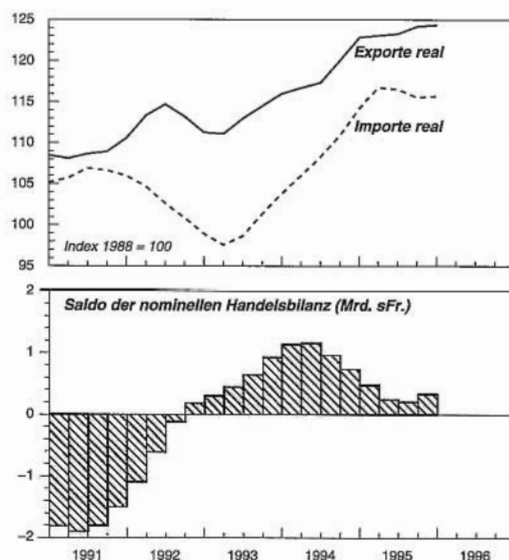
Gemäss dem Mittelwertindex bildeten sich im vierten Quartal die Importpreise mit -2,8% stärker als die Exportpreise (-1,6%) zurück.

Der Überschuss der Handelsbilanz fiel im vierten Quartal um 0,4 Mrd. Franken tiefer aus als vor Jahresfrist. Während der Aktivsaldo bei den Arbeits- und Kapitaleinkommen leicht stieg, erhöhte sich jener der Dienstleistungsbilanz um 0,2 Mrd. Franken. Der Überschuss der Ertragsbilanz lag mit 6,1 Mrd. Franken um 0,2 Mrd. unter dem entsprechenden Vorjahreswert.

Im Jahre 1995 insgesamt betrug der Ertragsbilanzüberschuss 23,5 Mrd. Franken. Er lag vor

allem infolge des Rückganges des Handelsbilanzsaldos 1,6 Mrd. unter dem Vorjahresniveau. Der Überschuss belief sich damit auf 6,2% des Bruttosozialprodukts, gegenüber 6,9% im Vorjahr.

Grafik 11: Aussenhandel*



* Saisonbereinigt und geglättet

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung blieb im vierten Quartal saisonbereinigt stabil, nachdem sie im Vorquartal noch zugenommen hatte. Im Vorjahresvergleich nahm die Zahl der Beschäftigten etwas stärker ab als im 3. Quartal. Die Zahl der Vollzeitstellen nahm wieder leicht zu, nachdem sie sich in den vergangenen drei Quartalen zurückgebildet hatte. Im Vorjahresvergleich betrug der Rückgang $-1,5\%$. Die Teilzeitstellen verringerten sich gegenüber dem dritten Quartal um knapp 1% ; sie liegen damit aber immer noch $1,8\%$ über dem Niveau des Vorjahres. Der Beschäftigungsrückgang in der Industrie setzte sich fort; die Zahl der Beschäftigten lag $-1,2\%$ unter dem Wert des Vorjahres. Während die Beschäftigung in der Maschinen- und der Chemischen Industrie stabil blieb, entwickelte sie sich in der Metall- ($-1,6\%$) und der elektronischen

Industrie ($-1,1\%$) rückläufig. Den stärksten Stellenabbau verzeichneten die Textil- ($-8,9\%$), die Bekleidungs- ($-5,8\%$) und die Schuhindustrie ($-14,7\%$). Positiv entwickelte sich die Beschäftigung in der Papier- ($1,1\%$) und der Uhrenindustrie ($0,3\%$) sowie im Bereich Kunststoffe und Kautschuk ($1,6\%$). In der Bauwirtschaft beschleunigte sich der Stellenabbau ($-3,5\%$) weiter. Im Dienstleistungsbereich wurden ebenfalls vermehrt Arbeitsplätze abgebaut ($-0,7\%$, 3. Quartal: $-0,5\%$). Von diesem Stellenabbau waren wieder vor allem der Handel und das Gastgewerbe betroffen. Auch Banken und Versicherungen reduzierten die Anzahl der Beschäftigten. Einzig in den Bereichen Transport und Kommunikation wurden neue Stellen geschaffen.

Der Manpower-Stellenindex, der die Fläche der Stelleninsetrate misst, bildete sich im vierten

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹ (in Mrd. Franken²)

	1993	1994 ^{a)}	1995 ^{b)}	1994 ^{a)}		1995 ^{b)}				
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Einnahmen										
Warenexporte	96,8	99,4	99,5	23,4	26,7	24,7	24,9	23,7	26,1	
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	93,3	95,8	95,8	22,5	25,8	23,7	24,0	22,9	25,2	
Dienstleistungsexporte	31,7	31,2	30,7	8,9	6,2	7,9	7,5	8,9	6,5	
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	37,0	36,9	38,6	9,3	9,8	9,6	9,5	9,6	9,9	
Laufende Übertragungen aus dem Ausland	3,7	3,5	3,6	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	
Total Einnahmen	169,2	171,0	172,4	42,5	43,6	43,0	42,8	43,2	43,4	
Ausgaben										
Warenimporte	94,4	97,2	99,3	23,5	25,7	24,9	25,3	23,6	25,6	
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	89,8	92,6	94,5	22,4	24,5	23,7	24,1	22,4	24,2	
Dienstleistungsimporte	14,8	15,2	15,1	5,6	3,1	2,6	3,9	5,5	3,1	
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	23,5	25,2	26,0	6,4	6,5	6,6	6,5	6,4	6,5	
Laufende Übertragungen an das Ausland	7,9	8,3	8,5	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	
Total Ausgaben	140,5	145,8	148,9	37,5	37,3	36,2	37,8	37,6	37,2	
Saldi										
Waren	2,4	2,2	0,1	-0,1	1,0	-0,3	-0,3	0,2	0,6	
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	3,5	3,2	1,3	0,1	1,3	0,1	-0,1	0,4	0,9	
Dienste	16,9	16,0	15,6	3,4	3,2	5,3	3,5	3,4	3,4	
Arbeits- und Kapitaleinkommen	13,5	11,7	12,6	3,0	3,3	3,0	3,0	3,3	3,4	
Laufende Übertragungen	-4,2	-4,8	-4,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2	
Saldo der Ertragsbilanz	28,7	25,1	23,5	5,0	6,3	6,8	5,0	5,5	6,1	

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

² Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

³ inklusive elektrische Energie

^{a)} provisorisch

^{b)} vorläufige Schätzung

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1993	1994	1994		1995		1995				1996		
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	-2,8	-1,8	-0,8	-1,6	-1,0	-0,5	-0,8	-0,9	-0,9				
Vollzeitbeschäftigte ¹	-3,4	-2,2	-1,3	-2,1	-1,3	-1,0	-1,3	-1,6	-1,4				
Arbeitslosenquote ^{2, 3}	4,5	4,7	4,2	4,5	4,5	4,5	4,2	4,0	4,2	4,0	4,2	4,3	4,5
Arbeitslose ³	163 135	171 038	153 316	163 629	164 712	164 647	151 662	145 096	151 860	146 364	152 102	157 115	164 656
Kurzarbeiter ³	42 046	22 600	9 917	10 302	11 320	12 656	10 680	6 575	9 756	9 321	10 787	9 159	12 616
Gemeldete offene Stellen ³	5 743	5 224	5 401	5 498	4 658	5 105	6 557	5 536	4 406	4 982	4 535	3 702	4 646

1 Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

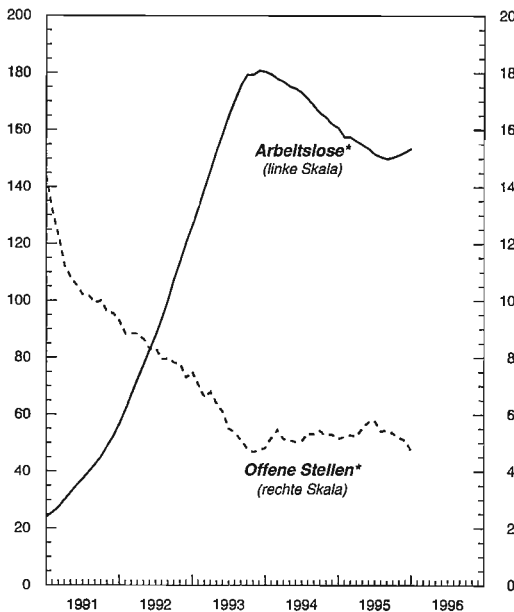
2 registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990 (3 621 716 Erwerbspersonen)

3 Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: BIGA, BfS

Quartal weiter zurück. Auch die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen verringerte sich gegenüber der Vorperiode deutlich.

Grafik 12: Arbeitsmarkt



* In Tausend, saison- und extremwertbereinigt

Quelle: BIGA

Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich im vierten Quartal erstmals seit dem ersten Quartal 1994 wieder leicht. Sie betrug saisonbereinigt 152 500, gegenüber 150 300 in der Vorperiode. Die Arbeitslosenquote verharrte saisonbereinigt bei 4,2%. Während sie sich in der Westschweiz und im Tessin bei 6,4% stabilisierte, erhöhte sie sich in der deutschen Schweiz auf 3,4%. Die Zahl der Arbeitslosen, die seit weniger als einem halben Jahr ohne Stelle gewesen waren, stieg deutlich. Während die Zahl der Personen, die zwischen einem halben und einem ganzen Jahr arbeitslos sind, unverändert blieb, sank die Langzeitarbeitslosigkeit weiter.

Im Januar stieg die Zahl der Arbeitslosen saisonbereinigt auf 155 700. Die Arbeitslosenquote stieg leicht auf 4,3%.

Die Zahl der Kurzarbeiter, die im zweiten und dritten Quartal deutlich zugenommen hatte, bildete sich im vierten Quartal wieder zurück. Sie betrug saisonbereinigt 10 500 gegenüber 12 800 in der Vorperiode und lag damit geringfügig höher als vor Jahresfrist. Der Bausektor wies erneut die höchste Kurzarbeit aus.

Preise

Die Teuerung sank im vierten Quartal 1995 von 2% auf 1,9%. Im Jahresdurchschnitt lag der Lan-

desindex der Konsumentenpreise um 1,8% über dem Vorjahresniveau.

Die Warenpreise bildeten sich im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode saisonbereinigt geringfügig zurück. Sie übertrafen das Vorjahresniveau lediglich um 0,1%. Bei den privaten Dienstleistungen betrug die Teuerung unverändert 3,1%; deutlich tieferen Preisen für Pauschalreisen standen leicht höhere Wohnungsmieten (2%) und höhere Preise für Hotelübernachtungen (5,7%) gegenüber. Die Preise für Hotelübernachtungen werden jeweils im November erhoben, so dass sich die Einführung der Mehrwertsteuer erst jetzt in dieser Verbrauchsgruppe niederschlug. Die Teuerung bei den öffentlichen Dienstleistungen erhöhte sich infolge der gestiegenen Preise für Strom (9,6%) und Spitalleistungen (3,1%) um 0,3 Prozentpunkte auf 4,8%. Während die Preise inländischer Güter und Dienstleistungen um durchschnittlich 2,7% stiegen, sanken jene der ausländischer Güter und Dienstleistungen um 0,4%.

Im Januar und Februar bildete sich die Teuerung auf 1,5% bzw. 0,8% zurück. Dieser starke Teuerungsrückgang ist vor allem auf einen Basiseffekt zurückzuführen. Im Januar und Februar 1995 fiel der monatliche Preisanstieg infolge der Einführung der Mehrwertsteuer deutlich höher aus als in diesem Jahr. Dies schlug sich in einem starken Rückgang der Jahresteuerrate nieder.

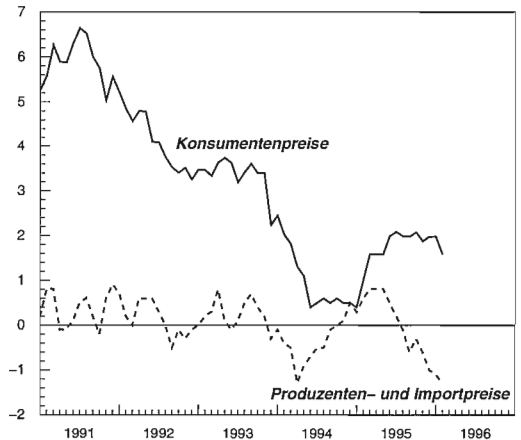
Die Produzenten- und Importpreise bildeten sich im vierten Quartal beschleunigt zurück. Insgesamt lag der Index der Produzenten- und Importpreise (Preise des Gesamtangebots) um 0,9% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau, gegenüber einem Rückgang von 0,3% in der Vorperiode. Die Importpreise sanken mit 1,5% deutlich stärker als die Produzentenpreise (-0,6%). Im Jahresdurchschnitt 1995 blieb der Index der Produzenten- und Importpreise gegenüber dem Vorjahr unverändert.

2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldaggregate

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im Durchschnitt des vierten Quartals 1995

Grafik 13: Preisentwicklung*



* Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: BfS

30 246 Mio Franken und lag damit um 1,4% über dem Stand des vierten Quartals 1994. Diese Entwicklung entsprach der Absicht der Nationalbank, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge um mehr als 1% auszuweiten. Der von der Nationalbank Ende 1994 erwartete Zuwachs von 2% wurde indessen nicht erreicht. Dafür war vor allem die Konjunkturabschwächung verantwortlich. Um das Wachstum der Notenbankgeldmenge auf Zielkurs zu halten, liess die Nationalbank im vierten Quartal – wie schon in den Vorperioden – einen Rückgang der Zinssätze zu und senkte den offiziellen Diskontsatz mit Wirkung ab 15. Dezember nochmals um einen halben Prozentpunkt auf 1,5%; den tiefsten Stand seit 1978.

Beide Komponenten der Notenbankgeldmenge, der Notenumlauf und die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank, lagen im vierten Quartal über dem entsprechenden Vorjahresstand. Der Zuwachs des Notenumlaufs betrug 0,8%, während die Giro Guthaben um 5,4% zulegten.

Bei den breiten Geldaggregaten setzte sich die Entwicklung der Vorquartale beschleunigt fort. Der Rückgang der kurzfristigen Zinssätze führte zu weiteren Umlagerungen von Termineinlagen in liquidere Anlageformen. Während die Termineinlagen im Vorjahresvergleich um 15,5% (3. Quartal:

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	NBGM ^{1,3}	Saisonfaktoren	SBNBGM ^{1,4}	Veränderung in % ²
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
1995 ⁵	27 573	0,8	2 574	5,4	30 147	1,001	30 129	1,4
1995 ⁵ 1. Q.	27 793	1,4	2 513	-5,0	30 306	1,009	30 036	0,4
2. Q.	27 372	0,4	2 567	-2,8	29 939	0,996	30 059	0,0
3. Q.	27 229	0,4	2 563	2,2	29 792	0,987	30 174	0,3
4. Q.	27 896	0,8	2 653	5,4	30 549	1,010	30 246	1,4
1995 Juli	27 364	0,2	2 398	-4,5	29 762	0,992	30 002	-0,3
Aug.	27 152	0,3	2 590	4,2	29 742	0,984	30 226	0,3
Sept.	27 170	0,6	2 701	6,7	29 871	0,986	30 295	0,9
Okt.	27 225	0,9	2 546	5,9	29 771	0,984	30 255	1,3
Nov.	27 320	0,9	2 620	3,4	29 940	0,991	30 212	1,2
Dez.	29 143	0,4	2 793	6,8	31 936	1,055	30 271	1,7
1996 ⁵ Jan.	28 536	0,8	2 588	3,6	31 124	1,018 ^P	30 574 ^P	1,6 ^P
Feb.	27 921	1,4	2 622	7,7	30 543	0,993 ^P	30 758 ^P	2,5 ^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 Veränderungsdaten ab 1995 wurden auf der Basis bereinigter Werte berechnet, die im Monatsbericht Nr. 2 1995 veröffentlicht wurden.

^P provisorisch

Tabelle 7: Geldaggregate¹ (Definition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
1991	1,9	1,7	2,7
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994	5,6	10,2	5,1
1995 ^P	6,9	5,1	2,4
1995 1. Q. ^P	3,2	1,8	1,8
2. Q. ^P	5,1	2,8	1,5
3. Q. ^P	8,5	6,4	3,0
4. Q. ^P	10,9	9,5	3,3
1995 Juli ^P	7,5	5,4	2,6
Aug. ^P	9,5	6,9	3,3
Sept. ^P	8,4	6,9	3,1
Okt. ^P	11,4	8,9	3,5
Nov. ^P	11,6	9,8	3,2
Dez. ^P	9,9	9,7	3,2

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

^P provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen + Transaktionskonti

M₂ = M₁ + Spareinlagen

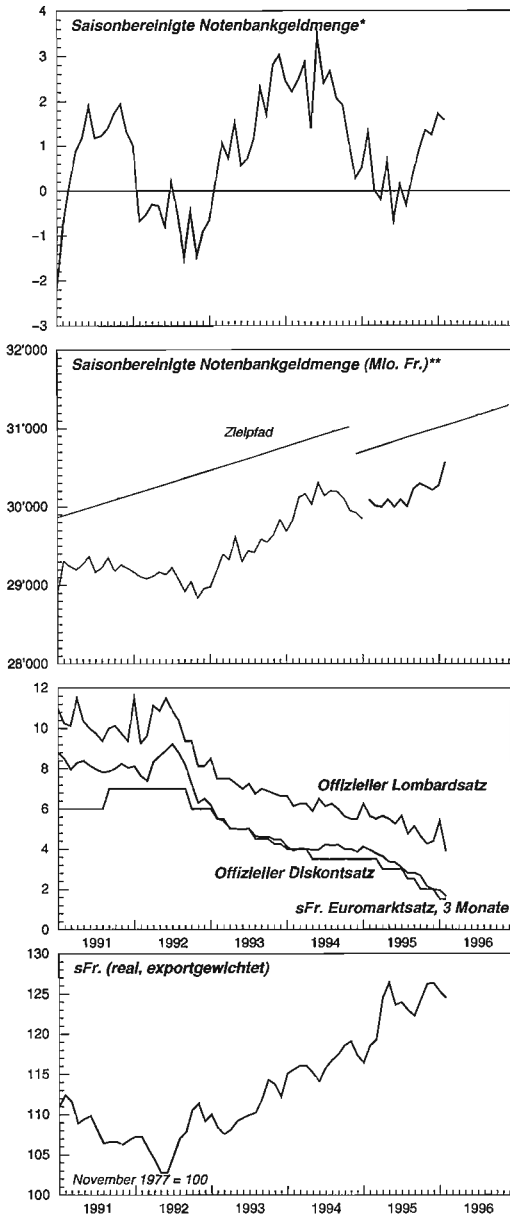
M₃ = M₂ + Termineinlagen

-6,8%) abnahmen, stiegen die inländischen Sichteinlagen um 11,6% (9,3%), die Transaktionskonti um 12,0% (7,6%) und die Spareinlagen um 9,4% (5,9%). Damit beschleunigte sich das Wachstum des Aggregats M₁ auf 9,7%. Ähnlich entwickelte sich die Geldmenge M₂, die um 9,5% zunahm. Hingegen stieg das Wachstum der Geldmenge M₃ nur leicht auf 3,3%. Dies deutet darauf hin, dass der Zinsrückgang bisher vor allem Umschichtungen zwischen den einzelnen Geldmengenkomponenten bewirkte, aber das Wachstum von M₃ noch kaum beeinflusste.

Geldmarkt

Die Geldmarktsätze bildeten sich von Oktober bis Januar weiter zurück. Im Januar lagen die Sätze sowohl für Tagesgeld als auch für dreimonatige Eurofrankenanlagen mit 1,6% um mehr als einen Prozentpunkt tiefer als vier Monate zuvor. Die Verzinsung von Dreimonatsdepots bei Grossbanken sank im selben Zeitraum von 1,9% auf 1,2% und die Emissionsrendite dreimonatiger eidgenössi-

Grafik 14: Schweiz

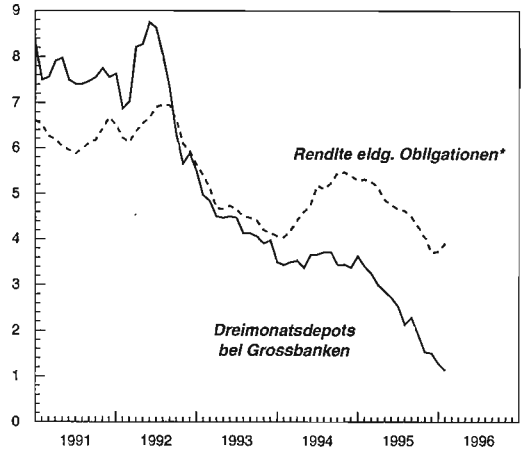


* Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Ab 1991: Mittelfristiger Zielpfad von durchschnittlich 1% pro Jahr

** Ab Januar 1995 neue Reihe (vgl. Tabelle 6, Fussnote 5)

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

scher Geldmarktbuchforderungen von 2,3% auf 1,6%.

Die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen D-Mark- und Frankenanlagen am Euromarkt lag im Januar mit 1,8 Prozentpunkten um 0,4 Prozentpunkte höher als im September. Der Zinsvorteil entsprechender Dollaranlagen erhöhte sich im gleichen Zeitraum von 3,1 auf 3,7 Prozentpunkte.

Devisenmarkt

Nachdem der Kurs des Schweizer Frankens im Oktober und November gegenüber dem Dollar auf hohem Niveau verharrt hatte, schwächte er sich in den folgenden zwei Monaten ab. Ende Januar lag der Dollarkurs bei 1,21 Franken, gegenüber 1,15 Franken Anfang Oktober.

Im Vergleich zur D-Mark und den anderen am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen veränderte sich der Kurs des Frankens von Oktober bis Januar nur geringfügig; einzig der französische Franc kam zu Quartalsbeginn gegenüber dem Franken kurzfristig leicht unter Druck. Erst Ende Januar wurde die D-Mark mit einem Kurs von rund 81,30 Franken höher gehandelt als Anfang Oktober.

Gegenüber den Währungen, die nicht am EWS-Wechselkursmechanismus beteiligt sind, entwickelte sich der Franken unterschiedlich. Während er sich gegenüber der italienischen Lira von Anfang Oktober bis Ende Januar um knapp 4% abschwächte, gewann er im Verhältnis zum britischen Pfund um rund 3% an Wert. Gegenüber dem Yen schwankte der Franken etwas stärker und lag Ende Januar um rund 3% über dem Niveau von Anfang Oktober.

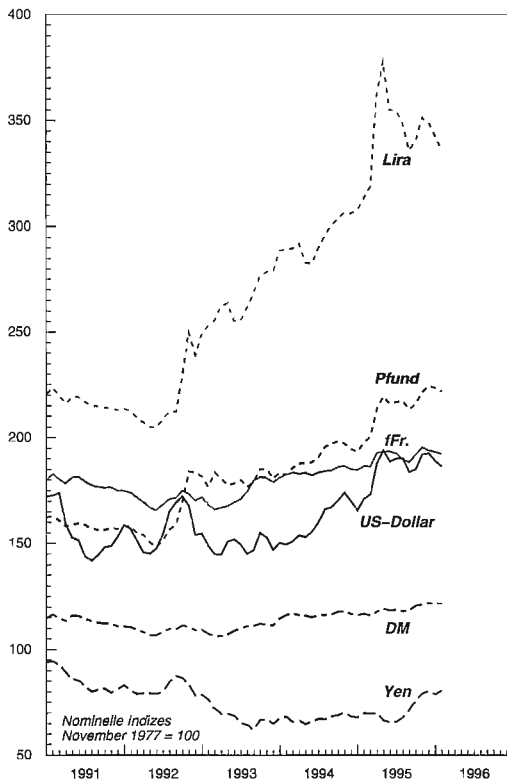
Der exportgewichtete, reale Wechselkurs des Frankens erhöhte sich im vierten Quartal wieder leicht und lag um 7,2% über dem Vorjahresniveau (3. Quartal: 4,3%). Er stieg sowohl gegenüber den meisten europäischen Währungen als auch dem amerikanischen Dollar (12%) und dem japanischen Yen (18,2%). Im Verhältnis zur italienischen Lira und dem britischen Pfund wertete sich

der Franken real um 10% bzw. 13% auf, gegenüber der D-Mark und dem französischen Franc um 5%.

