

**Geld, Währung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No 1  
März/mars 1997**



## 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/>	
Yvan Lengwiler: Der «Monetary Conditions Index» für die Schweiz	61
<hr/>	
Schweizerfranken-Anleihen im Jahre 1996	73
Emissions d'emprunts en francs suisses en 1996	81
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	89
Chronique monétaire	89

---



# Übersicht

---

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 9–33)**

Die Konjunkturerholung im OECD-Raum setzte sich im vierten Quartal 1996 fort. In den Vereinigten Staaten beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum. Die britische Wirtschaft expandierte, gestützt durch die starke Binnennachfrage, weiterhin kräftig. Dagegen gingen die konjunkturellen Impulse in Kontinentaleuropa und in Japan vorerst vorwiegend von den Exporten aus, während die Binnennachfrage gedämpft blieb. Angesichts des verhaltenen Wachstums lockerten die Zentralbanken Frankreichs und Italiens die Geldpolitik weiter. In den Vereinigten Staaten, in Japan und in Deutschland blieben die Leitzinsen unverändert. Die britischen Währungsbehörden erhöhten den Leitzins Ende Oktober leicht.

In der Schweiz lag das reale Bruttoinlandprodukt auch im vierten Quartal unter dem Vorjahresstand. Die Binnennachfrage bildete sich deutlich zurück. Ins Gewicht fielen der anhaltende Rückgang der Bauinvestitionen und der starke Lagerabbau. Dagegen wuchsen die Exporte von Gütern und Dienstleistungen gegenüber dem Vorjahr leicht. Die Lage am Arbeitsmarkt verschlechterte sich deutlich. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich im Vergleich zum Vorjahr um über einen Prozentpunkt. Die Teuerung, gemessen an den Konsumentenpreisen, zog infolge der Abschwächung des Schweizer Frankens leicht an. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge wuchs im vierten Quartal kräftig, so dass sich der Abstand zum mittelfristigen Zielpfad vergrösserte. Sowohl die Giro Guthaben als auch der Notenumlauf nahmen stärker als erwartet zu. Die Geldmarktsätze bildeten sich weiter zurück. Der steigende Zinsvorteil von DM- und Dollaranlagen trug zu einer deut-

lichen Tieferbewertung des Schweizer Frankens bei.

## **Ein «Monetary Conditions Index» für die Schweiz (S. 61–72)**

Der Monetary Conditions Index (MCI) – eine Kombination von Zinssatz und Wechselkurs – wird in Kanada seit mehreren Jahren als kurzfristige Orientierungsgrösse der Geldpolitik verwendet und findet inzwischen auch bei anderen Zentralbanken eine gewisse Beachtung. In diesem Aufsatz wird ein MCI für die Schweiz entwickelt und dessen Eignung als Orientierungsgrösse der Geldpolitik mit jener der Geldaggregate verglichen. Wir gelangen zum Schluss, dass der MCI als geldpolitischer Indikator weniger gut geeignet ist als die Geldmengen.

## **Schweizerfranken-Anleihen im Jahre 1996 (S. 73–79)**

Seit dem 1. Februar 1995 sind die Banken gemäss Artikel 7 des Bankengesetzes verpflichtet die Emission von Anleihen in Schweizer Franken der Schweizerischen Nationalbank zu melden. Im Jahre 1996 fiel das Bruttovolumen der Neuemissionen von Schweizerfranken-Anleihen um 9% auf 57.6 Mrd. Franken. Vier Fünftel dieses Betrages entfielen auf traditionelle Obligationen (Straights). Die Kapitalaufnahme ging im In- und Auslandbereich zurück. Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass sich der Schweizer Franken im Laufe des Jahres 1996 deutlich abschwächte. Im Gegensatz zur Entwicklung in der Schweiz beschleunigte sich die Kapitalaufnahme an den internationalen Finanzmärkten stark. Damit erreichte der Marktanteil des Schweizer Frankens im Jahre 1996 historisch den tiefsten Wert.

# Sommaire

---

## **Situation économique et monétaire (p. 35–60)**

Au quatrième trimestre de 1996, la reprise de la conjoncture a continué dans la zone de l'OCDE. Aux Etats-Unis, la croissance s'est accélérée. L'économie britannique, stimulée par la vigueur de la demande intérieure, est restée en expansion. Par contre, les impulsions dont la conjoncture a bénéficié en Europe continentale et au Japon ne sont venues jusqu'ici que des exportations, la demande intérieure étant toujours faible. Compte tenu de la croissance économique peu soutenue, la Banque de France et la Banque d'Italie ont assoupli davantage leur politique monétaire. Les taux directeurs ont été maintenus inchangés aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne. Les autorités monétaires britanniques ont quant à elles légèrement relevé leur taux directeur à fin octobre.