Kapitalmarkt und Zinsstruktur

Die durchschnittliche Rendite eidgenössischer Obligationen bildete sich zunächst weiter deutlich zurück und erreichte Mitte November mit knapp 3,6% den tiefsten Wert des Jahres. Bis Ende Dezember stieg die Rendite indessen wieder auf 3,75%. Berechnet auf der Grundlage des für das Jahr 1996 gültigen Korbes von eidgenössischen Anleihen betrug sie zum gleichen Zeitpunkt 3,91%. Dieser Sprung ist zum grössten Teil auf die längeren Restlaufzeiten der Anleihen im neuen Korb zurückzuführen. Bis Ende Januar erhöhte sich die Durchschnittsrendite weiter auf 4,2%. Gleichzeitig stieg die Renditedifferenz zwischen langfristigen Obligationen und dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft auf 2,5 Prozentpunkte. Sie lag damit um 1 Prozentpunkt höher als im Oktober.

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Die Sätze neuer Kassenobligationen der Kantonalbanken lagen Anfang Februar mit durchschnittlich 3,4% um 0,5 Prozentpunkte tiefer als vier Monate zuvor. Die variablen Zinssätze auf neuen ersten Hypotheken gingen gleichzeitig um 0,3 Prozentpunkte auf 5,0% zurück. Die entsprechenden Sätze auf Althypotheken fielen dagegen nur um 0,2 Prozentpunkte auf 5,3%; die meisten Kantonalbanken kündigten jedoch eine weitere Herabsetzung auf 5% an. Die durchschnittliche Verzinsung gewöhnlicher Spareinlagen der Kantonalbanken lag Anfang Februar bei 2,5%, im Vergleich zu rund 3,1% vier Monate zuvor.

Die Aktienkurse stiegen auch im vierten Quartal weiter. Der Swiss-Performance-Gesamtindex übertraf Ende 1995 seinen Vorjahresstand um 23%. Im Januar kam die Kurshausse am Aktienmarkt indessen zum Stillstand.

Die Emission von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt lag im vierten Quartal mit 18,5 Mrd. Franken um ein Drittel höher als vor Jahresfrist. Die Neubeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten stieg im selben Zeitraum um 14% auf 6,5 Mrd.

Franken. Da die Rückzahlungen jedoch nahezu gleich hoch waren, ergab sich eine inländische Nettoemission von nur 0,4 Mrd. Franken gegenüber 2,2 Mrd. Franken im vierten Quartal 1994.

Schweizerfranken-Anleihen ausländischer Schuldner

Im vierten Quartal 1995 emittierten ausländische Schuldner Franken-Anleihen im Umfang von 8,9 Mrd. Franken. Die Beanspruchung des schweizerischen Emissionsmarktes durch ausländische Schuldner, insbesondere durch die Industriestaaten, lag damit um 40% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Gegenüber der Vorperiode verringerte sich das Emissionsvolumen mit 22% indes merklich. Die Emissionstätigkeit blieb vor allem im Dezember schwach. Im Vorjahresvergleich nahmen die gewöhnlichen Anleihen (Straights) um rund einen Drittel zu, während die eigenkapitalbezogenen Emissionen den tiefen Stand des vierten Quartals 1994 gar um ein Mehrfaches übertrafen. Demgegenüber schrumpfte das Volumen der übrigen Anleihsorten auf gut einen Drittel zusammen.

Über das ganze Jahr 1995 gesehen, wurde die Emissionstätigkeit durch die fallenden Zinsen und den starken Franken begünstigt. Dementsprechend nahm die Ausgabe festverzinslicher Papiere deutlich zu. Der kräftige Anstieg bei den Straights schlug sich in einem von 54% auf 76% ausgeweiteten Anteil am Emissionstotal nieder.

Fast ebenso markant wuchs 1995 der Anteil der öffentlich aufgelegten Anleihen, der – auf Kosten der Privatplazierungen – innert Jahresfrist von 48% auf 68% zunahm und den bisher höchsten Stand erreichte.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme aller Banken betrug Ende 1995 1292 Mrd. Franken und lag damit um 7,9% über dem Stand von Ende September. Allerdings besteht das ausgewiesene Wachstum nur zu rund einem Viertel aus einer echten Zunahme; der Rest widerspiegelt die geänderte Erfassung des Derivatgeschäfts, das gemäss den neuen Rechnungslegungsvorschriften nach dem Bruttoprinzip in der Bilanz ausgewiesen werden muss.

Die Netto-Finanzaktiva (flüssige Mittel, Saldo Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) lagen am Quartalsende um 6,0% über dem Stand des Vorquartals. Die flüssigen Mittel nahmen saisonbereinigt um 1,2% zu. Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen Mittel) verharrte im letzten Jahresviertel mit durchschnittlich 125% auf einem geringfügig höheren Niveau als im dritten Quartal (123%). Im schwankungsreichen Interbankgeschäft wurde im Dezember nach positiven Salden in den Monaten September bis November erstmals wieder eine Nettoverpflichtung gemeldet. Dass die Netto-Finanzaktiva trotzdem zunahmen, lag in erster Linie

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

		Eigenkapitalbezogene			
		Straights	Anleihen	Andere ²	Total
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
1995		29 007,3	7 964,5	974,6	37 946,4
1994	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
	3. Q.	8 941,6	2 159,7	270,0	11 371,3
	4. Q.	6 585,0	1 899,5	411,0	8 895,5

¹ Von den Banken gemeldete Geschäfte, nach Behebungsdatum

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

am deutlich höheren Bestand an Wechseln und Geldmarktpapieren, der innerhalb von nur drei Monaten um 43,9% oder rund 15 Mrd. Franken anstieg. Mit eingeschlossen sind dabei auch Geldmarktpapiere mit Laufzeiten von mehr als sechs Monaten, die bisher als Wertschriften verbucht wurden. Die Wertschriftenbestände – die weitaus grösste Position der Netto-Finanzaktiva – trugen ebenfalls zum Wachstum des Gesamt-aggregats bei. Ohne die lang laufenden Geldmarktpapiere, dafür neu mit den Handelsbeständen in Edelmetallforderungen, wuchsen sie im Laufe des vierten Quartals um 3,6% oder 4,5 Mrd. Franken.

Das Wachstum der Wertschriftenbestände hebt sich deutlich von der nach wie vor verhaltenen Kreditentwicklung ab; die direkte Kreditvergabe scheint für die Banken seit längerem weniger attraktiv zu sein als die indirekte Finanzierung über den Kapitalmarkt. Das Kreditgeschäft der

Banken blieb denn auch im vierten Quartal flau. Das Volumen der ausstehenden Kredite verringerte sich wegen des stark rückläufigen Kreditgeschäfts mit dem Ausland im Vergleich zum Vorquartal um 0,7% (Vorjahresvergleich: -2,5%). Im Inlandgeschäft wurden dagegen positive Wachstumsraten gemeldet. Auch der inländische Unternehmenssektor zeigte sich eine Spur kreditfreudiger: Im Bereich Industrie und verarbeitendes Gewerbe konnte erstmals seit einhalb Jahren wieder ein leicht positives Quartalswachstum ausgewiesen werden (+0,4%); auch die Kreditbeanspruchung im Dienstleistungsbereich lag knapp über dem Stand von Ende September (+0,9%). Im Baugewerbe setzte sich der Abwärtstrend hingegen fort. Gemäss den neuen Rechnungslegungsvorschriften werden die Hypothekaranlagen zusammen mit den hypothekarisch gedeckten festen Vorschüssen und Darlehen ausgewiesen. Die Summe dieser beiden Grössen nahm gegenüber dem dritten Quartal um 1,5% zu.

Tabelle 9: Bankbilanzen

(Veränderung der Jahres- bzw. Quartalsendwerte gegenüber dem Vorjahr in Prozent)¹

	1991	1992	1993	1994*	1995				Stand (in Mrd. Fr.)
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Bilanzsumme	3,2	3,1	5,8	0,8	-2,9	0,4	1,3	9,5	1 291,9
Netto-Finanzaktiva²	-0,1	16,4	13,1	3,5	-2,2	4,2	26,3	27,9	179,5
Flüssige Mittel	-2,0	-2,6	0,7	-6,2	-6,8	-0,5	0,1	1,4	11,3
Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.)	-15,4	-8,2	-26,7	-32,7	-35,3	-21,9	29,2	-8,3	-8,3
Wechsel und Geldmarktpapiere	-13,1	16,5	2,1	12,5	-17,7	-12,8	-12,2	19,9	48,1
Wertschriften	13,8	5,8	43,1	0,9	4,7	11,2	9,5	11,4	128,3
Kredite	5,8	1,8	1,6	0,6	-0,9	1,2	-0,9	-2,5	700,3
Inländische Kredite	4,4	1,7	0,9	2,4	1,9	2,0	1,5	2,4	572,8
Debitoren	2,5	0,2	-2,8	0,6	-0,5	0,6	0	-41,3	140,6
Bewilligte Baukredite	-5,6	-5,8	-12,4	0,5	-1,8	-1,9	-6,0	-13,2	27,0
Beanspruchte Baukredite	4,6	-0,8	-13,5	-4,3	-1,1	1,0	-4,0	-12,0	15,3
Hypotheken	5,1	3,5	1,8	3,9	3,7	3,0	2,6	38,3	408,5
Ausländische Kredite	15,1	2,3	3,8	-5,4	-10,0	-1,3	-9,6	-19,6	127,5
Kundengelder	4,7	3,5	2,8	2,0	-1,2	0,5	1,5	-0,3	686,3
Kreditoren auf Sicht	-1,9	5,1	19,5	-4,9	-11,7	-4,4	0,5	6,4	97,0
Kreditoren auf Zeit	5,8	2,3	-8,4	6,8	0,9	1,0	-1,1	10,0	260,2
Spar- und Depositenkonti	5,5	7,4	21,5	9,6	2,5	4,3	7,9	12,3	253,3
Kassenobligationen	3,8	-2,0	-12,2	-11,3	-4,9	-5,2	-5,5	-8,2	75,8
Obligationen und Pfandbriefe	5,3	1,1	-4,8	2,7	4,2	7,9	10,9	8,4	91,2
Treuhandgelder	-0,3	0,6	-11,0	-4,4	-7,4	-6,0	-8,8	-7,9	250,0

¹ Vorjahresvergleiche einzelner Bilanzpositionen werden ab 3. bzw. 4. Quartal 1995 durch neue Buchungspraxis resp. durch Umstellung auf neue Rechnungslegungsvorschriften verzerrt.

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

* definitive Werte

Noch stärker als im Vorquartal waren die Kreditnehmer bestrebt, anstelle von Hypotheken mit variabler solche mit fester Verzinsung aufzunehmen.

Der Gesamtbestand an Kundengeldern veränderte sich im vierten Quartal nur wenig. Deutliche Veränderungen gab es indessen in den einzelnen Segmenten zu verzeichnen. Die Kreditoren auf Zeit gingen gegenüber dem Vorquartal um 7,7% zurück; die Unterposition Frankeneinlagen Inland büsste wegen der gefallen Festgeldsätze im Vergleich zum Vorquartal 10,4% und gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert gar 16,9% ein. Die Kreditoren auf Sicht entwickelten sich in die umgekehrte Richtung, allerdings in deutlich

geringerem Masse. Die Einlagen auf Spar- und Depositenkonten nahmen erneut markant zu. Bei den Kassenobligationen setzte sich der Abwärtstrend fort, wurde teilweise aber durch eine Aufstockung der Obligationenbestände ausgeglichen.

Der massive Rückgang der Treuhandgelder kam im vierten Quartal zum Stillstand. Die Bestände der zuvor besonders stark rückläufigen Treuhandgelder aus dem Inland gingen, verglichen mit dem Stand von Ende September 1995, nur noch um 1,4% zurück. Die volumenmässig rund viermal bedeutenderen Treuhandgelder aus dem Ausland konnten gegenüber dem dritten Quartal 1995 sogar um 3,5% aufgestockt werden.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 8 mars 1996*

A. Aperçu

1. Etranger

Evolution de la conjoncture

Au quatrième trimestre de 1995, la conjoncture a faibli dans les pays de l'OCDE. Aux Etats-Unis, la croissance économique a été nettement plus lente qu'au troisième trimestre, à cause notamment de l'évolution morose de la consommation privée. Dans la plupart des pays européens également, les éléments moteurs de la conjoncture ont continué à mollir. En Allemagne et en France, les exportations – important soutien de la conjoncture jusque-là – ont perdu de leur dynamisme. En outre, la consommation privée a approximativement stagné en France, alors que des tendances au ralentissement ont été observées surtout du côté des investissements en Allemagne. L'économie britannique a été elle aussi moins vigoureuse, du fait avant tout d'un repli de l'activité dans la construction. En revanche, la croissance est restée forte en Italie, grâce à l'expansion des exportations et à la propension plus soutenue à investir; mais la consommation privée est demeurée faible, et les perspectives conjoncturelles ont été jugées avec un peu moins d'optimisme qu'il y a quelques mois. Au Japon, la stagnation économique a persisté.

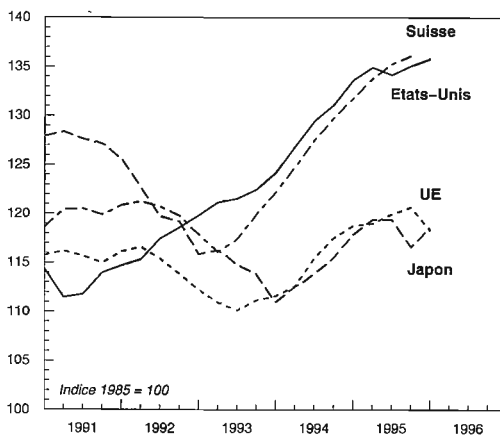
Plusieurs pays industrialisés européens ont, au début de l'année, révisé à la baisse leurs prévisions de croissance pour 1996, étant donné que les performances économiques ont été, en 1995

déjà, presque partout inférieures à ce qui était attendu. Depuis, on table sur une augmentation du produit intérieur brut réel de 1,5% en Allemagne, de 2% en France et de moins de 3% au Royaume-Uni.

Le taux de chômage est resté inchangé aux Etats-Unis, mais a légèrement augmenté au Japon. En Europe, l'essoufflement de la conjoncture a influé sur le marché du travail. Le taux de chômage s'est remis à croître en Allemagne et en France et n'a presque plus diminué au Royaume-Uni. En Italie, il s'est replié légèrement. En moyenne des pays de l'Union européenne, le taux de chômage atteignait 11%, tant au troisième qu'au quatrième trimestre.

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement s'est quelque peu accéléré. Dans les pays de l'OCDE (sans la Turquie), son taux annuel s'inscrivait à 4,3% en décembre, contre 4,1% en novembre. Il était ainsi un peu plus élevé qu'en septembre.

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques et OFS

* Le rapport a été approuvé le 8 février. 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.

Politique économique

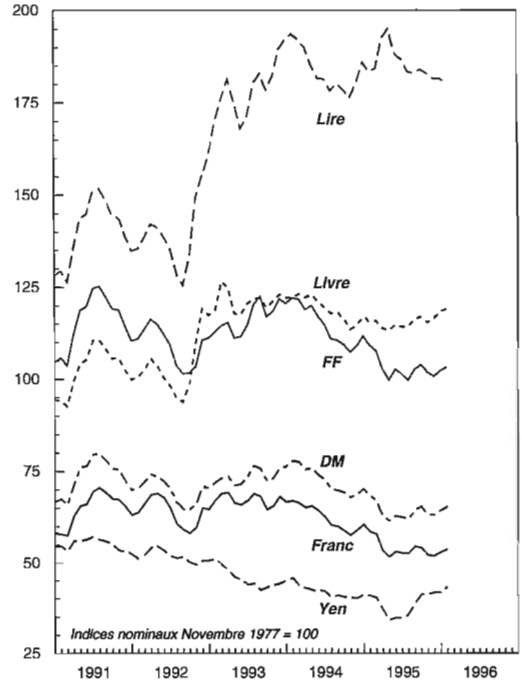
Au quatrième trimestre de 1995 et au début de 1996, la plupart des grands pays industrialisés ont assoupli leur politique monétaire, compte tenu de la conjoncture moins vigoureuse et du renchérissement modéré. La banque centrale américaine a abaissé le taux des fonds fédéraux de 5,75% à 5,25%. Les autorités monétaires britanniques ont elles aussi réduit leur taux d'intervention d'un demi-point au total, en deux étapes. La Banque fédérale d'Allemagne a ramené le taux de l'escompte de 3,5% à 3% et le taux lombard de 5,5% à 5%. Les banques centrales de la plupart des petits pays de l'UE lui ont emboîté le pas. En plusieurs étapes, la Banque de France a ramené son taux des appels d'offres de 5% à 4,2%. La Banque d'Italie a toutefois maintenu inchangés ses taux directeurs. De même, la banque centrale japonaise n'a pas modifié son taux de l'escompte; elle l'avait réduit à 0,5% au troisième trimestre.

Le conflit entre le gouvernement américain et le Congrès au sujet de la ligne à donner à la politique budgétaire n'a pu être réglé. A fin janvier, aucun accord n'avait été trouvé sur le budget de l'exercice 1996. L'administration fédérale a poursuivi son activité grâce à des lois de finances transitoires. Au Japon, le budget de l'exercice 1997, qui débutera en avril, prévoit un nouvel et fort accroissement des dépenses publiques. Aussi le déficit budgétaire devrait-il passer à environ 6% du produit intérieur brut.

Marchés des changes

Le dollar des Etats-Unis s'est raffermi entre fin novembre et fin janvier, après être resté stable, mais à un bas niveau, à partir d'octobre. Son redressement s'explique notamment par les baisses de taux d'intérêt en Europe, qui ont rendu les placements en dollars plus attractifs. A la fin de janvier, le dollar valait 1,49 mark allemand et 1,21 franc suisse; depuis le début d'octobre, il avait ainsi repris 3,7% au mark et 4,3% au franc. Face à la monnaie japonaise, le dollar a regagné près de 7%, passant à près de 107 yens. Au quatrième trimestre, le cours réel du dollar, pondéré par le commerce extérieur, dépassait de 2,3% le niveau observé un an auparavant.

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



Au sein du Système monétaire européen (SME), la situation est restée calme. L'écart entre la plus forte et la plus faible des monnaies participant au mécanisme de change, soit entre le florin néerlandais et la livre irlandaise, a diminué en janvier, après avoir légèrement augmenté pour atteindre entre 6 et 8% au quatrième trimestre. En janvier, la peseta espagnole est devenue la monnaie la plus forte du mécanisme de change. Depuis sa dévaluation en mars 1995, la peseta s'est raffermie presque continuellement; à fin janvier, elle avait regagné environ 10% par rapport au mark allemand. Le franc français a subi des pressions à la baisse, au début d'octobre, mais s'est rapidement redressé; à fin janvier, il était légèrement supérieur à ses niveaux d'octobre face au mark allemand et au franc suisse. Au quatrième trimestre, le cours réel du franc français, pondéré par le commerce extérieur, dépassait de 2,4% le niveau observé un an auparavant, et celui du mark allemand, de 3%. Vis-à-vis du franc suisse, le mark

est resté relativement stable; à fin janvier, il valait 81,30 centimes, soit un peu plus qu'au début d'octobre.

Entre octobre et janvier, les monnaies qui font partie du SME mais ne participent pas au mécanisme de change ont enregistré des tendances divergentes. Par rapport au mark allemand, la lire italienne et la couronne suédoise ont toutes deux regagné 4%, alors que la livre sterling a cédé 1%. Au quatrième trimestre, le cours réel de la lire, pondéré par le commerce extérieur, était inférieur de 3,5% à son niveau de la même période de 1994; quant au cours de la livre sterling, il a diminué de 3,8% en un an.

Le yen japonais a continué à se replier entre octobre et janvier, mais pas autant que pendant les mois précédents. Il a perdu environ 6% face au dollar et au mark allemand et 3% vis-à-vis du franc suisse. En l'espace d'une année, son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, a reculé de 8,1%.

Intégration européenne

Le Conseil européen a décidé d'appeler «euro» la future monnaie européenne. Il a également adopté plusieurs modalités en vue du passage à la nouvelle monnaie. Les chefs d'Etat et de gouvernement des pays membres de l'UE établiront, en 1998, la liste des pays remplissant les critères pour participer à l'Union monétaire. Ensuite, la Banque centrale européenne (BCE) sera créée, et les membres de ses organes seront désignés. Conjointement avec le Conseil des Gouverneurs, le Directoire de la BCE sera chargé de conduire la politique monétaire commune, dont le démarrage est prévu pour le 1^{er} janvier 1999. A partir de ce moment, les relations de change entre les monnaies des pays participant à l'Union monétaire seront fixées de manière irrévocable. L'euro sera mis sur le même pied que les monnaies nationales. La politique monétaire sera définie et conduite en euros, et les Etats participant à l'Union monétaire émettront leurs emprunts en euros. Les billets de banque et les pièces en euros seront introduits à partir du 1^{er} janvier 2002 au plus tard; en l'espace de six mois, ils devront avoir pris le relais des monnaies nationales en tant que moyen de

paiement légal. Le passage à la monnaie commune sera alors achevé.

Dans un rapport, l'Institut monétaire européen (IME) a regretté l'insuffisance des progrès vers une meilleure convergence au sein de l'UE. L'IME a commenté également la stratégie qu'adoptera la BCE en matière de politique monétaire; celle-ci, a-t-il estimé, ne devrait pas être axée sur les cours de change. L'IME n'a pas encore tranché, pour la conduite de la politique monétaire, entre un objectif intermédiaire de croissance monétaire et un objectif en termes d'inflation. De même, les instruments que la BCE utilisera pour mettre en œuvre la politique monétaire n'ont pas encore été choisis.

Coopération monétaire internationale

Selon des estimations du Fonds monétaire international (FMI), la dette extérieure des pays d'Europe centrale et orientale, des Etats de l'ex-Union soviétique ainsi que des pays en développement a continué à augmenter en 1995. En revanche, tant le rapport entre la dette et les exportations que le rapport entre le service de la dette et les exportations se sont améliorés dans toutes les régions, à l'exception de l'Afrique, grâce à la croissance vigoureuse des exportations.

L'endettement extérieur de l'Europe centrale et orientale ainsi que des Etats de l'ex-Union soviétique atteignait 260 milliards de dollars à la fin de 1995, contre 240 milliards un an auparavant. Son accroissement s'explique en grande partie par les importants crédits stand-by que le FMI a accordés à la Russie et à l'Ukraine. En moyenne, le rapport entre la dette et les exportations a diminué à 110%, et le rapport entre le service de la dette et les exportations, à 11%.

La dette extérieure des pays en développement a augmenté de près de 9% pour s'établir à 1852 milliards de dollars. Le rapport entre la dette et les exportations a fléchi à 115%, et le rapport entre le service de la dette et les exportations, à 14,4%. Un tiers de la dette extérieure des pays en développement revenait à la zone asiatique. Celle-ci, qui est à l'origine de la majeure partie de l'accroissement observé en 1995, a pour l'essentiel recouru aux marchés financiers internationaux.

L'expansion de la dette extérieure de l'Amérique latine et de l'Afrique est due avant tout aux crédits octroyés par des institutions multilatérales et des créanciers publics. Le rapport entre le service de la dette et les exportations est resté bas en Asie (7,4%). L'Amérique latine a dû toutefois consacrer 38% de ses recettes d'exportation au service de sa dette. Pour l'Afrique, cet indicateur a augmenté légèrement, passant à 31%.

Les lignes de crédit que le FMI a ouvertes en 1995 ont atteint une somme exceptionnellement élevée. Outre les très gros crédits ouverts à la Russie et à l'Ukraine dans le cadre d'accords de confirmation, le FMI a mis des montants considérables à la disposition du Mexique et de l'Argentine. A eux seuls, ces quatre pays ont reçu plus des quatre cinquièmes du volume des nouveaux crédits.

2. Suisse

En Suisse, la conjoncture a continué à faiblir au quatrième trimestre de 1995. Le produit intérieur brut réel était inférieur de 0,3% à son niveau du trimestre correspondant l'année précédente, alors qu'il s'était accru de 1,7% entre le quatrième trimestre de 1993 et les trois derniers mois de 1994. La détérioration de la conjoncture est imputable à un ralentissement des exportations et à un nouveau fléchissement de la demande intérieure. Le recul de la consommation privée et de l'activité dans la construction a pesé particulièrement lourd. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités de production a diminué d'un trimestre à l'autre dans l'industrie. Les indicateurs avancés ont eux aussi apporté une note pessimiste. Les commandes ont encore fléchi, aussi bien dans les entreprises axées sur le marché intérieur que dans celles qui sont à vocation exportatrice; en outre, les réserves de travail sont tombées à leur niveau le plus bas depuis le début de 1994. Les entreprises produisant pour le marché suisse étaient pessimistes au sujet des perspectives pour les trois prochains mois, alors que les firmes exportatrices escomptaient une légère amélioration de leurs commandes.

En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a stagné au quatrième trimestre,

après avoir légèrement progressé les trois mois précédents. Il était 1% au-dessous de son niveau du quatrième trimestre de 1994. Pour la première fois depuis le premier trimestre de 1994, le nombre des chômeurs a augmenté après correction des variations saisonnières. Le nombre des personnes sans emploi depuis moins de six mois s'est tout particulièrement accru.

Le renchérissement s'est replié à 1,9% au quatrième trimestre. Par rapport au trimestre correspondant de 1994, les prix des marchandises sont restés inchangés, mais ceux des services ont augmenté à un rythme légèrement accru à cause notamment de l'électricité et des tarifs hospitaliers. Le taux annuel de renchérissement a fléchi à 1,5% en janvier et à 0,8% en février; en effet, les hausses de prix dues à l'introduction de la TVA au début de 1995 ont maintenant disparu du taux annuel de renchérissement.

Au quatrième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée atteignait un peu plus de 30,2 milliards de francs; elle dépassait ainsi de 1,4% son niveau de la période correspondante de 1994. Sa progression a correspondu à la prévision faite par la Banque nationale en octobre. Pour le premier trimestre de 1996, la Banque nationale table sur un volume moyen de monnaie centrale désaisonnalisée de 30,3 milliards de francs. En janvier, la monnaie centrale a toutefois augmenté à un rythme nettement plus rapide que prévu. En particulier, la croissance des billets en circulation s'est accélérée.

Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt ont poursuivi leur mouvement de repli entre octobre et janvier. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs s'inscrivait à 1,6% à fin janvier, contre 2,4% début octobre. A la mi-décembre, la Banque nationale a ramené son taux de l'escompte de 2% à 1,5%. La baisse du rendement moyen des obligations fédérales, observée depuis la fin de 1994, s'est interrompue en novembre. Le rendement moyen, qui était alors légèrement inférieur à 3,6%, a par la suite augmenté, passant à 4,2% à fin janvier. Cette hausse a toutefois été accentuée par le remaniement de la corbeille des emprunts entrant dans l'indice, remaniement qui est opéré chaque fin d'année.

Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, a encore marqué une hausse au quatrième trimestre. Il dépassait de 7,2% le niveau observé un an auparavant, contre 4,3% au troisième trimestre.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

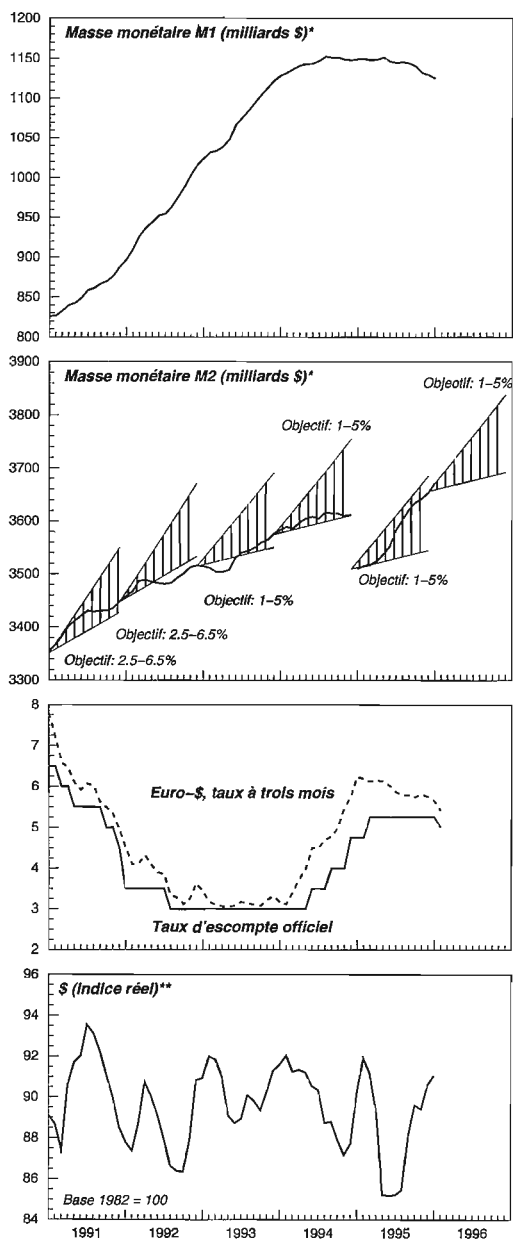
Etats-Unis

La croissance de l'économie américaine, étonnamment forte au troisième trimestre de 1995, a nettement faibli au quatrième trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,9% en taux annualisé, contre 3,6% au troisième trimestre. Il dépassait de 1,4% son niveau des trois derniers mois de 1994. La conjoncture a été freinée principalement par la progression moins rapide des dépenses de consommation et par le recul de la consommation publique. Les investissements en constructions se sont eux aussi accrus à un rythme plus lent, alors que les investissements des entreprises et les exportations enregistraient une expansion plus vigoureuse. Le tassement de la demande intérieure s'est répercuté également sur les importations, dont l'augmentation a été moins soutenue.

Au quatrième trimestre, la production industrielle a augmenté beaucoup plus lentement. Elle dépassait de 1,5% le niveau observé un an auparavant, contre 3% au troisième trimestre. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a continué à diminuer. Il s'inscrivait à 82,7% en décembre, soit à son niveau le plus bas depuis février 1994. Abstraction faite de l'agriculture, le nombre des personnes occupées a progressé un peu plus fortement, soit en moyenne de 147 000 par mois. Le taux de chômage est resté inchangé à 5,6%.

Selon les indicateurs avancés, il faut s'attendre à un nouveau tassement de la conjoncture au premier trimestre. L'indice des indicateurs avancés est tombé, en janvier, à son niveau le plus bas depuis deux ans. Les anticipations des consommateurs ont continué à se détériorer. Au premier trimestre, l'indice des directeurs d'achats, qui

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

mesure l'activité dans l'industrie manufacturière, était nettement inférieur à 50%, ce qui annonce un repli de la production.

Le renchérissement, mesuré aux prix à la consommation, s'établissait à 2,7% au quatrième trimestre, contre 2,6% au trimestre précédent. L'inflation de base (abstraction faite des produits alimentaires et de l'énergie) est restée à 3%.

Du fait d'un recul des importations, le déficit de la balance commerciale américaine a diminué au quatrième trimestre. En données corrigées des variations saisonnières, il s'inscrivait à 38,2 milliards de dollars, contre 43,4 milliards au trimestre précédent. Le solde passif de la balance commerciale atteignait toutefois 175,5 milliards de dollars en 1995. D'une année à l'autre, il s'est de nouveau accru sensiblement.

Le conflit entre le gouvernement et le Congrès, qui porte sur la manière de réaliser l'équilibre budgétaire d'ici l'an 2002, n'est toujours pas réglé. Le gouvernement ayant recouru à des dispositions transitoires pour couvrir les dépenses fédérales de l'exercice qui a débuté en octobre 1995, une grande partie de l'administration a dû cesser son activité à plusieurs reprises. La dernière de ces lois de finances transitoires a expiré à la mi-mars.

La Réserve fédérale a continué à assouplir sa politique monétaire. Les perspectives en matière d'inflation lui paraissant plus favorables, elle a ramené le taux des fonds fédéraux de 5,75% à 5,5%, le 19 décembre 1995, puis à 5,25%, le 31 janvier 1996. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-dollars a légèrement fléchi, passant à 5,7%. Le rendement des emprunts émis à dix ans par l'Etat est tombé à 5,9%. Il a ainsi reculé d'environ deux points en l'espace d'une année.

Au quatrième trimestre, la masse monétaire M_1 a diminué une nouvelle fois. En revanche, les agrégats M_2 et M_3 dépassaient de respectivement 4,2% et 6,3% leur niveau des trois derniers mois de 1994. Tous deux évoluaient ainsi à la limite supérieure de leur corridor de croissance, fixé entre 1 et 5% pour M_2 et entre 2 et 6% pour M_3 .

Japon

L'économie japonaise a continué à stagner au troisième trimestre de 1995. Le produit intérieur brut réel est resté au niveau de la période précédente, après avoir augmenté quelque peu du premier au deuxième trimestre. Tandis que la consommation – privée et publique – n'a progressé que légèrement, les exportations ont un peu fléchi et les investissements en constructions ont diminué. En outre, les investissements en biens d'équipement se sont inscrits en léger repli; au début de l'année, ils avaient commencé à se redresser, après être tombés à un bas niveau. Malgré la faible demande intérieure et la baisse du yen, les importations se sont accrues encore vigoureusement.

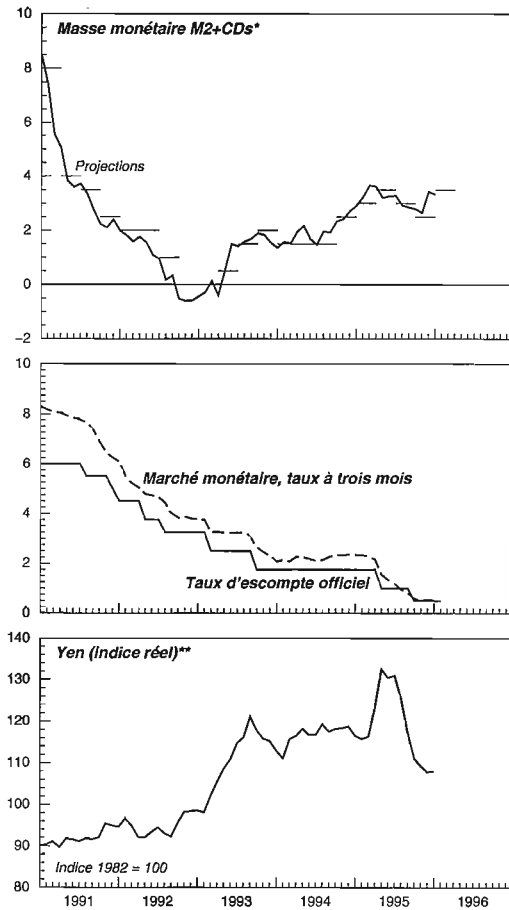
Aucun signe d'amélioration de la situation économique n'est apparu au quatrième trimestre. La production de l'industrie manufacturière n'a été que légèrement supérieure à son niveau de la période correspondante de 1994, et le taux d'utilisation des capacités de production a marqué un net repli. Les entrées de commandes de la clientèle nipponne ont fléchi. Selon les dernières enquêtes menées auprès des entreprises, les perspectives de ventes ne se sont guère améliorées. Dans la construction également, l'activité a manqué de vigueur. Le volume des nouvelles constructions a été presque identique à ce qui avait été observé un an auparavant. En comparaison annuelle, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont une nouvelle fois diminué; seules les ventes de voitures se sont redressées.

Entre le quatrième trimestre de 1994 et la période correspondante de 1995, les prix à la consommation ont fléchi de 0,5%, après être restés stables au troisième trimestre. Les prix à la production, en repli depuis 1992, ont diminué de 0,7% en l'espace d'un an.

Du fait d'un léger recul de l'emploi au quatrième trimestre, le taux de chômage a augmenté à 3,3%. Le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi est resté à un bas niveau, soit à 0,63.

L'excédent de la balance commerciale a diminué, passant de 3,5 billions de yens au quatrième

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)

trimestre de 1994 à 2,9 billions au trimestre correspondant de 1995. La croissance des importations a été nettement supérieure à celle des exportations. Le solde actif de la balance courante, qui s'inscrivait à 3 billions de yens, a reculé à 2,3 billions ou à environ 2% du produit intérieur brut.

Après avoir ramené le taux de l'escompte de 1% à 0,5% en septembre, la Banque du Japon n'a plus modifié sa politique au quatrième trimestre. La rémunération des certificats de dépôt à trois mois a sans cesse diminué au cours de l'année.

Elle s'inscrivait à 0,5% au dernier trimestre de 1995, contre 2,3% un an auparavant. Quant au rendement des obligations émises à dix ans par l'Etat, il a passé dans le même laps de temps de 4,7% à 2,8%.

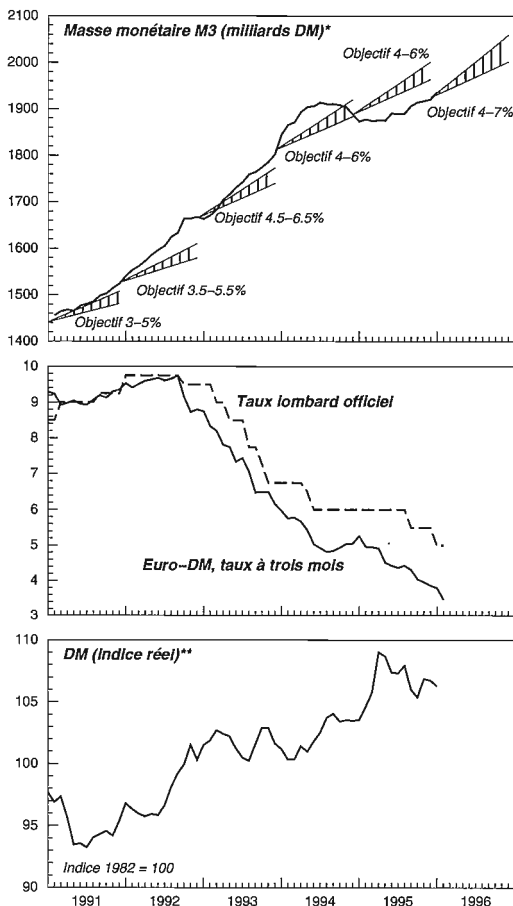
La masse monétaire M₂ + CD, que la banque centrale utilise comme indicateur monétaire, dépassait de 3,1%, au quatrième trimestre, le niveau observé un an auparavant; sa progression était donc légèrement supérieure à la prévision d'environ 3% de la Banque du Japon. Cette dernière a fixé la même projection pour la croissance de cet agrégat au premier trimestre de 1996.

A fin décembre, le gouvernement a publié son projet de budget pour l'exercice 1996/97, qui débutera le 1^{er} avril 1996. Les dépenses publiques devraient augmenter de 6%, soit beaucoup plus rapidement que le produit intérieur brut nominal (2%). Cette accélération des dépenses est due notamment aux mesures prévues pour la liquidation d'établissements de crédit immobilier qui sont surendettés ainsi qu'à de nouveaux investissements d'infrastructure en vue de relancer la conjoncture. De plus, le service de la dette devrait s'accroître sensiblement, malgré la baisse des taux d'intérêt, du fait de l'alourdissement de la dette publique. Du côté des recettes, les rentrées fiscales attendues pendant cet exercice sont nettement moins élevées. Le déficit budgétaire devrait se creuser pour atteindre 6% environ du produit intérieur brut réel.

Allemagne

Au troisième trimestre de 1995, la reprise économique s'est ralentie en Allemagne. Le produit intérieur brut réel a stagné à son niveau de la période précédente. En comparaison annuelle, il a augmenté de 1,9%, contre 2,5% au deuxième trimestre. La croissance de la consommation privée, des exportations et des investissements en constructions a nettement faibli. Les investissements en biens d'équipement ont diminué, après s'être sensiblement accrus au premier semestre. La consommation publique n'a une fois encore progressé que modestement. Le ralentissement de la demande intérieure a freiné la croissance des importations.

Graphique 5: Allemagne



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

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

La conjoncture a continué à faiblir au quatrième trimestre. Selon de premières indications, le produit intérieur brut réel ne dépassait plus que de 1% le niveau observé un an auparavant. La production de l'industrie manufacturière a diminué d'un trimestre à l'autre; son recul a été beaucoup moins prononcé du côté des biens d'équipement que de celui des biens de consommation. Le taux d'utilisation des capacités techniques a fléchi, passant de 84,7% en septembre à 84% en décembre. Il était ainsi inférieur à son niveau de décembre 1994. Les entrées de commandes –

qu'elles proviennent de l'étranger ou de résidents – se sont inscrites en net repli. Dans la construction, la situation s'est stabilisée au quatrième trimestre, après le sensible recul que la production a enregistré au premier semestre. Au cours de 1994, les investissements en constructions s'étaient fortement accrus du fait que de nombreux projets avaient été avancés pour pouvoir bénéficier des avantages fiscaux accordés jusqu'à la fin de cette année-là. Selon les données disponibles, les chiffres d'affaires ne devraient guère avoir progressé dans le commerce de détail.

Le ralentissement de la conjoncture a influé également sur le marché du travail. Le taux de chômage a augmenté de 9,5% à 9,7%; il était ainsi très proche de son niveau record du printemps de 1994.

Au quatrième trimestre, le taux annuel de renchérissement s'est maintenu à 1,8%. La hausse des prix à la production a fléchi, après avoir marqué une accélération au cours des trois premiers trimestres.

Au troisième trimestre, les exportations et les importations se sont nettement moins accrues qu'au trimestre précédent. En valeur, les ventes à l'étranger dépassaient de 5,9% leur niveau de la période correspondante de 1994, et les importations, de 2,8%. La balance commerciale a dégagé un excédent de 23,6 milliards de marks, soit un montant approximativement égal à celui du trimestre précédent, mais supérieur de 6 milliards au solde actif du troisième trimestre de 1994. Le déficit de la balance des transactions courantes s'est inscrit à 6,1 milliards de marks, contre 12,1 milliards un an auparavant.

La Banque fédérale d'Allemagne a davantage assoupli sa politique monétaire au quatrième trimestre. A la mi-décembre, elle a ramené le taux de l'escompte de 3,5% à 3% et le taux lombard de 5,5% à 5%. En outre, elle a abaissé le taux appliqué aux prises en pension de titres de 4% en octobre 1995 à 3,3% en janvier 1996. Le rendement des obligations à long terme a fléchi de 6,1% à 5,3%; en un an, il a diminué de plus de deux points.

Entre le quatrième trimestre de 1994 et la période correspondante de 1995, la masse monétaire M₃

a augmenté de 2,1%. Elle évoluait ainsi sensiblement au-dessous de son corridor de croissance de 4 à 6%. Le numéraire en circulation, les dépôts à vue et les dépôts d'épargne à court terme ont progressé plus fortement que l'année précédente, alors que les placements à terme ont diminué. Pour 1996, la Banque fédérale d'Allemagne a élargi légèrement la fourchette de croissance de M₃, la fixant entre 4 et 7%.

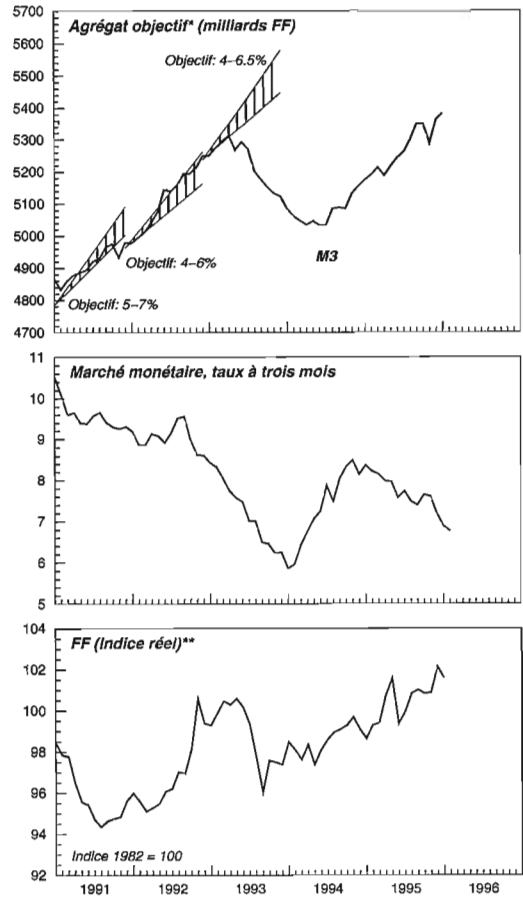
France

En France, la reprise conjoncturelle a faibli au troisième trimestre de 1995 également. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2%, contre 2,8% la période précédente. A l'exception de la consommation publique, toutes les composantes de la demande ont progressé moins fortement. Les importations ont continué à croître nettement.

Au quatrième trimestre, la conjoncture a encore perdu de la vigueur. Par rapport à la période correspondante de 1994, le produit intérieur brut réel n'a augmenté que de 0,7%; la production industrielle a diminué de 2,2%, alors qu'elle avait enregistré un accroissement au troisième trimestre. Ce recul est dû en partie aux grèves de novembre et de décembre. Les enquêtes les plus récentes dans les entreprises ont elles aussi annoncé un refroidissement conjoncturel. Les stocks ont atteint un niveau supérieur à la moyenne, et les carnets de commandes ont continué à se dégarnir. Selon ces enquêtes, les entreprises sont restées optimistes uniquement pour ce qui a trait à la production de biens d'équipement. L'indice du climat de consommation s'est considérablement détérioré au quatrième trimestre; il est tombé au-dessous du niveau observé au plus fort de la dernière récession, soit au milieu de 1993. Il a ainsi perdu le terrain regagné au cours des deux dernières années.

Le gouvernement français a pris plusieurs mesures pour stimuler la consommation et le bâtiment. Il a facilité le recours aux fonds investis dans des plans d'épargne et de prévoyance à long terme et réduit la rémunération du livret d'épargne populaire, le livret A. De plus, pour encourager l'accès des particuliers à la propriété, il a allégé l'imposi-

Graphique 6: France



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

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

tion des fonds investis. Enfin, il a autorisé la déduction fiscale des intérêts sur les crédits à la consommation.

L'emploi a continué à progresser au quatrième trimestre; le chômage a toutefois augmenté de nouveau. Le taux de chômage s'inscrivait à 11,7% en décembre, contre 11,4% en août. Après une légère hausse due au relèvement de la TVA, le 1^{er} août, le renchérissement s'est stabilisé autour de 1,9% au quatrième trimestre.

La croissance des exportations et des importations s'est ralentie du deuxième au troisième trimestre. L'excédent de la balance commerciale a diminué, passant de 29,5 milliards à 20,6 milliards de francs français. Du fait des résultats également moins bons d'autres composantes, le solde actif de la balance courante a reculé de 15,3 milliards pour s'inscrire à 6,1 milliards de francs français.

Les marchés des changes ayant retrouvé leur calme au début du quatrième trimestre, la Banque de France a de nouveau assoupli sa politique. En novembre et en décembre, elle a diminué le taux des prises en pension, pour la première fois depuis le milieu de 1994. Elle a également ramené son taux des appels d'offres de 5% à 4,45%, en plusieurs étapes. A la mi-janvier, elle a abaissé ses taux directeurs de 0,25 point. Le taux des appels d'offres a ainsi passé à 4,2%, et celui des prises en pension, à 5,6%. Jusqu'à la mi-mars, elle a encore réduit son taux des appels d'offres à 3,9%. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a fléchi de 6,8% en octobre à 5,5% en décembre. Quant au rendement des emprunts émis à dix ans par l'Etat, il s'est replié de 7,5% à 6,8%.

Au quatrième trimestre, la masse monétaire M_3 dépassait de 3,7% le niveau observé un an auparavant. L'endettement intérieur total a augmenté de près de 5%. Pour 1996, la Banque de France a décidé de maintenir ses objectifs monétaires antérieurs. Elle continuera à porter ses efforts sur la stabilisation du franc et à viser, à moyen terme, une expansion de 5% de la masse monétaire M_3 .