En comparaison annuelle, le produit intérieur brut de la Suisse a une nouvelle fois diminué au quatrième trimestre. La demande intérieure, en particulier les investissements en constructions, a continué à fléchir. En revanche, les exportations de biens et de services ont légèrement progressé par rapport à la période correspondante de 1995. La situation s'est nettement détériorée sur le marché du travail. En un an, le taux de chômage a augmenté de plus d'un point. Le renchérissement, mesuré à l'indice des prix à la consommation, s'est quelque peu accéléré du fait de l'affaiblissement du franc suisse. Au quatrième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée s'est sensiblement accrue, restant ainsi au-dessus du sentier de croissance à moyen terme. Tant les avoirs en comptes de virements que les billets en circulation ont augmenté plus fortement que prévu. Les rémunérations servies sur le marché monétaire ont marqué un nouveau repli. Les écarts accrus en faveur des placements en marks allemands et en dollars ont contribué à la pour-

suite du net mouvement de baisse du franc sur les marchés des changes.

## **Un «Monetary Conditions Index» pour la Suisse (p. 61–72)**

Le «Monetary Conditions Index» (MCI) est un indice composé de taux d'intérêt et de cours de change. Le Canada emploie cet indice depuis plusieurs années en tant qu'indicateur à court de terme de sa politique monétaire; d'autres banques centrales commencent d'ailleurs à s'y intéresser également. L'article porte sur le développement d'un MCI pour la Suisse. Il examine ensuite l'opportunité d'utiliser cet indice comme grandeur de référence de la politique monétaire et le compare avec les agrégats monétaires. Finalement, il ressort que les agrégats monétaires sont de meilleurs indicateurs de la politique monétaire que le MCI.

## **Emissions d'emprunts en francs suisses en 1996 (p. 81–87)**

Depuis le 1<sup>er</sup> février 1995, les banques sont tenues, sur la base de l'article 7 de la loi sur les banques, d'annoncer à la Banque nationale les émissions d'emprunts en francs suisses. Les nouvelles émissions d'emprunts en francs suisses ont atteint 57,6 milliards de francs en 1996 en chiffres bruts, diminuant ainsi de 9% par rapport à 1995. Les quatre cinquièmes du volume des emprunts ont été émis dans le secteur classique à taux fixe (straights). Le volume de l'activité a reculé tant dans le secteur domestique que dans celui des débiteurs étrangers. Cette baisse s'explique partiellement par le net affaiblissement du franc suisse en 1996. Au contraire de l'évolution en Suisse, la collecte globale de fonds sur les marchés internationaux des émissions a fortement augmenté en 1996. Par conséquent, la part du franc suisse à l'activité internationale a atteint en 1996 son niveau historique le plus bas.

## Sommario

---

### **Situazione economica e monetaria (p. 9-60)**

La ripresa congiunturale nei paesi dell'OCSE è proseguita anche nel quarto trimestre del 1996. La crescita economica degli Stati Uniti si è accelerata e la forte espansione dell'economia britannica è continuata con il sostegno di una vigorosa domanda interna. In Europa continentale e in Giappone gli impulsi congiunturali sono provenuti invece in primo luogo dalle esportazioni, mentre la domanda interna è rimasta debole. Vista la crescita moderata, le banche centrali francese e italiana hanno continuato ad allentare la loro politica monetaria. Negli Stati Uniti, in Giappone e in Germania, i tassi ufficiali sono rimasti invariati. Le autorità monetarie della Gran Bretagna hanno leggermente aumentato il tasso di sconto alla fine di ottobre.

In Svizzera, anche nel quarto trimestre del 1996 il prodotto interno lordo è stato inferiore al valore registrato un anno prima. La domanda interna ha subito una contrazione evidente. In particolare, si sono fatte sentire la diminuzione persistente degli investimenti nel settore edilizio e la forte riduzione delle scorte. Le esportazioni di beni e servizi sono invece leggermente aumentate rispetto all'anno precedente. La situazione sul mercato del lavoro si è nettamente deteriorata. Il tasso di disoccupazione è salito di un punto percentuale in confronto all'anno precedente. Con l'indebolirsi del franco svizzero, il rincaro dei prezzi al consumo si è lievemente accelerato. L'espansione considerevole della base monetaria stagionalizzata durante il quarto trimestre ha accresciuto il divario rispetto alla direttrice di crescita. Tanto gli averi in conto giro quanto la circolazione di banconote sono aumentati più del previsto. I tassi sul mercato monetario hanno continuato a calare. Il crescente differenziale d'interesse a favore dei collocamenti

in marchi e dollari ha contribuito ad un chiaro deprezzamento del franco.

### **«Monetary Conditions Index» per la Svizzera (p. 61-72)**

Da diversi anni, l'indice delle condizioni monetarie («monetary conditions index», MCI), una combinazione tra tasso d'interesse e tasso di cambio, funge in Canada da grandezza di riferimento a breve termine della politica monetaria; nel frattempo ha incontrato un certo favore anche presso altre banche centrali. In questo articolo abbiamo elaborato un MCI per la Svizzera e ne abbiamo confrontato l'idoneità quale grandezza di riferimento con quella degli aggregati monetari. Siamo giunti alla conclusione che il MCI si presta meno bene degli aggregati monetari come indicatore per la politica monetaria.

### **Emissioni di prestiti in franchi svizzeri nel 1996 (p. 73-87)**

Dal primo febbraio 1995, le banche hanno l'obbligo, conformemente all'articolo 7 della legge sulle banche, di annunciare alla Banca nazionale le emissioni di prestiti in franchi svizzeri. Nel 1996 le nuove emissioni lorde di prestiti in franchi svizzeri sono diminuite del 9% a 57,6 miliardi di franchi. I quattro quinti di questo volume sono stati emessi nel settore delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso (straights). L'attività è calata sia nel settore domestico che in quello estero. Questa diminuzione è parzialmente da ascrivere al netto indebolimento del franco svizzero nel corso dell'anno. Contrariamente a quanto successo in Svizzera, la raccolta di fondi sui mercati obbligazionari internazionali si è notevolmente accelerata. Di conseguenza, la parte del franco svizzero all'attività internazionale è scesa a un nuovo minimo storico nel 1996.

## Abstracts

---

### **Economic and monetary developments (pp. 9–60)**

Business activity continued to improve in the OECD countries in the fourth quarter of 1996. In the United States, the pace of economic growth accelerated. Supported by strong domestic demand, the British economy exhibited further vigorous expansion. In continental Europe and Japan, by contrast, the economic stimuli emanated predominantly from exports, while domestic demand remained muted. Given lacklustre growth, the central banks of France and Italy again relaxed their monetary policies. In the United States, in Japan and in Germany benchmark rates were left unchanged. The British monetary authorities slightly lifted the benchmark rate at the end of October.

In Switzerland, real gross domestic product again fell short of the previous year's level in the fourth quarter. Domestic demand weakened significantly. Major factors were the steady decline in building investments and the substantial reduction of stocks. By contrast, exports of goods and services expanded slightly compared to a year earlier. The situation on the labour market deteriorated markedly. The unemployment rate rose by more than a percentage point from the previous year's level. Measured by consumer prices, inflation increased slightly owing to the decline of the Swiss franc. The seasonally-adjusted monetary base rose vigorously in the fourth quarter, removing it further from the medium-term target path. Both sight deposits at the SNB as well as bank note circulation expanded to an unexpected

degree. Money market rates continued to fall. The growing interest rate advantage of DM and dollar investments contributed to the marked depreciation of the Swiss franc.

### **A Monetary Conditions Index for Switzerland (pp. 61–72)**

The Monetary Conditions Index (MCI) – a combination of interest rates and exchange rates – has been in use in Canada as a short-term guideline for monetary policy for several years and has, in the meantime, also attracted the attention of other central banks. In this paper, an MCI for Switzerland is developed, and its suitability as a guideline for monetary policy is compared to that of the monetary aggregates. We conclude that the MCI is not as useful as a monetary policy indicator as the monetary aggregates.

### **Swiss franc bonds in 1996 (pp. 73–87)**

Since 1 February 1995, the banks have been obliged, under Article 7 of the Banking Law, to report the issue of Swiss franc bonds to the Swiss National Bank. In 1996, the gross volume of new issues of Swiss franc bonds shrank by 9% to Sfr 57.6 billion. Four-fifths of this amount were accounted for by straights. Borrowing declined both in the Swiss and foreign sectors, partly due to a considerable weakening of the Swiss franc during the year under review. In contrast to developments in Switzerland, borrowing on the international financial markets showed a marked increase. The market share of the Swiss franc in 1996 thus reached a historically low level.



# Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage  
für die Sitzung des Bankrats vom 7. März 1997\*