Royaume-Uni

Au troisième trimestre de 1995, l'économie a encore perdu de son dynamisme au Royaume-Uni. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,1%, contre 2,7% au deuxième trimestre (troisième trimestre 1994: 4,1%). Les exportations, la consommation privée et les investissements en biens d'équipement sont restés les soutiens de la conjoncture. La consommation publique, par contre, n'a enregistré qu'une légère progression. Les investissements en constructions ont diminué quelque peu sous l'effet

notamment d'un recul sensible de la construction de logements dans le secteur public. La croissance des importations s'est accélérée d'un trimestre à l'autre.

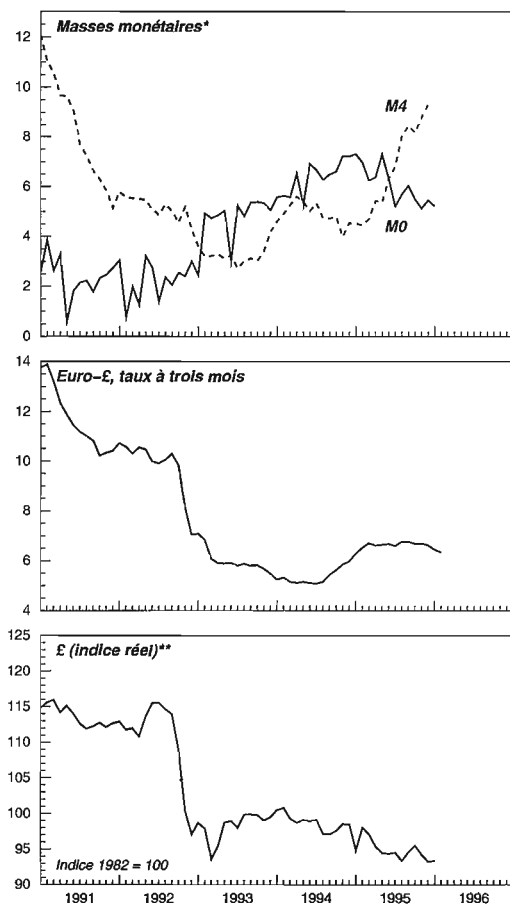
La reprise a faibli au quatrième trimestre également. Selon de premières données, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,8% par rapport aux trois derniers mois de 1994. Dans l'industrie manufacturière, la production a légèrement diminué d'un trimestre à l'autre, mais dépassait encore son niveau du quatrième trimestre de 1994. D'après les dernières enquêtes effectuées au sein de l'industrie, les perspectives d'investissements se sont assombries. Le volume en repli des nouvelles constructions annonce un ralentissement de l'activité dans cette branche. Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont toutefois enregistré un sensible accroissement par rapport à la période précédente. Après avoir stagné, le nombre des nouvelles immatriculations de voitures a progressé. Les crédits à la consommation ont suivi une évolution similaire.

Au quatrième trimestre, le taux de chômage a régressé à 8%; il était ainsi inférieur de 0,8 point au niveau observé un an auparavant. Les prix à la consommation se sont accrus de 3,2%, contre 3,7% à la période précédente. L'inflation de base, qui est calculée sans les taux hypothécaires, s'est maintenue à 2,9% au quatrième trimestre. Les prix à la production ont continué à augmenter.

La croissance des importations ayant été légèrement plus forte que celle des exportations, le déficit de la balance commerciale s'est creusé quelque peu au troisième trimestre. Le solde passif de la balance courante a augmenté de 0,1 milliard pour s'établir à 1,3 milliard de livres sterling. Un an auparavant, la balance courante avait dégagé un solde actif grâce à l'excédent élevé des revenus de capitaux.

A trois reprises, à la mi-décembre, à la mi-janvier et au début de mars, les autorités monétaires britanniques ont abaissé leur taux directeur de 0,25 point. Le taux de base, que les banques appliquent à leurs débiteurs de premier ordre, a diminué dans l'ensemble de 0,75 point pour s'inscrire à 6%. Entre septembre 1994 et février 1995, la

Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

Banque d'Angleterre avait relevé son taux directeur, en plusieurs étapes, pour prévenir une surchauffe économique. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a continué à fléchir au quatrième trimestre; en janvier, il était de 6,2%. Quant au rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat, il est resté supérieur à 8%.

Dans son rapport de février 1996 sur l'évolution du renchérissement, la Banque d'Angleterre a révisé à la baisse sa prévision. L'inflation de base, estime-t-elle, devrait passer au-dessous de 2,5%

jusqu'au milieu de l'année, puis s'accélérer très légèrement. Ainsi, l'objectif fixé par le gouvernement, soit un taux de renchérissement de 2,5%, serait atteint.

Au quatrième trimestre, la croissance de la masse monétaire M_0 s'inscrivait à 5,5%, contre 7,1% au trimestre correspondant de 1994. Elle s'est ainsi rapprochée de son objectif à moyen terme, fixé entre 0 et 4%. L'agrégat M_4 , qui englobe également les dépôts dans les banques et les caisses d'épargne-logement, s'est accru de 9,3%. Il évoluait par conséquent au-dessus de la fourchette de 3 à 9% qui est visée à moyen terme.

Italie

Au troisième trimestre, la reprise économique s'est nettement renforcée en Italie. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,4%, contre 3,1% au trimestre précédent. La croissance des exportations est restée au niveau particulièrement élevé de 11,8%. Les investissements, notamment dans les biens d'équipement, ont eux aussi enregistré une nouvelle et forte progression (8,2%). Dans la construction, ils ont marqué leur première hausse depuis 1992. La consommation privée n'a par contre augmenté que faiblement. Ce manque de vigueur est dû à la situation difficile sur le marché de l'emploi et à la baisse du pouvoir d'achat des salariés. La consommation publique a diminué quelque peu. Quant aux importations, elles se sont accrues de 9,9%.

La reprise est restée dynamique au quatrième trimestre. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel dépassait de 2,4% le niveau observé un an auparavant. La production industrielle, grâce principalement aux investissements en biens d'équipement, s'est accrue de 3,7%, contre 5,7% au troisième trimestre. D'après les dernières enquêtes effectuées auprès des entreprises, l'augmentation de la production devrait encore faiblir au cours des premiers mois de 1996. Les entrées de commandes, tant indigènes qu'étrangères, devraient se tasser elles aussi. Après avoir diminué déjà au troisième trimestre, l'indice du climat de consommation a encore fléchi au trimestre suivant.

Au troisième trimestre, l'emploi a enregistré sa première hausse depuis le début de la reprise économique. Par rapport à la période correspondante de 1994, il a augmenté de 0,4%, mais seul le secteur des services est parvenu à créer de nouveaux emplois. Le taux de chômage a diminué de 12,1% à 11,9%. Les écarts régionaux se sont encore accentués, puisque le chômage s'inscrivait à 6,9% dans le nord du pays et à 21,2% dans le sud.

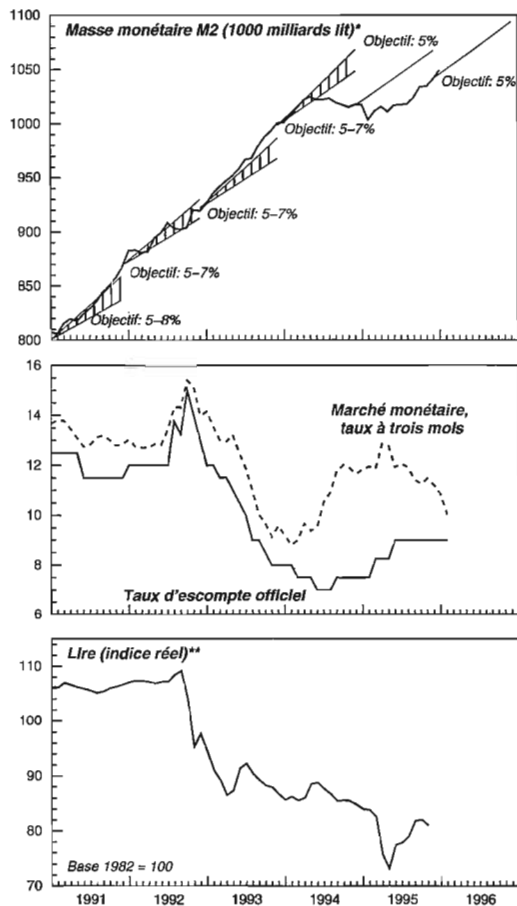
Le renchérissement a atteint 5,9% au quatrième trimestre, contre 3,9% à la période correspondante de l'année précédente. La hausse des prix à la production s'est par contre réduite, passant de 9% à 7%. Les salaires ont progressé, mais l'augmentation est restée nettement inférieure à celle des prix. Selon les enquêtes les plus récentes, le nombre des entrepreneurs qui tablent sur une stabilisation du niveau des prix s'est encore accru.

Au troisième trimestre, les exportations et les importations ont enregistré de nouveau une hausse substantielle, les premières augmentant toutefois un peu plus fortement que les secondes. L'excédent de la balance commerciale a progressé de 10,9 milliards de lires au deuxième trimestre à 14,9 milliards le trimestre suivant. Quant au solde actif de la balance courante, il s'est accru de 2 milliards pour atteindre 14,9 milliards de lires au troisième trimestre.

Selon de premières estimations, le déficit des comptes de l'Etat était de 130,3 milliards de lires en 1995, soit 7,4% du produit intérieur brut, contre 9,4% l'année précédente. Pour la première fois depuis quinze ans, le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut a diminué de 124,3% à 123,8%. L'excédent primaire des comptes de l'Etat (c'est-à-dire le solde, sans les intérêts à payer) a atteint 65,5 milliards de lires, ou 3,7% du produit intérieur brut. A fin décembre, le Parlement italien a approuvé le budget pour 1996, qui prévoit un nouvel accroissement de l'excédent primaire et une réduction du déficit budgétaire à 5,8% du produit intérieur brut.

Au quatrième trimestre, la Banque d'Italie a maintenu ses taux directeurs inchangés. Depuis mai 1995, le taux de l'escompte est resté à 9%, et le

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)

taux lombard, à 10,5%. Sur l'euro-marché, la rémunération des dépôts à trois mois s'est stabilisée, au quatrième trimestre, à 10,5% en moyenne, tandis que le rendement des emprunts émis à long terme par l'Etat a diminué de 12,1% en juillet à 10,8% en décembre.

La croissance annuelle de la masse monétaire M2 s'est accélérée au quatrième trimestre pour atteindre 2,4%, mais elle était toujours nettement inférieure à son sentier de croissance de 5%. Pour 1996, la Banque d'Italie a fixé une nouvelle fois

Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

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

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

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

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

^{a)} Depuis 1994, nouvelle méthode d'enquête

^{b)} Sans les jeunes sortant de l'école

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

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

	1992	1993	1994	1995	1994		1995			
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Etats-Unis	-67,9	-99,9	-151,2		-39,7	-43,3	-39,0	-43,3	-39,5	
Japon	117,8	130,0	128,8		29,5	31,2	29,6	30,9	27,5	
Allemagne ^{a)}	-21,0	-16,8	-22,3		-7,7	-10,2	-2,6	-3,4	-4,3	
France ^{a)}	3,6	9,4	7,8		2,1	1,3	8,8	4,7	0,6	
Royaume-Uni ^{a) b)}	-16,4	-16,5	-3,0		0,1	-0,7	-1,4	-1,9	-2,1	
Italie ^{a) b)}	-27,8	11,3	15,5		4,9	4,8	2,6	7,7	9,2	
Suisse ^{b)}	15,1	19,4	18,4	16,1	3,5	4,8	5,3	4,0	4,7	5,2

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

^{b)} Variations saisonnières non déduites

l'objectif de croissance de cet agrégat à 5%. Elle a en outre adopté un objectif en termes d'inflation: en moyenne annuelle, le renchérissement devrait rester inférieur à 4% (sans les répercussions de la TVA).

C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

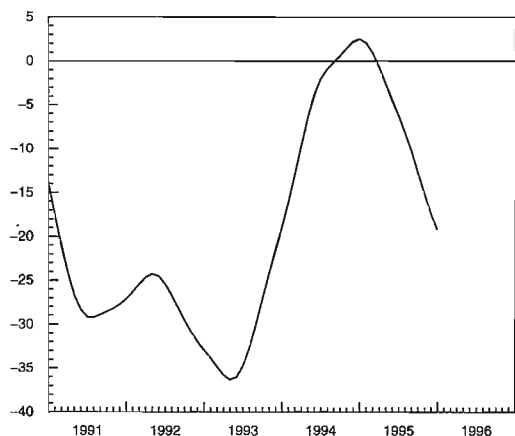
Produit intérieur brut et production industrielle

En Suisse, le tassement de la conjoncture a continué au quatrième trimestre. Le produit intérieur brut réel a diminué d'un trimestre à l'autre et s'est inscrit 0,3% au-dessous du niveau du dernier trimestre de 1994 (troisième trimestre: +0,7%). Cette évolution a découlé du nouveau repli des investissements en constructions, mais surtout du recul des dépenses réelles de consommation. La croissance des exportations de biens et de services, en volume, a marqué un ralentissement au

quatrième trimestre également. Comme les importations de biens et de services ont enregistré une accélération de leur expansion, malgré la faible demande intérieure, le commerce extérieur n'a plus contribué à soutenir la croissance du produit intérieur brut réel.

Selon l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la contraction de la marche des affaires, qui est observée depuis le début de 1995 dans l'industrie, s'est poursuivie du troisième au quatrième trimestre. Les entreprises ont annoncé des entrées de commandes en recul par rapport à la période correspondante de 1994. Les carnets de commandes ont également fléchi dans une forte mesure d'un trimestre à l'autre. Ils se sont établis au niveau le plus bas depuis le début de 1994. Les stocks de produits finis ont augmenté légèrement du troisième au quatrième trimestre. Ils sont toujours considérés par les participants à l'enquête comme trop élevés. Dans les entreprises axées sur le marché suisse, la production n'a pas varié par rapport au troisième trimestre, mais s'est inscrite au-dessous du niveau de la période correspondante de 1994. En revanche, dans les entreprises à vocation exportatrice, elle a été nettement supérieure à celle du troisième trimestre et dépassait un peu le niveau du quatrième trimestre de 1994. Le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie a diminué de 85,2% à 85% d'un trimestre à l'autre.

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie*

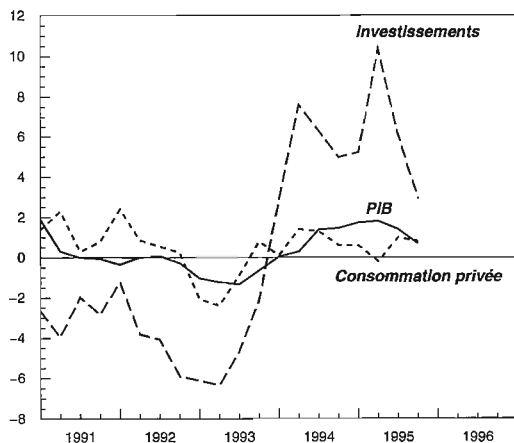


* Série lissée: l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis)

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

Pour les prochains mois, les entreprises axées sur le marché intérieur ont porté une nouvelle fois des jugements nettement plus pessimistes que celles à vocation exportatrice. Elles s'attendent, pour l'avenir un peu plus lointain, à un nouveau repli des entrées de commandes et à une réduction de la production. Les entreprises à vocation exportatrice prévoyaient, au début du quatrième trimestre, une augmentation légère des entrées de commandes; en décembre, les perspectives se sont toutefois assombries dans ce secteur également. Le mouvement de hausse que le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture a amorcé depuis le mois d'avril 1995 – le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ l'établit aussi – a continué au quatrième trimestre. L'amélioration a été de 1,6% par rapport à la période correspondante de 1995. Elle s'explique exclusivement par l'évolution des composantes monétaires du ba-

Graphique 10: Produit intérieur brut réel*



* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFQC

romètre (indice des actions et masse monétaire réelle), alors que les autres composantes (carnets de commandes de l'industrie des machines, indice de la construction, indice des offres d'emploi et perspectives en matière d'emploi) ont enregistré une baisse. Le baromètre de la conjoncture précède l'évolution de l'économie de six à neuf mois en moyenne. Il ne faut donc pas s'attendre à une réanimation de l'activité avant le second semestre de 1996.

Consommation

Les dépenses de consommation privée ont de nouveau diminué en termes réels au quatrième trimestre. Par rapport au dernier trimestre de 1994, elles ont reculé de 0,3%. Les chiffres d'affaires du commerce de détail se sont repliés par jour ouvrable et en données corrigées des variations saisonnières. En l'espace d'une année, ils ont baissé de 0,6%; au troisième trimestre, ils avaient stagné. Dans le textile et l'habillement, les ventes ont fléchi dans une mesure particulièrement forte. En revanche, les importations de biens de consommation ont gagné en dynamisme d'un trimestre à l'autre; cela a découlé de l'accroissement des achats à l'étranger de biens de consommation non durables. Les ventes de

voitures particulières se sont accrues nettement, alors qu'elles avaient régressé au cours des trois trimestres précédents. Le repli du nombre des nuitées de la clientèle suisse s'est atténué au dernier trimestre de 1995. Les dépenses des touristes suisses à l'étranger ont marqué une sensible hausse, du fait notamment de la revalorisation du franc.

Selon l'enquête menée en janvier 1996 par l'Office des questions conjoncturelles, l'indice du climat de consommation s'est dégradé nettement. Les consommateurs portent, pour la première fois depuis une année, une appréciation plus pessimiste sur leur situation financière à venir. Ils estiment également que la conjoncture va se détériorer nettement. L'indice de la sécurité de l'emploi, qui est orienté à la baisse depuis le début de 1995, s'est encore replié.

Investissements

Au quatrième trimestre, les investissements ont augmenté légèrement, en termes réels et en données corrigées des variations saisonnières. Ils dépassaient de 2,6% le volume du dernier trimestre de 1994 (troisième trimestre: 2,9%).

En comparaison annuelle, les investissements en constructions ont reculé de 3,1%, contre 1,9% au troisième trimestre. Cette évolution s'est également reflétée dans la marche des affaires de l'industrie de la pierre et de la terre, un fournisseur important du secteur de la construction. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les carnets de commandes et la production ont diminué d'un trimestre à l'autre. L'enquête trimestrielle sur la construction que ce même centre a effectuée pour la première fois en 1994 fait également apparaître une situation pas très favorable. Dans le secteur principal de la construction, la réserve de travail s'est inscrite, au quatrième trimestre, au-dessous du niveau observé un an auparavant. En moyenne, elle a passé de 4 à 3 mois, le bâtiment ayant subi une contraction plus prononcée que le génie civil. La production du bâtiment a elle aussi fléchi dans une mesure particulièrement forte. Cela est dû au sensible repli observé en 1995 dans la construction de logements privés. Le taux d'utilisation des

capacités techniques s'est établi, dans le secteur principal de la construction, à 60,4%, contre 67,8% une année auparavant. Pour les mois à venir, les entrepreneurs prévoient une nouvelle baisse des carnets de commandes, des suppressions d'emplois et une poursuite du recul du renchérissement.

Les investissements en biens d'équipement ont progressé nettement, en termes réels, d'un trimestre à l'autre; en données corrigées des variations saisonnières, ils avaient fléchi au troisième trimestre. En l'espace d'une année, ces investissements se sont accrus de 13,1% (troisième trimestre: 12,4%). Les importations de biens d'équipement, toujours aussi vigoureuses du fait de l'évolution des cours de changes, ont contribué pour une grande part à cette hausse. L'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines a fait apparaître une nouvelle fois une forte diminution des commandes de la clientèle suisse, en termes nominaux. La réserve de travail a reculé à 4,3 mois par rapport à l'enquête précédente.

Commerce extérieur et balance courante

Au quatrième trimestre, les exportations de marchandises ont diminué légèrement en volume. En comparaison annuelle, elles ont stagné, après avoir augmenté sans discontinuer depuis deux ans. L'affaiblissement des exportations de matiè-

res premières et de produits semi-finis a joué un rôle important à cet égard. Les exportations de biens d'équipement se sont accrues de 4,8%, soit à un rythme nettement moins vigoureux. Cette croissance a enregistré un fléchissement d'environ 1,7 point, étant donné que le quatrième trimestre de 1995 a compté un jour ouvrable de moins que la période correspondante de 1994.

Les livraisons à l'étranger de l'industrie textile et de l'horlogerie ont accusé des baisses de 13% et de 21%. Un recul plus prononcé des fournitures à l'étranger a également été enregistré dans l'industrie du papier et les arts graphiques. Après avoir augmenté vigoureusement au troisième trimestre, les exportations de la chimie ont marqué une hausse légère au quatrième trimestre. Les exportations de l'industrie des machines et de l'électronique ont progressé à un rythme moins soutenu. Seule la branche de l'alimentation, des boissons et du tabac a affiché une accélération de la croissance de ses exportations.

Les exportations ont diminué, en valeur, aussi bien vers la zone de l'OCDE que vers les pays qui ne sont pas membres de cette organisation. Les ventes à l'UE ont reculé de 3,4% au total, alors qu'elles avaient augmenté de 0,8% au troisième trimestre. Les exportations vers les importants marchés européens ont fléchi sensiblement. Un accroissement des fournitures n'a été enregistré que vers le Danemark, la Finlande et l'Espagne.

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

	1992	1993	1994	1995	1995					
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	-10,3	-4,1	13,6	17,9	18,4	11,9	29,7	17,7	9,6	16,7
Logements dont la construction a été autorisée ¹	-	-4,1	12,8	-23,4	3,5	15,5	-30,4	-18,7	-18,9	-25,1
Logements construits ¹	-	-4,1	25,2	9,8	27,5	35,3	-4,1	22,3	27,5	-0,9
Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux										
Total	-10,2	-3,4	-5,8	-1,0	-0,2	-5,8	2,2	0,4	-3,6	-1,0
Secteur privé	-17,1	5,1	-5,5	-12,5	1,0	-5,5	0,2	-6,0	-13,0	-12,5
Secteur public	-2,8	-11,2	-6,2	11,5	-1,6	-6,2	4,6	7,0	7,0	-11,5
Renchérissement dans la construction ²	6,1	3,4	1,5	2,7	1,6	2,7	2,8	2,7	2,4	1,9

¹ Depuis le 1^{er} trimestre de 1993, dans 110 villes; série reconstruite à partir du 1^{er} trimestre de 1992

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

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

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

	1992	1993	1994	1995	1994		1995			
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Exportations, volume	4,3	0,6	4,9	4,2	5,2	7,5	4,6	6,6	4,1	0,2
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	2,8	-1,7	9,4	0,4	8,5	10,5	3,5	2,8	0,5	-5,7
biens d'équipement	0,0	-2,2	5,7	7,3	5,4	9,3	8,2	9,1	6,0	4,8
biens de consommation	10,6	5,6	0,8	4,5	2,3	3,5	2,4	7,5	5,3	0,2
Valeurs moyennes à l'exportation	0,7	0,0	-0,7	-2,1	-1,0	-1,6	-3,2	-2,1	-1,2	-1,6
Importations, volume	-4,3	-1,2	9,4	3,6	9,6	9,4	11,1	7,4	2,9	6,5
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	-1,4	-1,3	10,9	-4,7	11,3	14,1	7,7	8,8	0,2	2,8
biens d'équipement	-10,3	-4,1	13,6	16,7	18,4	11,9	29,7	17,7	9,6	17,9
biens de consommation	-2,9	1,5	6,4	2,4	3,8	5,1	4,0	0,4	1,3	2,9
Valeurs moyennes à l'importation	2,2	-2,2	-4,8	-2,8	-4,8	-2,6	-1,8	-3,1	-1,1	-2,3

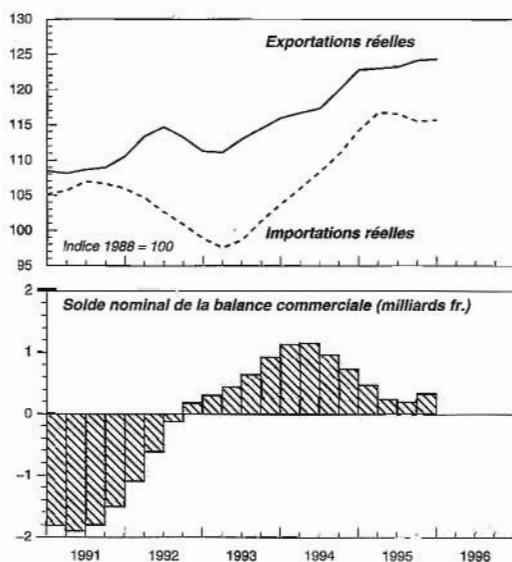
¹ Toutes les données se réfèrent à l'indice II qui exclut les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités.