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

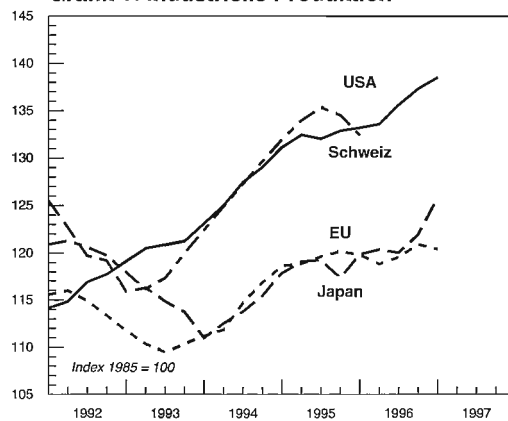
### 1. Ausland

#### Konjunktorentwicklung

Im vierten Quartal 1996 besserte sich die Konjunktur im OECD-Raum. In Deutschland und in Frankreich erhöhten sich das reale Bruttoinlandprodukt und die Industrieproduktion weiter. Nur in Italien hielt die Stagnation an. Die wichtigsten Impulse gingen von den Exporten aus, während die Binnennachfrage, vor allem die Investitionstätigkeit, noch keine klaren Zeichen einer Besserung erkennen liess. Insgesamt wich die Skepsis der Unternehmen in der EU einem vorsichtigen Optimismus. Erst wenig verbesserten sich indessen die Konsumentenstimmung und die Erwartungen der Bauwirtschaft. Eine Ausnahme bildet nach wie vor Grossbritannien, wo die Konjunktur hauptsächlich vom privaten Konsum getragen wird. Ausserhalb Europas entwickelte sich die Wirtschaftslage weiterhin günstig. In den Vereinigten Staaten beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal. Es bewegte sich damit etwas über dem langfristig mit einer tiefen Inflationsrate verträglichen Wert. Die Indikatoren für das erste Quartal 1997 deuten nicht auf eine Verlangsamung des Wachstumstempus hin. In Japan setzte sich die Konjunkturerholung in einem langsamen Rhythmus fort. Gestützt durch den Kursrückgang des Yen, nahmen insbesondere die Exporte stark zu.

Die gute Konjunkturlage in den angelsächsischen Ländern war von einem weiteren Anstieg der Beschäftigung begleitet. Die Arbeitslosenquote blieb in den Vereinigten Staaten tief; in Grossbritannien bildete sie sich erneut zurück. Auf dem europäischen Kontinent bot die Arbeitsmarktlage dagegen ein düsteres Bild. In Deutschland und Frankreich nahm die Arbeitslosenquote weiter zu. Im Durchschnitt der EU betrug sie 10,9%. Auch in

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quellen: OECD, Main Economic Indicators; BfS

Japan führte die konjunkturelle Besserung noch nicht zu einer höheren Beschäftigung.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung blieb im OECD-Raum annähernd unverändert. Im Dezember betrug sie 3,3% (ohne Türkei und neue Mitgliedländer<sup>1</sup>), gegenüber 3,2% im September. Eine leicht höhere Teuerung wiesen die Vereinigten Staaten und Grossbritannien auf. In Deutschland, Frankreich und Italien bildete sie sich dagegen weiter zurück, und in Japan blieb sie unverändert tief.

#### Wirtschaftspolitik

Die Zentralbanken der Vereinigten Staaten, Deutschlands und Japans liessen die Leitzinsen im vierten Quartal unverändert. Die britischen

\* Der Bericht wurde am 13. 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.

<sup>1</sup> Mexiko, Tschechische Republik, Ungarn, Polen, Korea

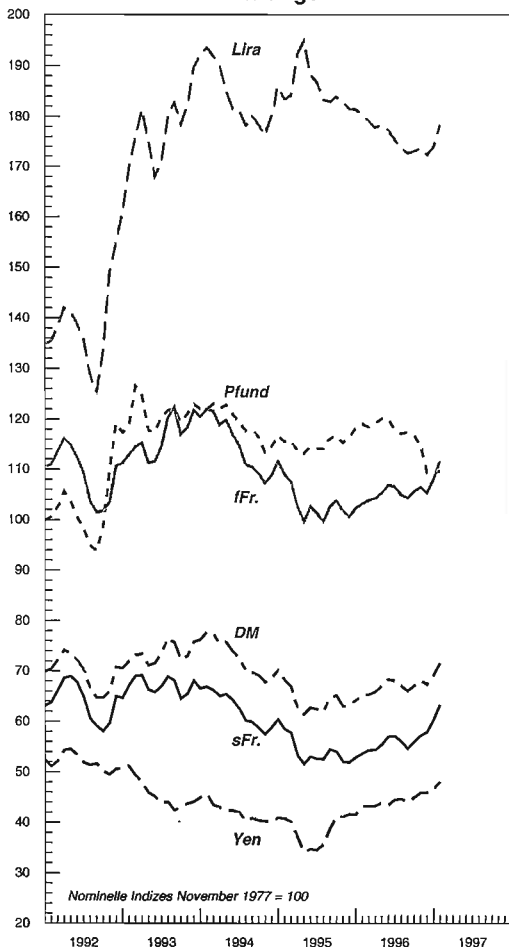
Währungsbehörden erhöhten sie angesichts des starken Wirtschaftswachstums Ende Oktober leicht. In Italien schufen der ausgeprägte Rückgang der Teuerung und die deutliche Erstarkung der Lira Raum für eine Lockerung der Geldpolitik. Im Oktober und Januar senkte die italienische Zentralbank den Diskont- und den Lombardsatz um insgesamt je 1,5 Prozentpunkte. Die französische Zentralbank nahm ihre Leitzinsen ebenfalls leicht zurück.

Die langfristigen Zinssätze bildeten sich im vierten Quartal in den meisten Industrieländern wei-

ter zurück. Besonders stark fielen sie in Italien. Während die langfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten im Januar wieder etwas anzogen, blieben sie in Europa unverändert.

Die bis Mitte 1996 anhaltende Konjunkturabflachung in Kontinentaleuropa hinterliess in den Staatsfinanzen deutliche Spuren. In Deutschland und Italien nahm das Staatsdefizit im Jahre 1996 zu. In Frankreich konnte es zwar gegenüber dem Vorjahr gesenkt werden. Es lag indessen ebenfalls über dem Referenzwert von Maastricht (3% des BIP). Das britische Staatsdefizit bildete sich dagegen im Finanzjahr 1996/97 dank reichlich fließender Staatseinnahmen deutlich zurück. Im Finanzjahr 1997/98 soll es weiter auf 2,5% des Bruttoinlandprodukts und damit unter den Referenzwert von Maastricht gesenkt werden. Auch in Deutschland, Frankreich und Italien sind weitere Konsolidierungsmassnahmen geplant. Die japanische Regierung will die Finanzpolitik im Finanzjahr 1997/98, das im April 1997 beginnt, deutlich straffen. Das Staatsdefizit war in den letzten Jahren teilweise infolge der Konjunkturstützungsprogramme massiv gestiegen. Geplant ist insbesondere eine Erhöhung der Mehrwertsteuer.

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



### Devisenmarkt

Die weiterhin positive Wirtschaftslage in den Vereinigten Staaten und die Zinsvorteile von Dollaranlagen führten im vierten Quartal zu einer markanten Höherbewertung des Dollars gegenüber allen wichtigen Währungen. Von Oktober bis Februar legte er gegenüber der D-Mark und dem japanischen Yen rund 11%, gegenüber dem Schweizer Franken gar 16,5% zu. Sein realer, handelsgewichteter Wechselkurs lag im vierten Quartal um 3,6% höher als vor Jahresfrist.

Durch den Höhenflug des irischen Pfundes vergrösserte sich im vierten Quartal der Abstand zwischen der stärksten und der schwächsten Währung im Wechselkursmechanismus des EWS beträchtlich. Die Spanne zwischen dem französischen Franc als schwächster und dem irischen Pfund als stärkster Währung weitete sich von Oktober 1996 bis Februar 1997 von 2% auf 11% aus. Am 12. Oktober wurde Finnland, am 23. November Italien in den Wechselkursmecha-

nismus des EWS aufgenommen. Italien war im September 1992 aus dem Mechanismus ausgeschlossen.

Die D-Mark schwächte sich im vierten Quartal weiter ab. Gegenüber dem französischen Franc erreichte sie im Dezember und Januar mit 3,37 Franc pro Mark den tiefsten Stand seit 1993. Auch gegenüber der italienischen Lira wertete sie sich leicht ab. Ihr realer, handelsgewichteter Ausenwert lag im vierten Quartal um 4,4% unter seinem Vorjahresstand. Der reale, handelsgewichtete Wechselkurs des Franc lag leicht unter seinem Vorjahresniveau (-1,7%), während derjenige der Lira um 10,9% stieg.

Die britische Währung wertete sich aufgrund der robusten Konjunktur in Grossbritannien gegenüber den meisten Währungen deutlich auf. Mitte Februar wurde sie gegenüber der D-Mark um 13% höher gehandelt als im Oktober und erreichte damit den höchsten Stand seit dem Austritt Grossbritanniens aus dem Wechselkursmechanismus des EWS im September 1992. Der reale, handelsgewichtete Wechselkurs des Pfundes erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 9%.

Die japanische Währung blieb unter Druck. Mit 124 Yen pro Dollar sank der Yen auf den tiefsten Stand seit Anfang 1993. Sein realer, exportgewichteter Wechselkurs lag um 10,6% unter dem Vorjahreswert.

### **Europäische Integration**

Der Europäische Rat einigte sich im Dezember 1996 auf das neue Wechselkurssystem, das nach dem Beginn der Währungsunion in Kraft treten wird. Es wird die Währungen der Mitgliedländer, welche nicht von Anfang an der Währungsunion beitreten, mit dem Euro verbinden. Ob diese Länder alle am System teilnehmen werden, ist noch ungewiss. Die Wechselkursparitäten zum Euro, der in diesem System die Leitwährung sein wird, werden im Einverständnis aller beteiligten Länder und der Europäischen Zentralbank (EZB) festgelegt. Alle Beteiligten haben zudem das Recht, ein vertrauliches Verfahren zur Überprüfung der zentralen Paritäten einzuleiten. Der erlaubte Schwankungsbereich der Wechselkurse um die

Paritäten wird relativ gross sein. Sollte eine Währung den Rand des Wechselkursbandes erreichen, sind im Prinzip alle Beteiligten verpflichtet, automatisch und in unbegrenztem Umfang zugunsten der entsprechenden Währung einzugreifen. Diese Interventionen könnten jedoch abgebrochen werden, wenn sie die Preisstabilität gefährden würden.

Ein Konsens wurde auch in der Frage des Stabilitäts- und Wachstumspakts erreicht. Dieser Pakt soll garantieren, dass die an der Währungsunion beteiligten Staaten auch nach dem Beginn der gemeinsamen Geldpolitik eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik führen. Demnach sollen die Staaten ihr Budgetdefizit dauerhaft unter der Marke von 3% des Bruttoinlandproduktes halten. Überschreitungen dieser Marke sind nur in aussergewöhnlichen Situationen, beispielsweise in einer schweren Rezession, erlaubt. Weist ein Land ein übermässiges Defizit auf, erhält es zuerst die Möglichkeit, dieses innerhalb einer gewissen Frist zu beseitigen. Gelingt dies nicht, muss das Land ein zinsloses Depot hinterlegen. Dieses wird in eine Busse umgewandelt, wenn das übermässige Defizit nach einer bestimmten Zeit immer noch besteht.