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

Les ventes aux Etats-Unis ont accusé une nette baisse. En revanche, les exportations vers le Japon ont marqué une croissance supérieure à celle du troisième trimestre. Les livraisons aux pays en développement non exportateurs de pétrole ont

régressé, après avoir progressé fortement au troisième trimestre. Les exportations vers les pays de l'OPEP, l'Europe centrale et la Chine ont continué à croître.

Graphique 11: Commerce extérieur*



* Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

Au quatrième trimestre, les importations ont de nouveau augmenté en volume et en données corrigées des variations saisonnières; elles s'étaient repliées aux deux trimestres précédents. Par rapport au dernier trimestre de 1994, elles se sont accrues de 3,6%. La croissance toujours aussi vigoureuse des importations de biens d'équipement s'explique en partie par la livraison d'avions. Il convient de relever en outre la hausse des importations de biens de consommation. Notamment dans le domaine pharmaceutique, l'habillement, la chaussure et la bijouterie, les importations ont marqué un vif accroissement. Par contre, les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis de même que de produits énergétiques ont fléchi notablement.

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'importation ont diminué de 2,8% et ceux à l'exportation, de 1,6%, au quatrième trimestre.

La balance commerciale a dégagé un excédent de 0,4 milliard de francs inférieur à celui du quatrième trimestre de 1994. Le solde actif des revenus de facteurs a augmenté légèrement, et celui de la balance des services s'est élevé de 0,2

milliard de francs. L'excédent de la balance courante s'est inscrit à 6,1 milliards de francs, soit 0,2 milliard de moins qu'un an auparavant.

Pour l'ensemble de 1995, la balance courante a enregistré un excédent de 23,5 milliards de francs. Celui-ci a diminué de 1,6 milliard de francs d'une année à l'autre, du fait notamment de la baisse du solde actif dégagé par la balance commerciale. Il s'est ainsi établi à 6,2% du produit national brut, contre 6,9% en 1994.

Emploi et marché du travail

Au quatrième trimestre, l'emploi est resté stable en données corrigées des variations saisonnières; il avait augmenté au trimestre précédent. En comparaison annuelle, le nombre des personnes occupées a fléchi plus fortement qu'au troisième trimestre. Les emplois à plein temps ont marqué une légère hausse, alors qu'ils avaient diminué au cours des trois derniers trimestres. Par rap-

port au quatrième trimestre de 1994, ils ont baissé de 1,5%. De leur côté, les emplois à temps partiel ont régressé de près de 1% d'un trimestre à l'autre, mais ils se sont quand même inscrits 1,8% au-dessus du niveau du quatrième trimestre de 1994. L'emploi a continué à reculer dans l'industrie; il a été de 1,2% inférieur au chiffre du quatrième trimestre de 1994. Si le nombre des personnes occupées s'est stabilisé dans l'industrie des machines et la chimie, il s'est replié de 1,6% dans la métallurgie et de 1,1% dans l'électronique. Les plus fortes diminutions ont été observées dans le textile (-8,9%), l'habillement (-5,8%) et les chaussures (-14,7%). Mais l'emploi a augmenté de 1,1% dans l'industrie du papier, de 0,3% dans l'horlogerie et de 1,6% dans les matières plastiques et le caoutchouc. Le recul a continué par contre à s'accroître dans la construction (-3,5%). Il a passé de 0,5% au troisième trimestre à 0,7% au quatrième dans les services. Les suppressions d'emplois ont touché avant tout le commerce ainsi que la restauration et l'hébergement. Les banques et les assurances

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

	1993	1994 ^{a)}	1995 ^{b)}	1994 ^{a)}					
				3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
Recettes									
Exportations de biens	96,8	99,4	99,5	23,4	26,7	24,7	24,9	23,7	26,1
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	93,3	95,8	95,8	22,5	25,8	23,7	24,0	22,9	25,2
Exportations de services	31,7	31,2	30,7	8,9	6,2	7,9	7,5	8,9	6,5
Revenus du travail et des capitaux	37,0	36,9	38,6	9,3	9,8	9,6	9,5	9,6	9,9
Transferts courants	3,7	3,5	3,6	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Total des recettes	169,2	171,0	172,4	42,5	43,6	43,0	42,8	43,2	43,4
Dépenses									
Importations de biens	94,4	97,2	99,3	23,5	25,7	24,9	25,3	23,6	25,6
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	89,8	92,6	94,5	22,4	24,5	23,7	24,1	22,4	24,2
Importations de services	14,8	15,2	15,1	5,6	3,1	2,6	3,9	5,5	3,1
Revenus du travail et des capitaux	23,5	25,2	26,0	6,4	6,5	6,6	6,5	6,4	6,5
Transferts courants	7,9	8,3	8,5	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1
Total des dépenses	140,5	145,8	148,9	37,5	37,3	36,2	37,8	37,6	37,2
Soldes									
Biens	2,4	2,2	0,1	-0,1	1,0	-0,3	-0,3	0,2	0,6
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	3,5	3,2	1,3	0,1	1,3	0,1	-0,1	0,4	0,9
Services	16,9	16,0	15,6	3,4	3,2	5,3	3,5	3,4	3,4
Revenus du travail et des capitaux	13,5	11,7	12,6	3,0	3,3	3,0	3,0	3,3	3,4
Transferts courants	-4,2	-4,8	-4,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2
Solde des transactions courantes	28,7	25,1	23,5	5,0	6,3	6,8	5,0	5,5	6,1

^{a)} Chiffres provisoires

^{b)} 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.

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

	1993	1994	1995	1994		1995				1995			1996
				3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	oct.	nov.	déc.	janv.
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-2,8	-1,8	-0,8	-1,6	-1,0	-0,5	-0,8	-0,9	-0,9				
Personnes occupées à plein temps ¹	-3,4	-2,2	-1,3	-2,1	-1,3	-1,0	-1,3	-1,6	-1,4				
Taux de chômage ^{2,3}	4,5	4,7	4,2	4,5	4,5	4,5	4,2	4,0	4,2	4,0	4,2	4,3	4,5
Chômeurs ³	163 135	171 038	153 316	163 629	164 712	164 647	151 662	145 096	151 860	146 364	152 102	157 115	164 656
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	42 046	22 600	9 917	10 302	11 320	12 656	10 680	6 575	9 756	9 321	10 787	9 159	12 616
Places vacantes annoncées ³	5 743	5 224	5 401	5 498	4 658	5 105	6 557	5 536	4 406	4 982	4 535	3 702	4 646

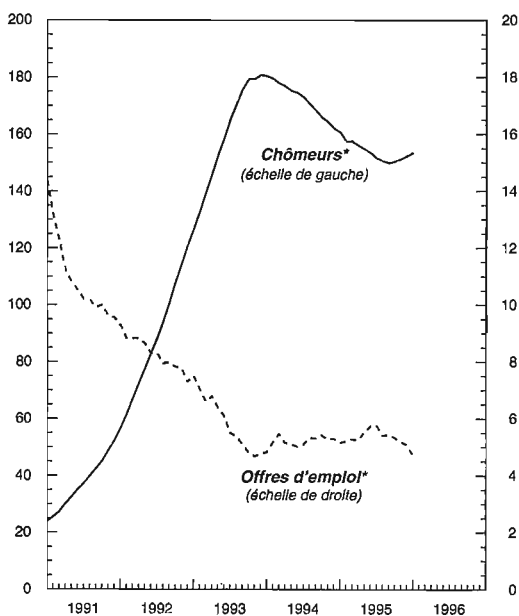
¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

Graphique 12: Marché du travail



* En milliers; données cvs et sans les valeurs extrêmes

Source: OFIAMT

ont elles aussi réduit le nombre des emplois. Seuls les transports et communications en ont créés des nouveaux.

L'indice Manpower des offres d'emploi s'est encore replié au quatrième trimestre. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a fléchi nettement d'un trimestre à l'autre.

L'effectif des chômeurs a augmenté légèrement pour la première fois depuis le premier trimestre de 1994. En données corrigées des variations saisonnières, il a passé de 150 300 au troisième trimestre à 152 500 au trimestre suivant. Le taux de chômage s'inscrivait à 4,2% en données corrigées des variations saisonnières. Il s'est stabilisé à 6,4% en Suisse romande et au Tessin, mais s'est accru à 3,4% en Suisse alémanique. Le nombre des chômeurs qui sont sans emploi depuis moins de six mois a marqué une nette hausse. Si l'effectif des personnes sans emploi depuis plus de six mois mais moins d'un an est resté inchangé, celui des chômeurs de longue durée s'est encore replié.

En janvier, le nombre des chômeurs s'est élevé à 155 700 en données corrigées des variations saisonnières. Il en a résulté un taux de chômage de 4,3%.

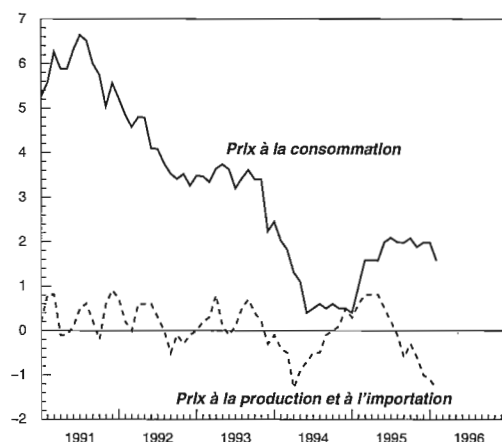
Le nombre des chômeurs partiels, qui avait augmenté fortement aux deuxième et troisième trimestres, a diminué au quatrième trimestre. Il se chiffrait à 10 500 en données corrigées des variations saisonnières (troisième trimestre: 12 800), soit légèrement au-dessus du niveau enregistré un an auparavant. La construction a été une nouvelle fois la branche la plus touchée par le chômage partiel.

Prix

Le renchérissement a passé de 2% au troisième trimestre à 1,9% au trimestre suivant. En moyenne de 1995, l'indice des prix à la consommation dépassait de 1,8% le niveau de 1994.

D'un trimestre à l'autre, les prix des marchandises ont diminué légèrement en données corrigées des

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
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
1995 ⁵	27 573	0,8	2 574	5,4	30 147	1,001	30 129	1,4
1995 ⁵ 1 ^{er} trim.	27 793	1,4	2 513	-5,0	30 306	1,009	30 036	0,4
2 ^e trim.	27 372	0,4	2 567	-2,8	29 939	0,996	30 059	0,0
3 ^e trim.	27 229	0,4	2 563	2,2	29 792	0,987	30 174	0,3
4 ^e trim.	27 896	0,8	2 653	5,4	30 549	1,010	30 246	1,4
1995 ⁵ juillet	27 364	0,2	2 398	-4,5	29 762	0,992	30 002	-0,3
août	27 152	0,3	2 590	4,2	29 742	0,984	30 226	0,3
sept.	27 170	0,6	2 701	6,7	29 871	0,986	30 295	0,9
oct.	27 225	0,9	2 546	5,9	29 771	0,984	30 255	1,3
nov.	27 320	0,9	2 620	3,4	29 940	0,991	30 212	1,2
déc.	29 143	0,4	2 793	6,8	31 936	1,055	30 271	1,7
1996 ⁵ janv.	28 536	0,8	2 588	3,6	31 124	1,018 ^P	30 574 ^P	1,6 ^P
févr.	27 921	1,4	2 622	7,7	30 543	0,993 ^P	30 758 ^P	2,5 ^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

variations saisonnières. En comparaison annuelle, ils ont augmenté de 0,1% uniquement. Dans les services privés, le renchérissement est resté inchangé à 3,1%; les voyages à forfait ont enregistré de nettes baisses de prix, alors que les loyers du logement se sont accrus de 2% et les prix des nuitées, de 5,7%. Ces derniers sont recensés une fois par année en novembre, de sorte que le passage à la TVA ne s'est répercuté qu'à ce moment-là sur cette catégorie. Le renchérissement des services publics s'est accéléré, passant de 4,5% à 4,8%, du fait de l'augmentation de 9,6% du prix de l'électricité et de 3,1% de celui des prestations hospitalières. Alors que les prix des biens et services d'origine suisse ont haussé de 2,7% en moyenne, ceux des biens et services importés ont diminué de 0,4%.

L'inflation s'est repliée à 1,5% en janvier et à 0,8% en février. Ce net recul est dû surtout à un effet de base. En janvier et février 1995, le renchérissement mensuel avait été sensiblement supérieur à celui des mois correspondants de 1994, à cause du passage à la TVA. Il en a donc résulté une forte baisse du taux annuel de renchérissement.

Les prix à la production et à l'importation ont fléchi plus fortement. Leur indice, soit celui des prix de l'offre totale, s'établissait en effet 0,9% au-dessous du niveau du quatrième trimestre de 1994 (troisième trimestre: -0,3%). Les prix à l'importation ont reculé de 1,5%, et ceux à la production, de 0,6%. En moyenne de 1995, l'indice des prix à la production et à l'importation n'a pas varié par rapport à 1994.

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

Au quatrième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée s'inscrivait à 30 246 millions de francs en moyenne. Elle dépassait ainsi de 1,4% le niveau du dernier trimestre de 1994. Cette évolution a correspondu à l'intention de la Banque nationale de relever de plus de 1% la monnaie centrale désaisonnalisée. A fin 1994, la Banque nationale avait prévu une progression de 2% de cet agrégat entre le quatrième trimestre de 1994 et la période correspondante de 1995. L'écart est

dû surtout à l'affaiblissement de la conjoncture. Pour maintenir la croissance de la monnaie centrale dans la ligne de son objectif, la Banque nationale a laissé reculer les taux d'intérêt au quatrième trimestre – comme au troisième – et a réduit une nouvelle fois le taux officiel de l'escompte, le ramenant de 2% à 1,5% à compter du 15 décembre, soit à son niveau le plus bas depuis 1978.

Les billets en circulation et les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale, les deux composantes de la monnaie centrale, ont augmenté respectivement de 0,8% et de 5,4% par rapport au quatrième trimestre de 1994.

Les agrégats monétaires au sens large ont enregistré des évolutions semblables à celles des trimestres précédents, mais à un rythme plus rapide. Le recul des taux d'intérêt à court terme a entraîné de nouveaux transferts des dépôts à terme vers des formes de placements plus liquides. Alors que les dépôts à terme ont diminué de 15,5% (troisième trimestre: -6,8%) en comparaison annuelle, les fonds à vue de résidents ont

Tableau 7: Agrégats monétaires¹
(Définition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
1991	1,9	1,7	2,7
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994	5,6	10,2	5,1
1995 ^P	6,9	5,1	2,4
1995 1 ^{er} trim. ^P	3,2	1,8	1,8
2 ^e trim. ^P	5,1	2,8	1,5
3 ^e trim. ^P	8,5	6,4	3,0
4 ^e trim. ^P	10,9	9,5	3,3
1995 juillet ^P	7,5	5,4	2,6
août. ^P	9,5	6,9	3,3
sept. ^P	8,4	6,9	3,1
oct. ^P	11,4	8,9	3,5
nov. ^P	11,6	9,8	3,2
déc. ^P	9,9	9,7	3,2

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

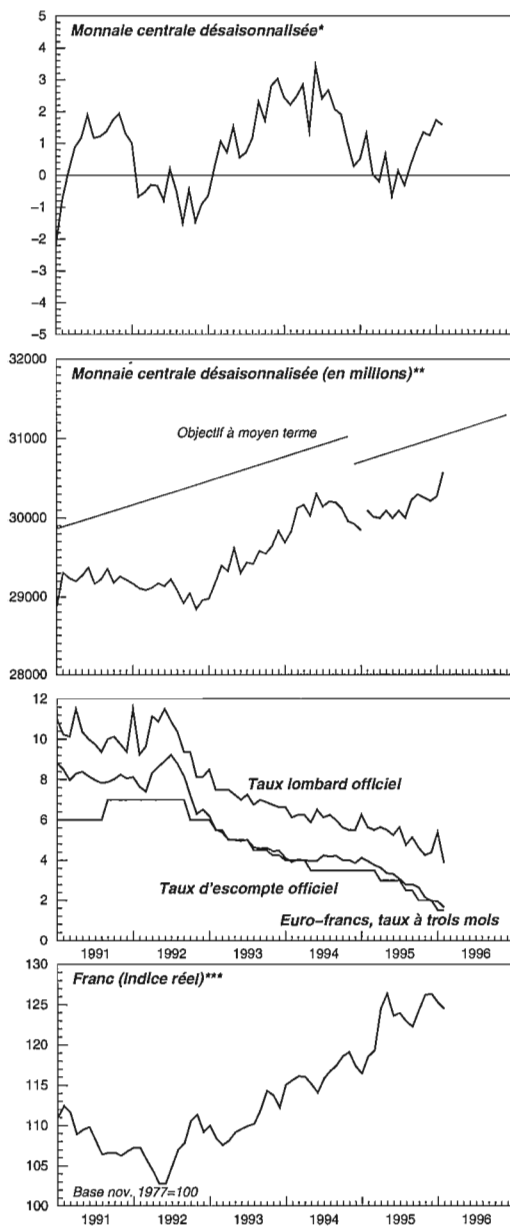
^P Chiffres provisoires

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

M₂ = M₁ + dépôts d'épargne

M₃ = M₂ + dépôts à terme

Graphique 14: Suisse



* Variation en % par rapport à l'année précédente. Depuis 1991: sentier de croissance à moyen terme de 1% par an en moyenne

** Depuis janvier 1995, nouvelle série (voir tableau 6, remarque 5)

*** Cours pondéré par les exportations

augmenté de 11,6% (9,3%), les comptes de transactions, de 12% (7,6%) et les dépôts d'épargne, de 9,4% (5,9%). Aussi la croissance de M_1 s'est-elle accélérée pour atteindre 9,7%. La masse monétaire M_2 a évolué de manière identique, puisque son expansion s'est inscrite à 9,5%. De son côté, l'agrégat M_3 n'a marqué qu'une progression légèrement plus forte, soit 3,3%. Cela montre que le recul des taux d'intérêt a engendré notamment des transferts entre les composantes des masses monétaires, mais n'a guère influé sur la croissance de M_3 .

Marché monétaire

D'octobre 1995 à janvier 1996, les rémunérations à court terme ont poursuivi leur mouvement de repli. En janvier, le taux de l'argent au jour le jour et celui des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs s'inscrivaient à 1,6%, diminuant ainsi de plus de un point en l'espace de quatre mois. Durant le même laps de temps, le taux que les grandes banques servent sur les dépôts à trois mois a reculé de 1,9% à 1,2%, et le rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération, de 2,3% à 1,6%.

L'écart entre les taux allemands et suisses appliqués aux dépôts à trois mois sur l'euro-marché atteignait 1,8 point en janvier 1996, contre 1,4 point en septembre 1995. La différence d'intérêt en faveur des placements en dollars s'est accrue de 3,1 points à 3,7 points.

Marché des changes

Le franc suisse a faibli face au dollar en décembre 1995 et en janvier 1996, après avoir atteint un niveau élevé en octobre et en novembre. A fin janvier, le cours du dollar s'inscrivait à fr. 1,21, contre fr. 1,15 au début d'octobre.

D'octobre à janvier, le franc n'a varié que faiblement vis-à-vis du mark et des autres monnaies des pays participant au mécanisme de change du SME. Au début du quatrième trimestre, il s'est revalorisé un peu par rapport au franc français uniquement. Vers la fin du mois de janvier, le cours

du mark s'établissait à fr. 81,30, soit au-dessus du niveau de début octobre.

Face aux monnaies des pays ne participant pas au mécanisme de change du SME, le franc a évolué inégalement. Tandis qu'il s'est déprécié de près de 4% vis-à-vis de la lire italienne entre début octobre et fin janvier, il a progressé de 3% par rapport à la livre sterling. Vis-à-vis du yen, le franc a fluctué un peu plus fortement et dépassait de 3% le niveau de début octobre.

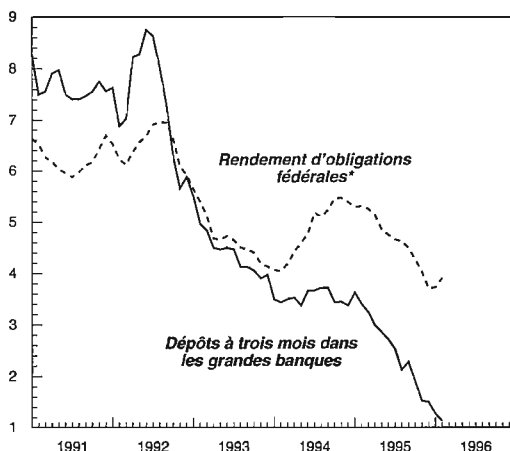
Pondéré en fonction des exportations, le cours réel du franc a encore augmenté légèrement au quatrième trimestre; il s'inscrivait 7,2% au-dessus du niveau du trimestre correspondant de 1994 (troisième trimestre: 4,3%). Il a haussé face à la plupart des monnaies européennes. Vis-à-vis du dollar et du yen, la progression a été respectivement de 12% et de 18,2%. Elle s'est chiffrée à 10% face à la lire italienne, à 13% par rapport à la livre sterling et à 5% vis-à-vis du mark allemand et du franc français.

Marché des capitaux et structure des taux d'intérêt

Le rendement moyen des obligations fédérales a diminué nettement pour s'établir à près de 3,6% à la mi-novembre, soit au niveau le plus bas de l'année. Il s'est redressé par la suite et s'inscrivait à 3,75% à fin décembre. Calculé d'après le panier d'obligations fédérales valable pour 1996, l'atteignait 3,91% à la même date. Ce bond est imputable en grande partie aux emprunts qui sont assortis de durées plus longues restant à courir et qui entrent dans la composition du nouveau panier. Le rendement moyen a encore progressé en janvier pour s'élever à 4,2% à la fin de ce mois. Simultanément, l'écart entre le rendement des obligations à long terme et celui des créances comptables à trois mois sur la Confédération s'est creusé à 2,5 points. Il était de un point supérieur à la différence enregistrée en octobre.

Dans les banques cantonales, les taux des nouveaux bons de caisse s'établissaient à 3,4% en moyenne au début de février, soit 0,5 point au-dessous du niveau observé quatre mois auparavant. Les taux variables appliqués aux nouveaux

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.

prêts hypothécaires en premier rang ont été ramenés de 5,3% à 5%. Les taux correspondants sur les anciennes hypothèques ont passé quant à eux de 5,5% à 5,3%; la plupart des banques cantonales ont toutefois annoncé une nouvelle réduction à 5%. La rémunération moyenne que les banques cantonales servent sur les dépôts d'épargne ordinaires se chiffrait à 2,5% au début de février, contre 3,1% quatre mois auparavant.

Au quatrième trimestre, les cours des actions ont continué à progresser. Le Swiss Performance Index dépassait, à fin 1995, de 23% le niveau observé un an auparavant. Le mouvement de hausse s'est toutefois interrompu en janvier.

Sur le marché suisse des capitaux, les émissions d'obligations et d'actions ont porté sur 18,5 milliards de francs, soit un montant d'un tiers supérieur à celui du quatrième trimestre de 1994. Le prélèvement d'argent frais que des débiteurs suisses ont opéré sur le marché des capitaux a augmenté de 14% pour atteindre 6,5 milliards de francs. Après déduction des remboursements, qui étaient presque aussi élevés que le prélèvement, il s'est établi à 0,4 milliard de francs, contre 2,2 milliards au quatrième trimestre de 1994.