Das Europäische Währungsinstitut (EWI) legte einen Bericht über die Geldpolitik in der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion vor, in dem insbesondere die geldpolitische Strategie und die geldpolitischen Instrumente der EZB umschrieben werden. Für die geldpolitische Strategie stehen die beiden Varianten Geldmengenziel und Inflationsziel zur Diskussion. Das EWI hält es für wahrscheinlich, dass die EZB sich für eine Lösung mit Elementen beider Strategien entscheiden wird. Wichtigstes geldpolitisches Instrument werden die Offenmarktgeschäfte sein. Sie bestehen im wesentlichen aus kurzfristigen Pensionsgeschäften im Wochenrhythmus mit einer Laufzeit von zwei Wochen, längerfristigen Pensionsgeschäften im Monatsrhythmus mit einer Laufzeit von drei Monaten sowie Feinsteuermassnahmen. Zudem wird die EZB zwei permanente Fazilitäten bereitstellen: eine Kreditlinie zur Spitzenrefinanzierung sowie eine Fazilität, zu der die Banken Liquiditätsüberschüsse anlegen können. Damit soll eine Ober- bzw. Untergrenze für den Geldmarktsatz festgelegt werden. Die EZB

wird im weiteren befügt sein, bei Bedarf Mindestreserven einzufordern.

### **Internationale Verschuldung und Währungs-zusammenarbeit**

Die Aussenschuld der Länder Mittel- und Osteuropas sowie der Nachfolgestaaten der Sowjetunion und der Entwicklungsländer nahm gemäss Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) im Jahre 1996 weiter zu. Die Schuldenquoten (Aussenverschuldung in Prozent der Exporterlöse) sowie die Schuldendienstquoten (Schuldendienst in Prozent der Exporterlöse) gingen jedoch zurück.

Die Aussenverschuldung Mittel- und Osteuropas und der früheren Sowjetunion stieg um rund 10 Mrd. auf 270 Mrd. Dollar. Die Hälfte der Gesamtschuld entfiel auf die Länder Mittel- und Osteuropas, weitere 47% auf Russland und 3% auf die Länder des Transkaukasus und Zentralasiens. Gegenüber dem Vorjahr bildete sich die Schuldenquote infolge höherer Exporte zurück, während die Schuldendienstquote annähernd stabil blieb.

Die Aussenverschuldung der Entwicklungsländer nahm um knapp 5% auf 1956 Mrd. Dollar zu. Bemerkenswert ist, dass sich die absolute Aussenschuld der afrikanischen Länder stabilisierte, während jene der asiatischen Entwicklungsländer um 10% zunahm. Von der Gesamtschuld entfielen 37% auf die asiatischen Entwicklungsländer, 34% auf Lateinamerika, 15% auf den mittleren Osten und 14% auf Afrika. Die Schuldenquote sank weiter auf 105%. Am stärksten bildete sie sich in den afrikanischen Staaten zurück. Die Schuldendienstquote der Entwicklungsländer verringerte sich auf 14,6% (1995: 15,5%). Rückläufig war sie insbesondere in den lateinamerikanischen Staaten.

Bis Februar gab der IWF die für Oktober und November vorgesehenen Tranchen des Kredits an Russland frei. Beide Tranchen waren zurückbehalten worden, weil die Steuererträge der russischen Regierung ungenügend waren. Ausserdem beschloss der Fonds Mitte Dezember, die letzte Tranche des Kredits an Usbekistan – ein Mitglied-

land der schweizerischen Stimmrechtsgruppe beim IWF – nicht auszubehalten, da das Land Devisenbeschränkungen erlassen und die Inflationsziele verfehlt hatte.

### **2. Schweiz**

In der Schweiz hielten die rezessiven Tendenzen bis zum Jahresende an, und auch im ersten Quartal 1997 zeichnete sich noch keine konjunkturelle Wende ab. Das reale Bruttoinlandprodukt stagnierte im vierten Quartal und lag um 0,6% unter dem Vorjahreswert (3. Quartal: -0,9%). Die Binnennachfrage bildete sich erneut zurück. Insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen verloren an Schwung. Die Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen nahmen infolge der Nachfrage aus den Ländern ausserhalb Europas leicht zu. Die unterschiedliche Entwicklung der Binnen- und Auslandsnachfrage wird von den Umfrageergebnissen der KOF/ETH bestätigt. Während die binnenorientierten Industrieunternehmen ihre Geschäftslage und die Aussichten erneut schlechter beurteilten, verbesserten sich der Geschäftsgang und die Erwartungen der Exportindustrie deutlich.