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

	Emprunts classiques	Emprunts liés à des actions	Autres ²	Total
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
1995	29 007,3	7 964,5	974,6	37 946,4
1994 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
3 ^e trim.	8 941,6	2 159,7	270,0	11 371,3
4 ^e trim.	6 585,0	1 899,5	411,0	8 895,5

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

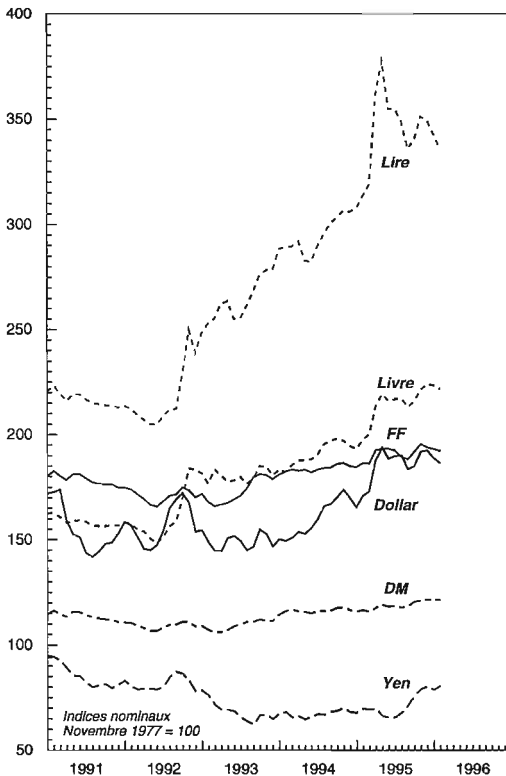
² Y compris les emprunts à option sans lien avec des actions (emprunts à option de change et emprunts à option sur or notamment), les obligations synthétiques et les emprunts à taux variable

Emprunts en francs suisses de débiteurs étrangers

Les emprunts émis en francs suisses par des débiteurs étrangers ont totalisé 8,9 milliards de francs au quatrième trimestre. Le recours au marché suisse des émissions par des débiteurs étrangers, provenant notamment des pays industrialisés, a été de 40% supérieur à celui du quatrième trimestre de 1994. Par rapport au troisième trimestre, le volume des émissions a toutefois diminué de 22%. L'activité a été peu soutenue en décembre surtout. En comparaison annuelle, les emprunts ordinaires («straights») se sont accrus d'un tiers environ, et les émissions liées à des actions ont même atteint un volume plusieurs fois supérieur au bas montant du quatrième trimestre de 1994. Par contre, les autres catégories d'emprunts ont reculé de plus d'un tiers.

Pour l'ensemble de 1995, l'activité sur le marché primaire a été favorisée par la baisse des taux d'intérêt et le raffermissement du franc. Par conséquent, les émissions de titres à revenu fixe ont marqué une forte augmentation. La nette hausse observée dans le domaine des «straights» a fait passer leur part au total des émissions de 54% à 76%. La part des emprunts émis en souscription publique a progressé dans une mesure presque aussi vive – au détriment des placements privés –, puisqu'elle a augmenté d'une année à l'autre de 48% à 68%, atteignant ainsi un niveau record.

Graphique 16: Variations du franc*



* En termes de quelques monnaies étrangères

Bilans bancaires et crédits

La somme des bilans bancaires se chiffrait à 1292 milliards de francs à fin 1995 et, partant, dépassait de 7,9% le niveau de fin septembre. Cette croissance n'a toutefois consisté qu'à raison d'un quart en une véritable augmentation; les trois autres quarts ont découlé de la modification du recensement des opérations sur instruments dérivés qui, selon les nouvelles dispositions régissant l'établissement des comptes, doivent être comptabilisées au bilan d'après le principe brut.

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

vaient, à fin 1995, 6% au-dessus du niveau observé trois mois auparavant. Les disponibilités ont marqué une hausse de 1,2% en données corrigées des variations saisonnières. Le degré de liquidité I (disponibilités en pour-cent des fonds exigés) se chiffrait à 125% en moyenne du dernier trimestre de 1995, contre 123% au troisième trimestre. Les opérations interbancaires, qui sont sujettes à de sensibles et nombreuses variations, se sont soldées par des engagements nets en décembre, alors que des avoirs nets avaient été observés entre septembre et novembre. Si les placements financiers nets ont augmenté malgré tout, cela tient en premier lieu à la progression de 15 milliards de francs, ou de 43,9%, que les effets de change et papiers monétaires ont enregistrée

Tableau 9: Bilans bancaires

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

	1991	1992	1993	1994*	1995				Etat (mrds fr.)
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	
Somme des bilans	3,2	3,1	5,8	0,8	-2,9	0,4	1,3	9,5	1 291,9
Placements financiers nets²	-0,1	16,4	13,1	3,5	-2,2	4,2	26,3	27,9	179,5
Liquidités	-2,0	-2,6	0,7	-6,2	-6,8	-0,5	0,1	1,4	11,3
<i>Solde des opérations interbancaires (état en mrds fr.)</i>	-15,4	-8,2	-26,7	-32,7	-35,3	-21,9	29,2	-8,3	-8,3
Effets de change et papiers monétaires	-13,1	16,5	2,1	12,5	-17,7	-12,8	-12,2	19,9	48,1
Titres	13,8	5,8	43,1	0,9	4,7	11,2	9,5	11,4	128,3
Crédits	5,8	1,8	1,6	0,6	-0,9	1,2	-0,9	-2,5	700,3
Crédits à des résidents	4,4	1,7	0,9	2,4	1,9	2,0	1,5	2,4	572,8
c/c débiteurs et av. et prêts à terme fixe	2,5	0,2	-2,8	0,6	-0,5	0,6	0	-41,3	140,6
Crédits de construction									
Limites	-5,6	-5,8	-12,4	0,5	-1,8	-1,9	-6,0	-13,2	27,0
Montants utilisés	4,6	-0,8	-13,5	-4,3	-1,1	1,0	-4,0	-12,0	15,3
Hypothèques	5,1	3,5	1,8	3,9	3,7	3,0	2,6	38,3	408,5
Crédits à des non-résidents	15,1	2,3	3,8	-5,4	-10,0	-1,3	-9,6	-19,6	127,5
Fonds de la clientèle	4,7	3,5	2,8	2,0	-1,2	0,5	1,5	-0,3	686,3
Créanciers à vue	-1,9	5,1	19,5	-4,9	-11,7	-4,4	0,5	6,4	97,0
Créanciers à terme	5,8	2,3	-8,4	6,8	0,9	1,0	-1,1	10,0	260,2
Fonds d'épargne	5,5	7,4	21,5	9,6	2,5	4,3	7,9	12,3	253,3
Obligations de caisse	3,8	-2,0	-12,2	-11,3	-4,9	-5,2	-5,5	-8,2	75,8
Emprunts obligataires et lettres de gage	5,3	1,1	-4,8	2,7	4,2	7,9	10,9	8,4	91,2
Opérations fiduciaires	-0,3	0,6	-11,0	-4,4	-7,4	-6,0	-8,8	-7,9	250,0

¹ Pour plusieurs postes du bilan, les comparaisons par rapport à l'année précédente subissent des distorsions, à partir du 3^e trimestre de 1995, du fait de modifications dans la méthode de comptabilisation et, à partir du 4^e trimestre de 1995, à cause du passage aux nouvelles dispositions régissant l'établissement des comptes

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

* Chiffres définitifs

en l'espace de trois mois seulement. Les papiers monétaires de plus de six mois d'échéance résiduelle sont inclus, selon les nouvelles dispositions, dans ce poste et ne sont plus comptabilisés dans les titres. Ces derniers, qui représentent de loin la composante la plus importante des placements financiers, ont également contribué à la croissance de ces placements. Sans les papiers monétaires à long terme, mais avec maintenant les portefeuilles de métaux précieux destinés au négoce, ils ont progressé de 4,5 milliards de francs, ou de 3,6%, au cours du quatrième trimestre.

L'évolution des titres se distingue nettement de celle des crédits. Pour les banques, l'octroi direct de crédits semble depuis un certain temps moins attrayant qu'un financement indirect par le biais du marché des capitaux. Les crédits sont donc restés sans vigueur au quatrième trimestre. Leur volume a diminué de 0,7% d'un trimestre à l'autre (en comparaison annuelle: -2,5%), du fait du fort repli des crédits à la clientèle étrangère. Des taux de croissance positifs ont en revanche été enregistrés dans les crédits à la clientèle suisse. Le domaine des crédits aux entreprises suisses a connu une très légère amélioration. Les crédits à l'industrie et à la branche des arts et métiers ont augmenté de 0,4%; un tel taux de croissance trimestriel est observé pour la première fois depuis une année et demie. En outre, les crédits aux services ont progressé de 0,9% de fin septembre à fin décembre. La tendance à la baisse s'est poursuivie dans le compartiment des crédits à la construction. Selon les nouvelles dispositions régissant l'établissement des comptes,

les prêts hypothécaires et les avances et prêts à terme fixe garantis par hypothèque sont groupés. Leur somme a augmenté de 1,5% au cours du quatrième trimestre. Les emprunteurs ont préféré dans une plus forte mesure qu'au troisième trimestre les hypothèques à taux fixe à celles à taux variable.

Le montant total des fonds de la clientèle n'a que peu changé au quatrième trimestre. Des variations importantes ont toutefois été observées dans certains compartiments. Les créanciers à terme ont reculé de 7,7% par rapport à fin septembre; le sous-poste des dépôts détenus en francs par des résidents a fléchi de 10,4%, en raison de la baisse des taux appliqués aux fonds à terme fixe, et même de 16,9% par rapport à la fin du quatrième trimestre de 1994. Les créanciers à vue ont marqué par contre une hausse, mais de très faible ampleur. De leur côté, les fonds d'épargne ont de nouveau enregistré une vive expansion. Les bons de caisse se sont encore repliés; l'accroissement des emprunts obligataires a toutefois compensé en partie ce mouvement.

Le recul massif des affaires fiduciaires s'est interrompu au quatrième trimestre. Les fonds fiduciaires de résidents, des fonds qui avaient régressé auparavant dans une mesure particulièrement forte, n'ont diminué que de 1,4% entre fin septembre et fin décembre. Quant aux fonds fiduciaires provenant de l'étranger, d'un volume quatre fois supérieur à ceux de résidents, ils ont même augmenté de 3,5% dans le même laps de temps.

Entwicklung der potentiellen Produktion in der Schweiz

Barbara Lüscher und Eveline Ruoss*

Einleitung

Ein wesentliches Ziel der Wirtschaftspolitik besteht darin, Rahmenbedingungen zu schaffen, die ein nichtinflationäres, nachhaltiges Wachstum des Sozialprodukts fördern. Die Erfahrung zeigt allerdings, dass das Wachstum nicht regelmässig ist, sondern ein zyklisches Muster aufweist. In Phasen überdurchschnittlichen Wachstums pflegt sich der Preisauftrieb zu beschleunigen, während in Rezessionsphasen die Produktionsfaktoren schlecht ausgelastet sind und die Arbeitslosigkeit steigt.

Die zyklischen Schwankungen sind ein wichtiges Problem. Für viele Fragestellungen interessiert jedoch weniger das zyklische Muster als die längerfristige Trendentwicklung des Sozialprodukts. Genauer: Man möchte wissen, wie rasch die gesamtwirtschaftliche Produktion über eine längere Zeit bei konstanter Teuerungsrate steigen kann. Dieses stabilitätskonforme Wachstum wird als Wachstum des Produktionspotentials bezeichnet. Das potentielle Bruttoinlandprodukt (BIP) lässt sich als die Menge von Gütern und Dienstleistungen definieren, die eine Volkswirtschaft produzieren kann, wenn ihre Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital so ausgelastet sind, dass keine Teuerungsveränderungen ausgelöst werden. Dieser Beanspruchungsgrad der Produktionsfaktoren wird als Vollbeschäftigung bzw. Vollauslastung bezeichnet. Gemeint ist also nicht eine maximale, sondern eine inflationsstabile Beschäftigung bzw. Auslastung.

Die Nationalbank interessiert sich vor allem deshalb für das potentielle BIP, weil ihre Geldpolitik mittelfristig angelegt ist. Die Höhe des Potentialwachstums zeigt, wie stark das Geldangebot (unter der Annahme einer gut prognostizierbaren Umlaufgeschwindigkeit des Geldes) mittelfristig

ausgedehnt werden muss, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Einklang mit dem gesamtwirtschaftlichen Angebot wachsen zu lassen und damit Preisstabilität zu gewährleisten. Gestützt auf solche Überlegungen hat die Nationalbank für den Zeitraum 1995–1999 einen Wachstumspfad für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge festgelegt, der ein jährliches Wachstum dieses Aggregats von durchschnittlich 1% pro Jahr vorsieht.

Das potentielle BIP ist nicht direkt beobachtbar und muss deshalb geschätzt werden. Die Nationalbank stützte sich bisher vor allem auf eine im Jahre 1987 publizierte Studie von Büttler, Ettlin und Ruoss («Empirische Schätzung des Wachstums der potentiellen Produktion in der Schweiz», Geld, Währung und Konjunktur, S. 61–71), deren Hauptszenario ein geschätztes Wachstum des potentiellen BIP von knapp 2% ergab. Änderungen bei den Inputfaktoren und der Produktionstechnologie führen indessen dazu, dass das Wachstum des Produktionspotentials regelmässig neu geschätzt werden muss. Der Hauptzweck dieser Studie besteht darin, neue Resultate zur Entwicklung des schweizerischen Potentialwachstums vorzulegen.

Die Studie ist in grossen Zügen gleich aufgebaut wie jene von 1987. Zuerst wird die Entwicklung der potentiellen Produktion anhand der Trendentwicklung des realen BIP dargestellt. Dann schätzen wir eine gesamtwirtschaftliche Produktionsfunktion mit einem multivariaten Kointegrationsansatz. Diese Methode, die sich für die Modellierung langfristiger Zusammenhänge besonders eignet, hat seit Ende der achtziger Jahre breite Verwendung gefunden. Im Anschluss an die multivariate Analyse schätzen wir die Produktionsfunktion mit einem Einzelgleichungsmodell und knüpfen damit an die Untersuchung von Büttler et al. (1987) an. Für die Simulation der potentiellen Produktion verwenden wir die mit der Kointegrationsanalyse ermittelte Produktionsfunktion.

* Ressort Volkswirtschaftliche Studien, Schweizerische Nationalbank

Die Schätzung erfolgt mit Quartalsdaten. Solche Daten sind für das BIP und für die Berechnung der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital ab 1967 verfügbar. Die Schätzperiode beginnt allerdings erst im dritten Quartal 1975. Dadurch verkürzen wir zwar den Beobachtungszeitraum, können dafür aber die mit dem Trendbruch von 1974/75 verbundenen Schätzprobleme umgehen. Im Unterschied zur vorliegenden Studie schätzten Büttler et al. (1987) die Produktionsfunktion mit Jahresdaten über den Zeitraum von 1948 bis 1984. Mangels einer genügenden Anzahl Beobachtungen konnten sie auf die Beobachtungen vor dem Trendbruch von 1974/75 damals nicht verzichten.

Die verschiedenen Methoden, die wir zur Ermittlung der Produktionsfunktion einsetzen, führen im grossen ganzen zu ähnlichen Ergebnissen. Die ex-post Simulation der geschätzten Produktionsfunktion deutet darauf hin, dass das potentielle BIP der Schweiz zwischen 1990 und 1995 jährlich um 1,7% zunahm. Es wuchs damit etwas langsamer als in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. Hingegen liegt sein Wachstum deutlich über jenem des effektiven BIP. Daraus ergibt sich eine Produktionslücke von gegenwärtig rund 4%.

Für die nächsten fünf Jahre rechnen wir mit einem Wachstum des potentiellen BIP von wiederum 1,7% pro Jahr. Dieses Ergebnis, das wir für das wahrscheinlichste halten, ergibt sich aus einer ex-ante Simulation der geschätzten Produktionsfunktion, welche von der Annahme ausgeht, dass die Produktionsfaktoren ungefähr im gleichen Rhythmus zunehmen werden wie in der ersten Hälfte der neunziger Jahre. Wir haben ausserdem zwei Alternativszenarien simuliert. Im einen Fall wird angenommen, dass die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in den nächsten Jahren leicht zurückgeht, wie dies in einem der Bevölkerungsszenarien des Bundesamtes für Statistik aus dem Jahre 1992 unterstellt wird. Daraus resultiert ein Wachstum des potentiellen BIP von 1,4% pro Jahr. Im anderen Fall unterstellen wir, dass das Wachstum des Kapitaleinsatzes in den nächsten fünf Jahren gleich stark sein wird wie in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. Daraus ergibt sich ein Wachstum des potentiellen BIP von 2,2% pro Jahr.

1. Trendverfahren

Trendverfahren zur Schätzung des Produktionspotentials basieren auf der Überlegung, dass sich das effektive BIP längerfristig nicht immer weiter vom potentiellen BIP entfernen kann. Aufgrund der Trendentwicklung des realen BIP lässt sich deshalb auf die Entwicklung des nicht beobachtbaren Produktionspotentials schliessen.

Grafik 1 zeigt den Verlauf des vierteljährlichen realen BIP und dessen Trendentwicklung von 1967–1995. Es werden drei Trends unterschieden: ein log-linearer, ein flexibler (Hodrick-Prescott) und ein spitzenbasierter Trend. Die Werte auf der y-Achse sind logarithmiert, so dass eine konstante Steigung eine konstante Wachstumsrate ausdrückt. Auffallend ist zunächst, dass das reale BIP seit der Rezession von 1974/75 deutlich schwächer wächst als zuvor. Dieser Trendbruch ist in den meisten westlichen Industrieländern zu beobachten. Zeitlich fällt er ungefähr mit dem ersten Erdölschock vom Herbst 1974 zusammen. Seine Ursachen sind indessen komplexer und bilden, ohne dass eindeutige Gründe isoliert werden konnten, den Gegenstand zahlreicher Untersuchungen.¹

Die erste der drei Teilgrafiken zeigt das vierteljährliche reale BIP zusammen mit zwei log-linearen Trendlinien. Die Unterteilung in zwei Subperioden drängt sich aufgrund des Trendbruchs auf. Das jährliche Trendwachstum des BIP betrug 4,6% zwischen 1967–1974 und 1,7% zwischen 1975–1995. Es war in der zweiten Periode damit weniger als halb so hoch wie in der ersten.

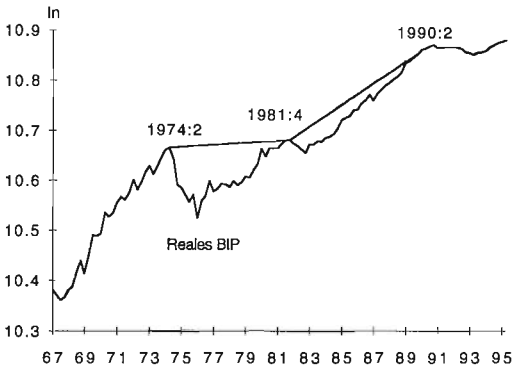
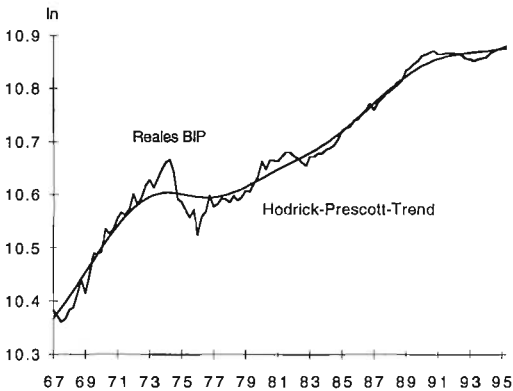
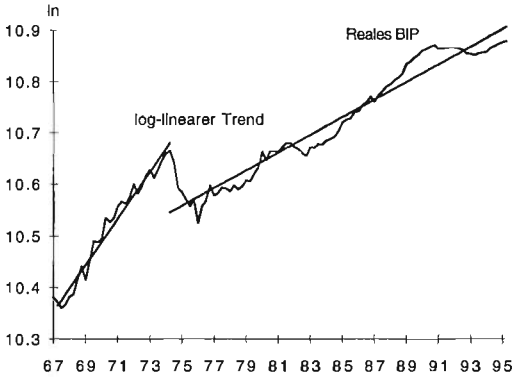
Die zweite Teilgrafik bildet das vierteljährliche reale BIP zusammen mit einem flexiblen Trend, der mit dem Hodrick-Prescott-Filter (1980) berechnet wurde, ab.² Der Parameter λ , der die Glätte des Trends bestimmt, kann unterschiedliche Werte annehmen. In unserem Fall wurde er

¹ Vgl. z.B. Romer (1987) und IMF (1990).

² Der Hodrick-Prescott-Filter minimiert einen gewichteten Durchschnitt zwischen dem effektiven Output und dem Trendoutput sowie der Veränderungsrate des Trendoutputs. Je kleiner λ gewählt wird, desto enger folgt die Trendlinie dem effektiven Output. Mit $\lambda \rightarrow \infty$ konvergiert der Hodrick-Prescott-Trend gegen den log-linearen Trend.

auf 1600, den für Quartalsdaten üblicherweise verwendeten Wert, gesetzt. Der flexible Trend lässt zu, dass das Potentialwachstum sich mittelfristig ändern kann. Das jährliche Potential-

Grafik 1: Reales BIP und Trendentwicklung



In: natürlicher Logarithmus

wachstum betrug von 1975–1995 demnach durchschnittlich 1,4%. Nach der starken Verlangsamung in den Jahren unmittelbar nach dem Einbruch von 1974/75 zieht das Trendwachstum ab 1984 wieder an, bevor es in der Stagnationsphase der neunziger Jahre erneut abflacht. Die Abflachung des Trends in den neunziger Jahren dürfte allerdings überzeichnet sein. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der symmetrisch konstruierte Filter am aktuellen Rand die Einflüsse der jüngsten Entwicklung übermäßig gewichtet.

Die dritte Teilgrafik zeigt den spitzenbasierten Trend (trend-through-peak) des realen BIP. Das Verfahren gründet auf der Vorstellung, dass die Produktionsfaktoren in den Jahren, welche konjunkturelle Höhepunkte darstellen, maximal und damit gleich stark ausgelastet sind. In diesem Fall entspricht das Wachstum des realen BIP zwischen zwei konjunkturellen Höhepunkten dem Zuwachs des Produktionspotentials. Die zwei abgebildeten Trendlinien verbinden drei konjunkturelle Höhepunkte (2. Quartal 1974, 4. Quartal 1981 und 2. Quartal 1990). Die erste Trendlinie entspricht einem Potentialwachstum von 0,5%. Dieses schwache Wachstum ergibt sich daraus, dass das spitzenbasierte Trendverfahren Strukturbrüchen, wie jenem von 1974/75 nicht Rechnung trägt. Da die durch den Erdölshock und die Strukturkrise verursachte Vernichtung von Kapital sowie die Rückwanderung ausländischer Arbeitskräfte unberücksichtigt bleiben, wird das Produktionspotential im Ausgangspunkt zu hoch und dessen Wachstum von 1974 bis 1981 zu tief eingeschätzt. Von 1981 bis 1990 erhöht sich das Trendwachstum auf 2,1%. Diesmal dürfte das Potentialwachstum etwas überschätzt werden, da die Kapazitätsauslastung in der Industrie Ende 1990 höher lag als 1981. Ein Nachteil des spitzenbasierten Trends ist, dass er erst in größeren zeitlichen Abständen, d.h. bei Vorliegen eines neuen konjunkturellen Höhepunkts, festgelegt werden kann. In der Studie von 1987 wurde das Jahr 1986 als vorläufig letzter konjunktureller Höhepunkt angenommen.³ Rückblickend zeigt sich, dass der konjunkturelle Höhepunkt erst

³ Dabei wurde darauf aufmerksam gemacht, dass das Trendwachstum unterschätzt wird, da die Arbeitslosenquote 1986 deutlich höher liegt als 1981, vgl. Büttler et al. (1987), S. 62

1990 erreicht wurde und das Trendwachstum um einen halben Prozentpunkt höher lag.

2. Gesamtwirtschaftliche Produktionsfunktion

Die drei Trendverfahren bestehen durch ihre Einfachheit, haben aber den Nachteil, dass sie nichts über die Bestimmungsgründe des Potentialwachstums aussagen. Diese Informationen lassen sich durch die Schätzung einer gesamtwirtschaftlichen Produktionsfunktion gewinnen. Eine Produktionsfunktion $Y=f(K, L, T)$ gibt den langfristigen produktionstechnischen Zusammenhang zwischen der Produktion (Y), den Produktionsfaktoren Kapital (K) und Arbeit (L) und dem Stand der Technologie (T) wieder. Der funktionale Zusammenhang kann verschiedene Formen annehmen. In Anlehnung an die Untersuchung von Büttler et al. (1987) wählen wir eine Cobb-Douglas-Produktionsfunktion. Sie lässt sich als

$$y = a + \gamma \cdot T + \theta_k \cdot k + \theta_l \cdot l \quad (1)$$

schreiben, wobei alle kleinen (lateinischen) Buchstaben logarithmierte Grössen ausdrücken.

Die Variable y bezeichnet das vierteljährliche reale BIP. Die Variable k misst den mit dem Auslastungsgrad gewichteten Kapitalbestand, der sich aus dem Bestand an Ausrüstungsgütern und Bauten zusammensetzt. Im Unterschied zu Büttler et al. (1987) klammern wir den Wohnungsbau aus, da er nicht unmittelbar produktiven Zwecken dient (dementsprechend ist das BIP um die Mietausgaben bereinigt). Als Mass für den Auslastungsgrad verwenden wir die von der KOF/ETH erhobene technische Kapazitätsauslastung in der Industrie. Die Variable l bezeichnet die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden. Sie entspricht der Zahl der Erwerbstätigen multipliziert mit der durchschnittlich geleisteten Anzahl Stunden. Eine detaillierte Beschreibung der Variablen kann dem Anhang entnommen werden.

Die Koeffizienten θ_k und θ_l sind die partiellen Produktionselastizitäten der Faktoren Kapital und

Arbeit. Der Parameter a und die Zeitvariable T können als Niveau bzw. Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität interpretiert werden. Sie fangen alle Einflussgrössen auf, welche die Effizienz des Produktionsprozesses beeinflussen. Dazu gehören der Stand der Technologie bzw. der technische Fortschritt und Faktoren wie der Ausbau der staatlichen Infrastruktur, organisatorische Verbesserungen oder der steigende Ausbildungsstand der Bevölkerung.

Während die Vorzeichen der Parameter in Gleichung (1) gemäss der ökonomischen Theorie eindeutig bestimmt sind (θ_k, θ_l und $\gamma \geq 0$), bestehen bezüglich der Grössenordnung und insbesondere der Summe der Produktionselastizitäten keine klaren Vorstellungen. Im Gegensatz zur Untersuchung von Büttler et al. (1987) unterstellen wir keine konstanten Skalenerträge. Gleich wie Coe und Moghadam (1993) restringieren wir die Summe der Produktionselastizitäten weder auf 1, noch setzen wir sie den relativen Einkommensanteilen gleich. Die Annahme konstanter Skalenerträge wird insbesondere von der neuen Wachstumstheorie in Frage gestellt.

Die in Gleichung (1) dargestellte gesamtwirtschaftliche Produktionsfunktion widerspiegelt die Vorstellung, dass die langfristige Entwicklung der Produktion mit jener des Kapital- und Arbeits-einsatzes (sowie des technischen Fortschritts) in einer engen Beziehung steht. Wir werden zeigen, dass die in die Produktionsfunktion eingehenden Variablen y , k und l integriert vom Grade 1, d.h. $I(1)$ sind. Wir postulieren dann, dass das stochastische Trendverhalten dieser drei $I(1)$ -Variablen nicht linear unabhängig ist. In diesem Fall existiert eine Linearkombination der $I(1)$ -Variablen, welche einen stationären Prozess generiert. Diese spezielle Linearkombination wird als kointegrierender Vektor bezeichnet, der den gesuchten langfristigen Zusammenhang in der Produktionsfunktion widerspiegelt.⁴

Falls genau eine lineare Langfristbeziehung zwischen kointegrierten $I(1)$ -Variablen vorliegt, kann diese als Einzelgleichung mit dem traditionellen OLS-Verfahren effizient geschätzt werden. Falls mehr als eine lineare Langfristbeziehung vorliegt, ist eine OLS-Schätzung ineffizient, da sie die weiteren Langfristbeziehungen ignoriert. Ausser-

⁴ Das Konzept der Kointegration wurde von Granger (1981) definiert und von Engle und Granger (1987) erstmals umfassend abgehandelt.

dem gilt, dass ein Einzelgleichungsansatz gegenüber einem multivariaten Schätzansatz ineffizient ist, wenn die Variablen Kapital und Arbeit bezüglich der gesamtwirtschaftlichen Produktion nicht schwach exogen sind.⁵ Um diesen Effizienzverlust zu vermeiden und die Möglichkeit von zwei unabhängigen Kointegrationsbeziehungen überprüfen zu können, folgen wir der von Johansen (1988) popularisierten multivariaten Kointegrationsmethode, bei der alle stochastischen Modellvariablen endogenisiert werden. Dasselbe Schätzverfahren wurde auch von Coe und Moghadam (1993) für die Analyse des potentiellen Wachstums in Frankreich benutzt.

Der für die Schätzung der langfristigen Kointegrationsbeziehungen verwendete Ansatz von Johansen geht von einem VAR-Modell aus, das durch Reparametrisierung in die folgende Fehlerkorrektur-Darstellung überführt werden kann:

$$\begin{aligned}
 \Delta y_t &= \sum_{i=1}^{p-1} v_{yi} \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \kappa_{yi} \Delta k_{t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \omega_{yi} \Delta l_{t-i} \\
 &+ \sum_{i=1}^j \alpha_{yi} z_{it-p} + \mu_y + e_{yt}, \\
 \Delta k_t &= \sum_{i=1}^{p-1} v_{ki} \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \kappa_{ki} \Delta k_{t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \omega_{ki} \Delta l_{t-i} \\
 &+ \sum_{i=1}^j \alpha_{ki} z_{it-p} + \mu_k + e_{kt}, \\
 \Delta l_t &= \sum_{i=1}^{p-1} v_{li} \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \kappa_{li} \Delta k_{t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \omega_{li} \Delta l_{t-i} \\
 &+ \sum_{i=1}^j \alpha_{li} z_{it-p} + \mu_l + e_{lt},
 \end{aligned} \tag{2}$$

wobei

$$z_{it-p} = y_{t-p} + \beta_{ik} k_{t-p} + \beta_{il} l_{t-p} + \beta_{iT} T_{t-p}$$

mit

$$j = 1, 2. \tag{3}$$

Dabei bezeichnet Δ den Differenzenoperator; μ_y , μ_k und μ_l stellen Konstanten dar, während e_{yt} , e_{kt} und e_{lt} vektoriell zeitunabhängige normalverteilte Störterme sind. Die Variable z_{it-p} kann als Abweichung von der langfristigen Gleichgewichtsbeziehung, welche in Gleichung (3) wiedergegeben ist, interpretiert werden. Die Parameter β_k , β_l und β_T sind die in der Langfristbeziehung geschätzten (bezüglich y normierten) Kointegrationsparameter. In einem funktionierenden Markt werden bei $z_{it-p} \neq 0$ Anpassungskräfte wirksam, die zur lang-

fristigen Gleichgewichtsbeziehung zurückführen. Diese schlagen sich in den Veränderungen der Variablen y , k und l nieder. Je grösser die Absolutbeträge der Fehlerkorrektur-Parameter α_y , α_k und α_e sind, desto rascher erfolgt die Anpassung an das langfristige Gleichgewicht. In Δy_t , Δk_t und Δl_t werden jedoch neben diesen Gleichgewichts-Fehlerkorrekturen auch stochastische Störungen wirksam. Diese können durch verschiedene Ursachen begründet sein, so dass sich a priori kein Anhaltspunkt für eine konventionelle Modellierung bietet. Im Gleichungssystem (2) wird die kurzfristige Anpassungsdynamik dieser Störungen durch die Schätzung einer Lagstruktur in Differenzenform eingefangen.

Die Schätzung des Gleichungssystems (2) mit der von Johansen vorgeschlagenen multivariaten Maximum-Likelihood-Methode setzt voraus, dass die Variablen y , k und l durch $I(1)$ -Prozesse generiert sind und die Anzahl der Verzögerten (p) im VAR-Modell so festgelegt ist, dass die Verteilungsannahmen der Störterme erfüllt sind. Wir prüfen zunächst, ob die Variablen $I(1)$ sind. Dabei folgen wir der Teststrategie von Phillips und Perron (siehe Perron, 1988). Die Testergebnisse zeigen, dass sowohl das reale BIP, y , wie auch der Kapitaleinsatz, k , einen stochastischen Trend mit Drift aufweisen. Für die Arbeitsstunden, l , deuten die Resultate darauf hin, dass sie durch einen stochastischen Trend ohne Drift generiert sind. Die Laglänge p wird mit verschiedenen Missspezifikationstests untersucht. Aufgrund der Ergebnisse fixieren wir sie auf $p = 3$.⁶

Im Rahmen des Johansen-Schätzverfahrens (siehe Johansen, 1988, oder Johansen und Juselius, 1990) werden zwei verschiedene Likelihood-Verhältnistests (λ_{\max} - und λ_{trace} - Statistik) angeboten, mit denen die Anzahl j linear unabhängiger Kointegrationsbeziehungen geschätzt werden

⁵ Die verschiedenen Klassen statistischer Exogenität werden von Engle, Hendry und Richard (1983) ausführlich diskutiert.

⁶ Das unrestringierte VAR-Modell für die Variablen y , k und l lässt sich bei $p = 3$ mit der Oberhypothese zeitunabhängiger, normalverteilter Störterme vereinbaren. Die Unabhängigkeitsannahme wurde mit der Ljung-Box-Statistik, welche unter der Nullhypothese von Autokorrelation absieht, getestet. Die Verteilungseigenschaften wurden anhand der geschätzten Parameter für Skewness und Kurtosis sowie der Jaque-Bera-Statistik geprüft.

kann. Da wir primär an den langfristigen Produktionszusammenhängen, d. h. an der Schätzung der β -Parameter interessiert sind, vernachlässigen wir die Schätzung der kurzfristigen Dynamik und wenden uns direkt diesen Tests zu.⁷ Da wir den technischen Fortschritt wie in Gleichung (1) bzw. in der Langfristbeziehung (3) durch einen linearen Trend approximieren, berücksichtigen wir im Kointegrationsraum neben einer Konstanten zusätzlich einen linearen Trend. Tabelle 1 zeigt die Testwerte sowohl der $\hat{\lambda}_{\max}$ – als auch der $\hat{\lambda}_{\text{tracc}}$ – Statistik zusammen mit ihren kritischen Werten.

Tabelle 1:
Bestimmung der Anzahl Kointegrationsbeziehungen

H_0	$\hat{\lambda}_{\max}$	$\lambda_{\max}(0.90)$	$\hat{\lambda}_{\text{tracc}}$	$\lambda_{\text{tracc}}(0.90)$
$r \leq 0$	29.89	16.13	45.22	39.08
$r \leq 1$	12.27	12.39	15.33	22.95
$r \leq 2$	3.05	10.56	3.05	10.56

Die Nullhypothese, dass keine Kointegrationsbeziehung vorliegt ($j=0$), wird von beiden Tests verworfen. Testet man unter der Nullhypothese dagegen die Existenz einer einzigen Kointegrationsbeziehung ($j \leq 1$) gegen die Alternativhypothese $j=2$, wird sie von keinem der beiden Tests verworfen. Sowohl $\hat{\lambda}_{\max} = 12,27$ als auch $\hat{\lambda}_{\text{tracc}} = 15,33$ sind kleiner als ihre kritischen Werte auf dem 90%-Signifikanzniveau. Aufgrund der Testergebnisse schliessen wir, dass zwischen den Variablen y, k und l eine einzige Kointegrationsbeziehung besteht. Die geschätzten Parameter dieses Kointegrationsvektors sind normiert bezüglich y in Tabelle 2 aufgeführt. Sie entsprechen den Parametern der gesuchten langfristigen Gleichgewichtsbeziehung (3). Ebenfalls in Tabelle 2 sind die geschätzten Fehlerkorrektur-Parameter α_y, α_k und α_l aufgeführt. Ihre Absolutbeträge beschreiben die Anpassungsgeschwindigkeit an die langfristige Gleichgewichtsbeziehung.

⁷ Die Kointegrationsschätzungen wurden mit der in RATS 420 implementierten Applikation CATS in RATS durchgeführt (siehe Hansen und Juselius, 1994)

⁸ Sie liegt allerdings um rund zehn Prozentpunkte tiefer, wenn die Geschäftseinkommen der Selbständigerwerbenden zu den Arbeitnehmereinkommen gezählt werden.

Tabelle 2:
Kointegrationsvektor normiert bezüglich y
Fehlerkorrektur-Parameter

H_0	β_x	α_x	t-Werte von α
$x = y$	1	-0.416	-3.50
$x = k$	-0.423	0.471	2.33
$x = l$	-0.671	0.079	0.96
$x = T$	-0.000524	-	-

Die geschätzten β -Parameter haben alle das erwartete Vorzeichen. Die geschätzte langfristige Produktionselastizität des Faktors Arbeit entspricht mit 0,67 ungefähr dem in der Nationalen Buchhaltung ausgewiesenen Anteil der Arbeitnehmereinkommen am Volkseinkommen (0,68 für 1975–1994).⁸ Dagegen übersteigt die Produktionselastizität des Kapitals mit 0,42 den residualen Anteil von 0,32 deutlich. Die Summe beider Elastizitäten beträgt 1,09; konstante Skalenerträge würden einer Summe von 1 entsprechen. Coe und Moghadam (1993), deren Untersuchung für Frankreich sich über den Zeitraum 1971–1991 erstreckt, weisen ähnliche Resultate aus. Die Summe der Produktionselastizitäten von Kapital und Arbeit liegt dort gar bei 1,24, wobei sich die Produktionselastizität des Kapitals auf 0,5 beläuft. Die auf konstante Skalenerträge restringierte Schätzung von Büttler et al. (1987) hatte Produktionselastizitäten von 0,71 für den Arbeits- bzw. 0,29 für den Kapitaleinsatz ergeben. Schliesslich beträgt das durchschnittliche Trendwachstum der Gesamtfaktorproduktivität auf Jahresbasis hochgerechnet 0,23%. Es liegt damit weniger als halb so hoch wie in der Schätzung von Büttler et al. (1987), was darauf hindeutet, dass ein Teil des technischen Fortschritts durch die in unserer Schätzung höhere Produktionselastizität des Kapitals aufgefangen wird.

Aus Tabelle 2 geht ausserdem hervor, dass der Fehlerkorrektur-Parameter α_e nicht signifikant ist. Das bedeutet, dass der Faktor Arbeit in der langfristigen Gleichgewichtsbeziehung schwach exogen ist. Obwohl dies der Fall ist, schätzen wir im folgenden die Cobb-Douglas-Produktionsfunktion von Gleichung (1) als Einzelgleichung und vergleichen die Ergebnisse mit jenen von Büttler et al. (1987) und unseren Resultaten aus der multivariaten Kointegrationsanalyse. Die Schätzperi-

ode umfasst den Zeitraum vom dritten Quartal 1975 bis zum zweiten Quartal 1995. In Gleichung (1') werden die Koeffizienten θ_k und θ_l unrestringiert geschätzt. Da uns ausserdem interessiert, ob die bei Büttler et al. (1987) implizit unterstellte Annahme konstanter Skalenerträge im Einzelgleichungsansatz gestützt wird, restringieren wir die Summe der beiden Parameter θ_k und θ_l in Gleichung (1'') auf 1. Die Ergebnisse für beide Varianten sind in Tabelle 3 zusammengestellt.

Tabelle 3:
Schätzergebnisse für die Cobb-Douglas-Produktionsfunktion

Restriktion	(1') keine	(1'') $\theta_l = (1 - \theta_k)$
α	-1.895 (0.745)	-2.524 (0.360)
γ	0.00146 (0.00022)	0.00139 (0.00026)
θ_k	0.307 (0.037)	0.307 (0.037)
θ_l	0.649 (0.063)	0.693
Periode	75:03-95:02	75:03-95:02

Werte in Klammern sind die Standardfehler der Schätzung

In Gleichung (1') beträgt die Produktionselastizität des Faktors Arbeit θ_l 0,65. Sie ist damit etwas kleiner als in der multivariaten Kointegrationsanalyse. Dagegen liegt θ_k , die Produktionselastizität des Kapitals, deutlich tiefer. Das Trendwachstum der Gesamtfaktorproduktivität γ fällt mit 0,59% (auf Jahresbasis hochgerechnet) mehr als doppelt so hoch aus wie bei der multivariaten Kointegrationsanalyse.

Bei der restringierten Schätzung (1'') liegt die Produktionselastizität des Faktors Arbeit mit 0,69% etwas über derjenigen aus dem Kointegrationsmodell, während die Gesamtfaktorproduktivität auch in diesem Fall mehr als das Doppelte beträgt. Die Kapitalproduktivität entspricht mit 0,31 dem Wert der unrestringierten Schätzung. Ein zusätzlich durchgeführter Likelihood-Verhältnistest zeigt, dass die Hypothese konstanter Skalener-

träge im unrestringierten Modell nicht abgelehnt werden kann. Da, wie erwähnt, die Voraussetzung schwacher Exogenität nicht für beide Variablen erfüllt ist, erachten wir die Schätzergebnisse der multivariaten Kointegrationsanalyse als zuverlässiger und verwenden für die Simulation des Produktionspotentials im nächsten Kapitel diesen langfristigen Funktionszusammenhang.

3. Die potentielle Produktion

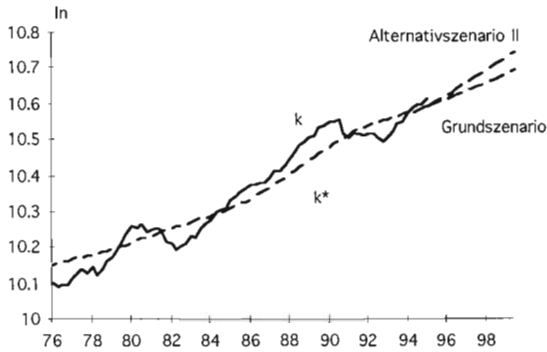
Die potentielle Produktion erhält man durch Simulation der geschätzten langfristigen Produktionsfunktion mit jenen Faktoreinsatzmengen, die sich längerfristig ohne Preisdruck aufrechterhalten lassen. Die Bestimmung dieser – im folgenden als Potentialarbeitseinsatz (I^*) bzw. Potentialkapitaleinsatz (k^*) bezeichneten – Variablen ist ein zentraler Punkt des vorliegenden Potentialoutput-Schätzverfahrens. Sie soll daher zunächst näher erläutert werden. Anschliessend werden die Simulationsergebnisse für die Zeitperiode von 1976 bis 1995 präsentiert.

Potentialkapitaleinsatz

Eine Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage führt im allgemeinen kurzfristig zu einer höheren Auslastung der technischen Kapazitäten. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass im Bereich ansteigender Grenzkosten produziert wird und damit Preissteigerungen ausgelöst werden. Gesucht wird deshalb jener Auslastungsgrad, der sich längerfristig aufrechterhalten lässt, ohne die vorhandenen Kapazitäten überdurchschnittlich stark zu beanspruchen.

Für die Berechnung des Potentialkapitaleinsatzes wählen wir einen einfachen Ansatz. Wir nehmen an, dass der im Zeitraum 1976–1995 erreichte durchschnittliche Auslastungsgrad von 83,6% der normalen Kapazitätsauslastung entspricht, die mit einer stabilen Inflationsrate vereinbar ist. Wir multiplizieren deshalb den Kapitalbestand mit diesem Wert. Grafik 2 zeigt im oberen Teil den resultierenden potentiellen Kapitalbestand (k^*) zusammen mit dem effektiven Kapitaleinsatz (k). Die Entwicklung der Kapazitätsauslastung in der Industrie ist im unteren Teil von Grafik 2 abgebildet.

Grafik 2: Effektiver und potentieller Kapitaleinsatz



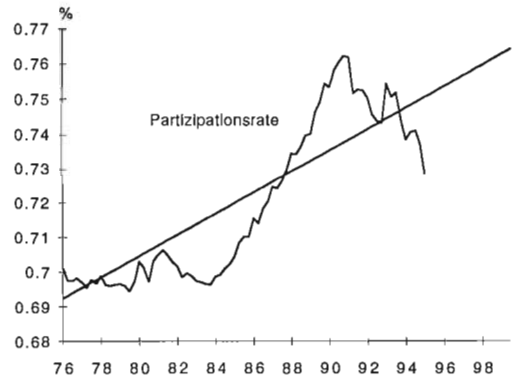
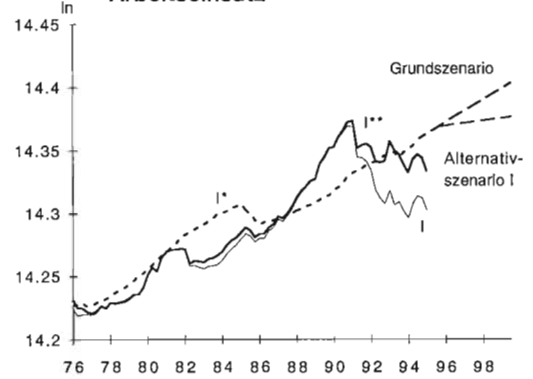
In: natürlicher Logarithmus

Es fällt auf, dass sich das Wachstum des potentiellen Kapitaleinsatzes in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre deutlich beschleunigt und sich in den neunziger Jahren wieder etwas abflacht. Von 1985–1990 steigt der Potentialkapitaleinsatz um 3,5% pro Jahr, in den folgenden fünf Jahren noch um 2,2%. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie schwankt von 1976–1995 zwischen 78% und 90%.

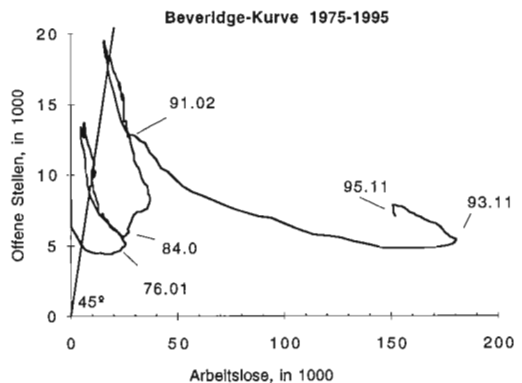
Potentialarbeitseinsatz

Mit zunehmender gesamtwirtschaftlicher Nachfrage erhöht sich auch der Bedarf an Arbeitskräften. Die Arbeitslosigkeit sinkt, während die Partizipationsrate steigt. Mit wachsender Anspannung des Arbeitsmarktes nehmen die Lohnkosten und damit auch die Preissteigerungen tendenziell zu. Gesucht wird deshalb auch hier jener Auslastungsgrad, der mit konstanter Teuerung vereinbar ist. In der Schweiz sind die Schwankungen der Partizipationsrate besonders ausgeprägt. Als

Grafik 3: Effektiver und potentieller Arbeitseinsatz



In: natürlicher Logarithmus



In: natürlicher Logarithmus

stungsgrad, der mit konstanter Teuerung vereinbar ist. In der Schweiz sind die Schwankungen der Partizipationsrate besonders ausgeprägt. Als

Hauptgründe gelten das flexible Angebotsverhalten der Frauen und das Saisonierstatut. Zur Bestimmung des Potentialarbeitseinsatzes wählen wir deshalb ein zweistufiges Verfahren. In einem ersten Schritt bereinigen wir die effektiv geleisteten Arbeitsstunden um jene Fluktuationen, welche durch konjunkturell bedingte Schwankungen der offiziellen Arbeitslosenquote verursacht werden. Die konjunkturelle Komponente der Arbeitslosigkeit entspricht dem Saldo aus offizieller und struktureller Arbeitslosenquote, wobei wir die strukturelle Arbeitslosigkeit mit Hilfe einer Beveridge-Kurve bestimmen.

Grafik 3 zeigt die um die konjunkturelle Arbeitslosigkeit bereinigten Arbeitsstunden (l^{**}). Sie weisen erwartungsgemäss immer noch ein starkes zyklisches Muster auf. Um die gesamten konjunkturell bedingten Schwankungen aus den Arbeitsstunden herauszufiltern, wird l^{**} in einem zweiten Schritt zusätzlich um die zyklische Komponente der Partizipationsrate korrigiert. Diese entspricht der Differenz zwischen der effektiven Partizipationsrate und deren linearem Trend und ist in der mittleren Grafik dargestellt. Der resultierende Potentialarbeitseinsatz l^* verläuft glatter als die nur um die konjunkturelle Arbeitslosigkeit bereinigten Arbeitsstunden l^{**} .