Die Lage am Arbeitsmarkt verschlechterte sich im vierten Quartal weiter. Die Beschäftigung nahm saisonbereinigt ab, und die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich stark. Im Dezember lag die saisonbereinigte Arbeitslosenquote mit 5,2% um einen Prozentpunkt höher als vor Jahresfrist.

Die Teuerung stieg im vierten Quartal von 0,6% auf 0,8%. Die Erhöhung ist auf die Preise der Waren – insbesondere der importierten Waren – zurückzuführen, die im vierten Quartal 1996 zum ersten Mal seit Mitte 1995 wieder anstiegen. Die Teuerung bei den Dienstleistungen liess dagegen weiter nach.

Im vierten Quartal betrug die Notenbankgeldmenge durchschnittlich 31,8 Mrd. Franken, 5% mehr als vor Jahresfrist. Sie lag um 1,5% über dem mittelfristigen Zielpfad. Die Prognose der Nationalbank wurde damit erneut übertroffen. Beide Komponenten der Notenbankgeldmenge stiegen etwas stärker als erwartet. Die ausgeprägten Umschichtungen der Kassenliquidität der Banken, die im zweiten und dritten Quartal zu

einer markanten Erhöhung der Giro Guthaben geführt hatten, kamen indessen zum Stillstand. Für das erste Quartal 1997 rechnet die Nationalbank mit einem durchschnittlichen Stand der Notenbankgeldmenge von 31,8 Mrd. Franken.

Der Dreimonatssatz des Frankens am Euromarkt zog bis Mitte Dezember auf gut 2% an, nachdem er Ende September auf einen Tiefstand von 1,4% gesunken war. Im Durchschnitt des vierten Quartals lag er etwas tiefer als in der Vorperiode. Bis Ende Januar bildete er sich wieder auf knapp 1,7% zurück. Gemessen an der Durchschnittsrendite der Bundesobligationen blieben die langfristigen Zinssätze von Oktober bis Januar annähernd unverändert bei 3,7%.

Der Franken verlor im vierten Quartal gegenüber allen wichtigen Währungen an Wert. Der reale, exportgewichtete Frankenkurs lag um 8,3% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau.

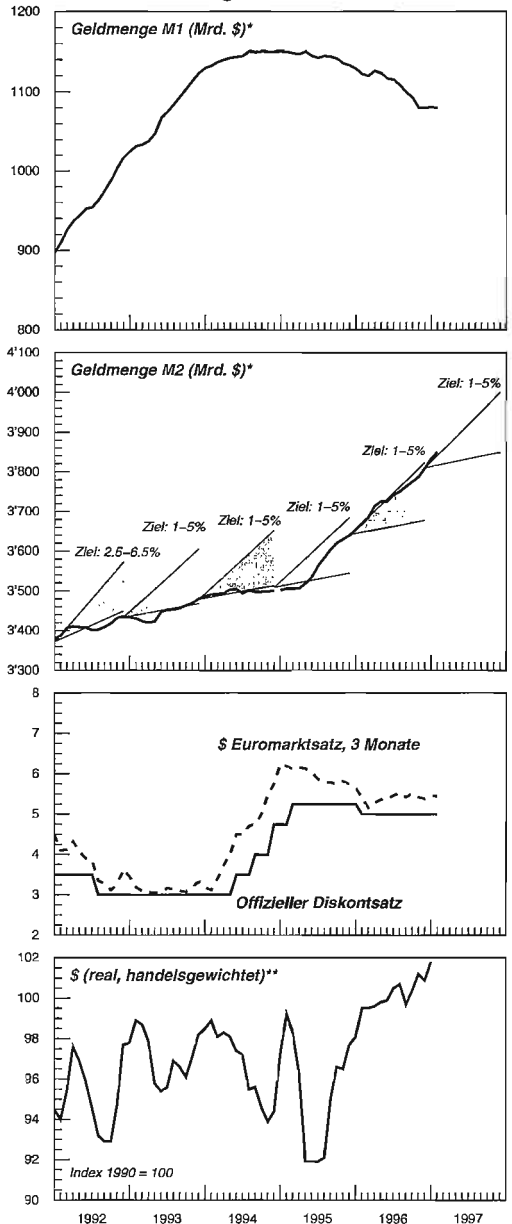
## B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

### Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten verstärkte sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 1996. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber der Vorperiode erneut deutlich und lag um 3,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Im Vergleich zum Vorjahr zogen vor allem die Unternehmensinvestitionen (+9,1%) und die Bauinvestitionen (+4%) stark an; aber auch der private Konsum lag um 2,7% höher als vor Jahresfrist. Die Exporte wuchsen mit 7,6% deutlich, aber etwas langsamer als die Importe (+8,6%).