Der geschätzte potentielle Arbeitseinsatz übertrifft in den Rezessionen von 1982–1983 und 1991–1993 die effektiven Arbeitsstunden deutlich. Umgekehrt liegt er Ende der achtziger Jahre infolge des Arbeitskräftemangels unter den effektiven Arbeitsstunden. Aus Grafik 3 ist zudem ersichtlich, dass der Unterschied zwischen l^{**} und l^* in den neunziger Jahren geringer wird. Veränderungen der Arbeitsnachfrage schlagen sich vermehrt in der offiziellen Arbeitslosenquote nieder.

Die zur Schätzung der strukturellen Arbeitslosenquote herangezogene Beveridge-Kurve ist in der dritten Teilgrafik abgebildet. Sie zeigt die Beziehung zwischen der Anzahl Arbeitsloser und der (gleichzeitigen) Anzahl offener Stellen.⁹ Ist die Zahl der offenen Stellen gleich hoch wie jene der Arbeitslosen, so herrscht gemäss diesem Konzept Vollbeschäftigung, und die immer noch bestehende Arbeitslosigkeit wird auf strukturelle Faktoren zurückgeführt. Die Grafik deutet darauf

hin, dass die Beveridge-Kurve sich zwischen 1975 und 1992 nach rechts verschoben hat. Unter der Annahme, dass die strukturelle Arbeitslosigkeit an der Schnittstelle mit der 45-Grad-Linie abgelesen werden kann, erhalten wir einen Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit. Die jüngste Entwicklung lässt vermuten, dass sich die strukturelle Arbeitslosigkeit nochmals erhöht hat. Da wir uns zur Zeit indessen nicht auf der 45-Grad-Linie befinden, muss die strukturelle Arbeitslosenquote aufgrund des Zusammenhangs zwischen offenen Stellen und Arbeitslosen empirisch geschätzt werden. Unsere Ergebnisse deuten darauf hin, dass die strukturelle Arbeitslosigkeit Ende 1995 knapp 1,3% betrug, nachdem sie von 1977–1984 bei knapp 0,3% gelegen hatte. Dieser Wert liegt etwas unter dem Wert von 1,5%, den De Masi und Henry (1996) aufgrund eines geschätzten Lohn-Preis-Gleichungssystems erhielten.

Simulation der potentiellen Produktion

Für die Simulation des Potentialoutputs y^* wird die im Rahmen der Kointegrationsanalyse geschätzte langfristige Produktionsfunktion (3) herangezogen.¹⁰

$$y_t^* = 0.67 \cdot l_t^* + 0.42 \cdot k_t^* + 0.00056 \cdot T - 3.34. \quad (4)$$

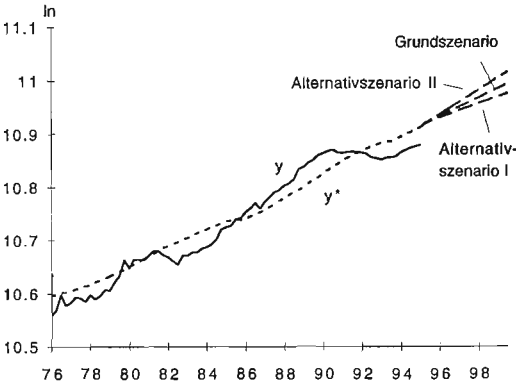
Durch Einsetzen der potentiellen Kapital- und Arbeitseinsätze in Gleichung (4) und Addition der zuvor weggelassenen Mietausgaben erhalten wir Schätzwerte für die Entwicklung der potentiellen Produktion. Sie ist in Grafik 4 zusammen mit dem effektiven BIP dargestellt.

Das potentielle BIP nahm vom dritten Quartal 1976 bis zum zweiten Quartal 1995 um durchschnittlich 1,7% pro Jahr zu. Dabei lassen sich vier Phasen unterschiedlichen Wachstums unter-

⁹ Die offenen Stellen wurden aufgrund des Manpower-Stellenindex berechnet (Basis: Zahl der registrierten offenen Stellen im April 1988). Dieser misst die Fläche der Stelleninserate. Er wurde den offiziell ausgewiesenen Stellen vorgezogen, weil es Anzeichen gibt, dass diese die effektive Nachfrage nach Arbeitskräften bei hoher Arbeitslosigkeit unterschätzen.

¹⁰ Die Konstante (-3,34) normiert den durchschnittlichen Gleichgewichtsfehler auf Null.

Grafik 4: Effektives und potentielles BIP



In: natürlicher Logarithmus

scheiden, die in Tabelle 4 zusammen mit den jeweiligen Beiträgen des potentiellen Kapital- bzw. Arbeitseinsatzes aufgeführt sind. Die Wachstumsbeiträge berechnen sich als Produkt aus den geschätzten Produktionselastizitäten mit den durchschnittlichen Wachstumsraten der potentiellen Faktoreinsätze. Die letzte Spalte weist das Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität bzw. die technische Fortschrittsrate aus, die wir in der empirischen Schätzung als linearen Trend modelliert hatten.

Auffallend ist, dass das Potentialwachstum im Durchschnitt über den gesamten Zeitraum am stärksten durch den Kapitaleinsatz (59%) und nur zu 29% bzw. 12% durch den Arbeitseinsatz und die Gesamtfaktorproduktivität bestimmt wurde. Die Dominanz des Kapitals ist teilweise darauf zurückzuführen, dass dessen Produktionselastizität bei der multivariaten Schätzmethode, die

Tabelle 4 zugrunde liegt, vergleichsweise hoch ausfiel. Selbst wenn wir jedoch die in Gleichung (1'') erhaltenen Werte für die Produktionselastizitäten (0,31 bzw. 0,69) und die Gesamtfaktorproduktivität (0,6%) einsetzen würden, änderte dies das Bild nicht grundlegend. In diesem Fall wäre das Potentialwachstum im Durchschnitt des Zeitraums 1976–1995 zu 42% durch den Kapitaleinsatz und zu rund 30% durch den Faktor Arbeit und die Gesamtfaktorproduktivität bestimmt.

Das Potentialwachstum bewegte sich von 1976–1995 in einer Bandbreite von 1,3–2,0%. Die höchste Wachstumsrate wird in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre ausgewiesen, während die tiefste ungefähr mit der Rezession in den frühen achtziger Jahren zusammenfällt. Da der Potentialoutput keine konjunkturell bedingten Schwankungen mehr enthalten sollte, dürften diesen Wachstumsschwankungen angebotsseitige Ursachen zugrunde liegen. Als möglicher Grund kommen die massiven Fluktuationen des Erdölpreises in Frage. Nachdem der Preis für Erdöl im Jahre 1979 massiv gestiegen war, sank er bis Anfang 1986 erneut auf einen Tiefstand. Der Zerfall des Erdölpreises dürfte das Wachstum in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre stimuliert haben.

Die zweite Hälfte der achtziger Jahre entspricht ungefähr dem Prognosehorizont von Büttler et al. (1987). Damals rechneten die Autoren im mittleren, als wahrscheinlichstes bezeichneten Szenario damit, dass die potentielle Produktion um 1,7–1,8% pro Jahr zunehmen würde. Im nachhinein zeigt sich, dass insbesondere der potentielle Kapitalbestand mit 3,5% deutlich stärker wuchs als in der ersten Hälfte der achtziger Jahre, die in Büttler et al. (1987) für die Extrapolation heran-

Tabelle 4: Wachstum des potentiellen BIP¹ und seine Zusammensetzung¹

Periode	Potentiellles BIP	Potentieller Kapitalbestand	Potentielle Arbeitsstunden	Gesamtfaktorproduktivität
1976:3 – 1995:2	1.7%	2.3% x 0.42 = 1.0%	0.7% x 0.67 = 0.5%	0.2%
1976:3 – 1982:4	1.5%	1.7% x 0.42 = 0.7%	0.9% x 0.67 = 0.6%	0.2%
1982:4 – 1985:4	1.3%	2.0% x 0.42 = 0.8%	0.4% x 0.67 = 0.3%	0.2%
1985:4 – 1990:4	2.0%	3.5% x 0.42 = 1.5%	0.4% x 0.67 = 0.3%	0.2%
1990:4 – 1995:2	1.7%	2.2% x 0.42 = 0.9%	0.9% x 0.67 = 0.6%	0.2%

¹ durchschnittliche Wachstumsraten, auf Jahresbasis hochgerechnet

gezogen wurde, so dass das Potentialwachstum etwas höher ausfiel als prognostiziert.

4. Prognosen des potentiellen BIP

Die Nationalbank muss für die Bestimmung des mittelfristigen Geldmengenziels Erwartungen über das künftige Potentialwachstum bilden. Da sich die Entwicklung der potentiellen Produktionsfaktoren sowie der Gesamtfaktorproduktivität in der Regel nur langsam ändert, lassen sich aus dem Verlauf der potentiellen Produktion in der unmittelbaren Vergangenheit einigermaßen zuverlässige Rückschlüsse über das künftige Wachstum ziehen.

Wie aus Tabelle 5 hervorgeht, ergeben die eingangs diskutierten Trendverfahren auf den ersten Blick divergierende Ergebnisse. Wird der durchschnittliche Anstieg des Hodrick-Prescott-Trends in den Jahren 1991–1995 extrapoliert, erhält man ein Potentialwachstum von lediglich 0,4%. Da der Filter am Rand instabil ist, messen wir diesem Wert jedoch keine Bedeutung bei. Wächst das potentielle BIP in den nächsten fünf Jahren gemäss dem log-linearen oder dem spitzenbasierten Trend, so sind Wachstumsraten des potentiellen BIP von 1,7% bzw. 2,1% zu erwarten. Wie in Kapitel 1 angedeutet, überschätzt der spitzenbasierte Trend das Potentialwachstum, da der Kapazitätsauslastungsgrad der Industrie im Jahre 1990 höher lag als 1981. Der Unterschied beträgt knapp 6% oder 0,6% verteilt über die neun Jahre. Bei einer geschätzten Produktionselastizität des Kapitals von 0,42 wird damit das jährliche Potentialwachstum des BIP um rund 0,3 Prozentpunkte zu hoch ausgewiesen. Korrigiert um den unterschiedlichen Auslastungsgrad, liegt das spitzenbasierte Potentialwachstum mit 1,8% nur wenig höher als das log-lineare Trendwachstum.

Mit Hilfe einer gesamtwirtschaftlichen Produktionsfunktion lassen sich zusätzliche Überlegungen über die mutmassliche Entwicklung der potentiellen Produktionsfaktoren einbringen. Wie aus Tabelle 4 ersichtlich ist, nimmt die mittels Simulation berechnete potentielle Produktion von 1991–1995 um durchschnittlich 1,7% pro Jahr zu. Das Wachstum beruht dabei auf einem jährlichen Zuwachs des potentiellen Kapital- und Arbeits-

Tabelle 5:
Wachstumsprognosen des potentiellen Bruttoinlandprodukts für 1996–2000¹:

Trendverfahren	
Lineare Trendextrapolation	1.8%
Hodrick-Prescott-Trendextrapolation	0.4%
Spitzenbasierte Trendextrapolation	2.1%
Produktionsfunktion	
Grundszenario	1.7%
Alternativszenario I	1.4%
Alternativszenario II	2.2%

¹ durchschnittliche Wachstumsrate

einsatzes um 0,9% bzw. 2,2% sowie einem Anstieg der Gesamtfaktorproduktivität um 0,2%. In unserem Grundszenario nehmen wir an, dass die potentielle Produktion auch in den nächsten fünf Jahren in diesem Rhythmus, d.h. um jährlich 1,7% steigen wird. Dieser Verlauf wird in Grafik 4 als Grundszenario bezeichnet. Die unterstellten Faktorentwicklungen sind in Grafik 2 und 3 dargestellt.

Um die Sensitivität dieser Prognose abzuschätzen, berechnen wir zwei Alternativszenarien, die in Tabelle 5 zusammen mit dem Grundszenario dargestellt sind. Beim ersten Alternativszenario (siehe Grafik 3) erwarten wir, dass die Wohnbevölkerung im Alter von 15–64 Jahren in den nächsten fünf Jahren um 0,2% pro Jahr sinken wird. Dies entspricht dem vom Bundesamt für Statistik im Jahre 1992 erstellten Bevölkerungsszenario «Abgrenzung»¹¹. In diesem Szenario wird die Ein-

¹¹ Vgl. Baur, Schärer und Schweikert (1994), S. 9. Das Bundesamt für Statistik (1992) berechnete mehrere Bevölkerungsszenarien, wobei sich die Szenarien «Integration», «Stabilisierung» und «Abgrenzung» mit den Auswirkungen unterschiedlicher Migrationspolitiken befassten. Das Szenario «Integration» ging davon aus, dass die Schweiz dem EWR beitrifft und damit den Bürgern der EU Freizügigkeit einräumt. In diesem Szenario nimmt die Wohnbevölkerung im erwerbsfähigen Alter bis zum Jahr 2000 um jährlich 0,7% zu. Dies entspricht ungefähr der effektiven Entwicklung von 1990–1995 und deckt sich mit unserem Grundszenario. Das mittlere Szenario «Stabilisierung» bedeutet eine Verlangsamung des Bevölkerungswachstums auf jährlich 0,2%.

wanderung stark begrenzt, so dass die Wohnbevölkerung im erwerbsfähigen Alter infolge der demografischen Alterung leicht zurückgeht. Unter den Annahmen, dass die Partizipationsrate und die Teilzeitarbeit weiter steigen werden und die Anzahl Arbeitstage pro Quartal sowie die Wochenstundenzahl unverändert bleiben, schwächt sich das Wachstum der potentiellen Arbeitsstunden von 0,9% auf 0,3% ab.¹² Dies reduziert das Potentialwachstum des BIP in den Jahren 1996–2000 um 0,3 Prozentpunkte auf knapp 1,4%.

Beim zweiten Alternativszenario (siehe Grafik 2) setzen wir beim Faktor Kapital an, da wir davon ausgehen, dass mittelfristig vom potentiellen Arbeitseinsatz gegenüber dem Grundszenario keine zusätzlichen Impulse ausgehen dürften. Wir nehmen an, dass sich das Wachstum des potentiellen Kapitaleinsatzes von 2,2% auf 3,5% beschleunigen wird und damit wieder den Wert in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre erreicht (vgl. Tabelle 4). Damit steigt das jährliche Wachstum des potentiellen BIP um 0,5 Prozentpunkte auf 2,2% pro Jahr.

Es gilt zu beachten, dass die Entwicklung der potentiellen Produktion nichts darüber aussagt, wie sich das effektive Wachstum des realen BIP in den nächsten fünf Jahren entwickeln wird. Wie Grafik 4 zeigt, befindet sich das BIP gegenwärtig deutlich unter dem potentiellen Pfad. Soll diese Lücke bis zum Jahr 2000 geschlossen werden, so müsste das effektive jährliche Wirtschaftswachstum erheblich höher ausfallen als das geschätzte Wachstum des Potentialoutputs.

5. Zusammenfassung

In dieser Studie legten wir neue Schätzungen für die Entwicklung der potentiellen Produktion und des Potentialwachstums der schweizerischen Wirtschaft vor. Wir schätzten den langfristigen Produktionszusammenhang zuerst mit einem multivariaten Konintegrationsansatz und anschliessend in einem Einzelgleichungsansatz. Die verschiedenen Schätzmethoden führen zwar zu

unterschiedlichen Koeffizienten für die Produktionsfaktoren, doch fallen die Differenzen in einem vertretbaren Mass aus. Für die Simulation der potentiellen Produktion entschieden wir uns für die mit dem multivariaten Ansatz geschätzte Produktionsfunktion.

Das durchschnittliche Potentialwachstum beträgt gemäss unseren neuen empirischen Schätzungen von 1975–1995 durchschnittlich 1,7% pro Jahr. Für die Prognose stützten wir uns auf die Entwicklung in den letzten fünf Jahren, die ebenfalls ein Wachstum von 1,7% ergibt. Wir simulierten ausserdem zwei Alternativszenarien. Das erste geht davon aus, dass die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in den nächsten fünf Jahren leicht sinken wird und damit die potentiellen Arbeitsstunden verlangsamt wachsen werden. In diesem Fall würde das potentielle Wachstum auf 1,4% zurückgehen. Im zweiten Alternativszenario rechnen wir damit, dass der potentielle Kapitaleinsatz wieder den in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre erreichten Wert annimmt. Dadurch würde sich das Potentialwachstum auf 2,2% verstärken. Die zwei simulierten Alternativszenarien sollen zeigen, wie die Resultate auf unterschiedliche Annahmen reagieren. Sie sollen ausserdem andeuten, dass die Entwicklung der potentiellen Produktion nicht exakt bestimmt werden kann. Für die Festlegung des mittelfristigen Geldmenigenwachstums scheint es indessen realistisch zu sein, weiterhin von einem jährlichen Wachstum des potentiellen BIP von knapp 2% auszugehen.

Anhang: Beschreibung der Daten und Quellennachweis

Geleistete Arbeitsstunden (L):

Anzahl Erwerbstätiger multipliziert mit der durchschnittlichen Wochenarbeitszeit und der Anzahl Arbeitswochen abzüglich der durch Kurzarbeit ausgefallenen bzw. durch Überzeitstunden zusätzlich geleisteten Arbeitsstunden.

Erwerbstätige: Alle Personen, die während mindestens sechs Stunden pro Woche einer produktiven Arbeit nachgehen, erhoben nach dem Inlandskonzept, d.h. inkl. Saisoniers und Grenzgänger.

¹² Die Trendpartizipationsrate stieg von 1991–1995 um durchschnittlich 0,4% und die Teilzeitarbeit um 4,3% pro Jahr.

1975–1984: Erwerbstätigenreihe der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF/ETH).

1985–1995: Jährliche Zahl der Erwerbstätigen, Bundesamt für Statistik (BfS), revidierte Reihen, Juni 1995; quartalisiert mit dem Beschäftigungsindex (BfS).

Für die Unterteilung der Erwerbstätigen in Voll- und Teilzeiterwerbstätige lineare Interpolation des prozentualen Anteils der Teilzeitbeschäftigung anhand der Stützwerte für 1975 und 1985 (10,9%, bzw. 15,1%, Statistisches Jahrbuch 1991, S. 83) sowie für 1980 und 1990 (14,1% bzw. 18,9%, Eidgenössische Volkszählung 1990, BfS); für die Jahre 1991–1995 Fortschreibung anhand der in der vierteljährlichen Erwerbstätigenstatistik des BfS ausgewiesenen Anteile.

Durchschnittliche wöchentliche Arbeitszeit und Anzahl Arbeitswochen pro Jahr:

1975–1985: Lineare Interpolation der Stützwerte für 1975, 1980 und 1985, vgl. Andrist (1989), S. 161.

1986–1995: Betriebsübliche wöchentliche Wochenarbeitszeit, Die Volkswirtschaft, Tabelle B3.1, BfS.

Ausgefallene Arbeitsstunden durch Kurzarbeit: Die Volkswirtschaft, Tabelle B2.15, BfS.

Überstunden: Geleistete Überstunden in Prozent der Normalarbeitszeit, KOF/ETH.

Arbeitslosenquote:

Registrierte Arbeitslose in Prozent der Erwerbspersonen (Arbeitslose plus Erwerbstätige), Die Volkswirtschaft, Tabelle B2.6, Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit (BIGA).

Partizipationsrate:

Erwerbspersonen in Prozent der Wohnbevölkerung im Alter von 15 bis 64 Jahren, auf Vollzeit-

erwerbstätige umgerechnet. Wohnbevölkerung im erwerbsfähigen Alter gemäss Konjunkturforschung Basel (BAK).

Kapitalbestand (K):

Kapitalbestand multipliziert mit dem Kapazitätsauslastungsgrad.

Kapazitätsauslastung: Kapazitätsauslastungsgrad in der Industrie gemäss Erhebungen der Konjunkturforschungsstelle an der ETH (KOF).

Kapitalbestand:

1948–1966: Kumulierte Werte der jährlichen Ausrüstungs- und Bauinvestitionen (ohne Wohnbauinvestitionen) unter Berücksichtigung einer jährlichen Abschreibungsrate von 20% bzw. 4%. Als Startwert für das Jahr 1948 wurden für die Ausrüstungsinvestitionen 29 900 Mio. Franken und für die Bauten 98 000 Mio. Franken (zu Preisen von 1980) eingesetzt, vgl. Goldsmith (1981), S. 180. Aufteilung in Ausrüstungs- und Bauinvestitionen gemäss Büttler et. al. (1987), S. 71.

1967–1995: kumulierte Werte der vierteljährlichen Ausrüstungs- und Bauinvestitionen. Als Startwert für das vierte Quartal 1966 wurden für die Ausrüstungsinvestitionen 42 506 Mio. Franken und für die Bauten 181 883 Mio. Franken (zu Preisen von 1980) eingesetzt.

Wohnungsbauinvestitionen: Verknüpfte Reihe. 1948–1979: Jährliche Bauerhebungen des Bundesamtes für Statistik. Ab 1979: Nationale Buchhaltung, BfS.

Reales Bruttoinlandprodukt (Y):

Bruttoinlandprodukt zu Preisen von 1980 (Quelle: Vierteljährliche Nationale Buchhaltung, Bundesamt für Konjunkturfragen) abzüglich der Mietausgaben. Mietausgaben: Nationale Buchhaltung, BfS.

Literatur

- Andrist, Felix. 1989. Entwicklung der Arbeitsproduktivitäten der Schweiz 1975–1988. *Geld, Währung und Konjunktur*, S. 155–182.
- Baur, Rita, Stephan Schärer und Bernd Schweikert. 1994. Auswirkungen des Alterns auf den Arbeitsmarkt in der Schweiz, Strukturbericht-erstattung. Studienreihe des Bundesamtes für Konjunkturfüragen.
- Bundesamt für Statistik. 1992. Szenarien zur Bevölkerungsentwicklung der Schweiz 1991–2040.
- Büttler, Hans-Jürg, Franz Ettlín und Eveline Ruoss. 1987. Empirische Schätzung des Wachstums der potentiellen Produktion in der Schweiz. *Geld, Währung und Konjunktur*, S. 61–71.
- Coe, David T., und Reza Moghadam. 1993. Capital and Trade as Engines of Growth in France. IMF Staff Paper 40, S. 542–566.
- De Masi, Paula, und S.G.B. Henry. 1996. Aspects of the Swiss Labor Market. IMF-Working Paper, 96/3.
- Engle, Robert B., und Clive W.J. Granger. 1987. Co-integration and Error Correction: Representation Estimation and Testing. *Econometrica* 55, S. 251–276.
- Engle, Robert B., David F. Hendry und Jean-François Richard. 1983. Exogeneity. *Econometrica* 51, S. 277–304.
- Goldsmith, Raymond. 1981. A Tentative Secular National Balance Sheet for Switzerland. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, S. 175–187.
- Granger, Clive W. J. 1981. Some Properties of Time Series Data and their Use in Econometric Model Specification. *Journal of Econometrics* 16, S. 121–130.
- Hansen, Henrik, und Katarina Juselius. 1994. Manual to Cointegration Analysis of Time Series, CATS in RATS. Institute of Economics, University of Copenhagen, vervielfältigt.
- Hodrick, Robert J., und Edward C. Prescott. 1980. Post-War U.S. Business Cycles, An Empirical Investigation. Working Paper, University of Minnesota and Northwestern University.
- International Monetary Fund. 1990. Measuring Potential Output. Working Paper.
- Johansen, Soren. 1988. Statistical Analysis of Cointegration Vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control* 12, S. 231–254.
- Johansen, Soren, und Katarina Juselius. 1990. Maximum Likelihood Estimation and Interference on Cointegration – with Applications to the Demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 52, S. 169–210.
- Perron, Pierre. 1988. Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series. *Journal of Economic Dynamics and Control* 12, S. 297–332.
- Romer, Paul M. 1987. Crazy Explanation for the Productivity Slowdown. NBER Macroeconomics Annual, S. 163–210.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

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

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