Die Produktion der verarbeitenden Industrie nahm im vierten Quartal weniger stark zu als in der Vorperiode. Sie übertraf das Vorjahresniveau dennoch deutlich um 4,2%. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie erhöhte sich leicht. Der Beschäftigungszuwachs (ohne Landwirtschaft) war mit durchschnittlich 186 000 Personen pro Monat erneut sehr hoch. Innter Jahresfrist wurden insgesamt rund 2,2 Mio. neue Stellen geschaffen, was einer Zunahme von 2,2% entspricht. Die Arbeitslosenquote betrug im

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

\*\* Quelle: OECD

vierten Quartal 5,3%, gegenüber 5,6% ein Jahr zuvor.

Gemäss den wichtigsten Konjunkturindikatoren dürfte das wirtschaftliche Wachstum im ersten Quartal 1997 stark bleiben und sich über dem geschätzten langfristigen Wachstumspfad bewegen. Der Index der vorlaufenden Indikatoren nahm im vierten Quartal erneut zu. Auch der Konsumentenstimmungsindex, der in der Vorperiode stark gestiegen war, erhöhte sich deutlich.

Die Konsumentenpreise lagen im vierten Quartal um 3,2% über dem Vorjahresstand; sie erhöhten sich deutlich stärker als in der Vorperiode (2,9%). Die höhere Teuerung ist vor allem auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen. Die Kernrate der Teuerung (ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise) blieb mit 2,6% annähernd unverändert. Auf Produzentenstufe verstärkte sich der Preisauftrieb leicht auf 2,9%.

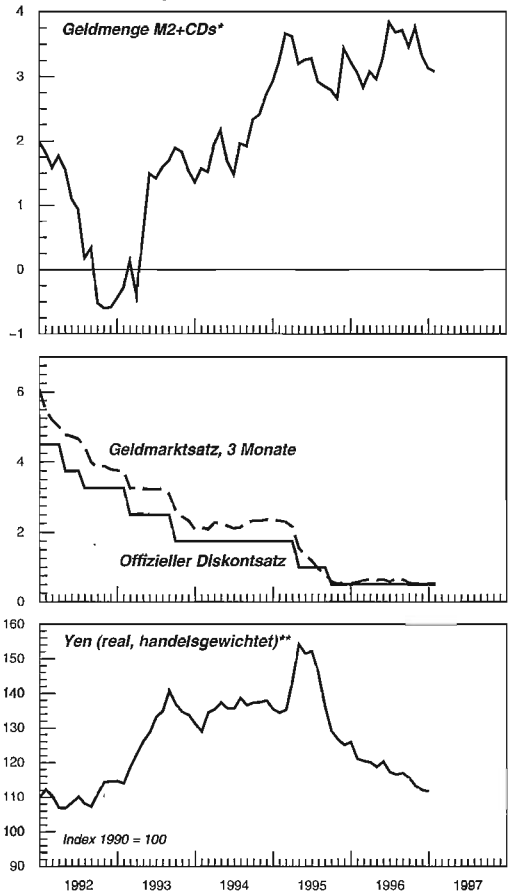
Die amerikanische Zentralbank verzichtete auch im vierten Quartal auf eine Erhöhung der Leitzinsen. Der Diskontsatz und der Satz für Federal Funds liegen seit Januar 1996 bei 5% bzw. 5,25%. Der Dreimonatssatz am Eurodollarmarkt sank leicht auf 5,4%. Deutlich stärker fiel die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Sie verringerte sich durchschnittlich um 0,4 Prozentpunkte auf 6,3%. Im Februar lag sie allerdings wieder etwas höher bei 6,4%.

Der seit Ende 1994 beobachtbare Rückgang der Geldmenge  $M_1$  hielt auch im vierten Quartal an. Dagegen wuchsen die breiten Geldaggregate  $M_2$  und  $M_3$  mit hochgerechnet 4,9% und 8% stärker als in der Vorperiode. Die jährliche Zuwachsrate von  $M_2$  lag mit 4,6% im oberen Bereich des Zielkorridors von 1–5%, diejenige von  $M_3$  mit 6,4% knapp über dem Zielkorridor von 2–6%.

## Japan

In Japan nahm das reale Bruttoinlandprodukt im dritten Quartal 1996 geringfügig zu. Gegenüber dem Vorjahr wuchs es um 3,2%, verglichen mit 3,4% im Vorquartal. Das Wachstum stützte sich vor allem auf die Investitionen, die gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 9,9% wuchsen. Die private Bautätigkeit, die im ersten Halbjahr aufgrund staatlicher Förderungsmaßnahmen kräftig zugenommen hatte, war zwar

Grafik 4: Japan



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

\*\* Quelle: OECD

rückläufig, sie lag aber immer noch um mehr als 20% über ihrem Vorjahresstand. Der private Konsum wuchs im Vorjahresvergleich dagegen nur leicht.

Im vierten Quartal setzte sich die leichte Konjunkturerholung fort. Die Impulse stammten dank der deutlichen Abschwächung des Yen wiederum aus dem Ausland. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stieg mit 3,1% erheblich stärker als in der Vorperiode, und die Unternehmer beurteilten die Produktionsaussichten in der Umfrage von November etwas weniger pessimistisch als drei Monate zuvor. Auch die Binnennachfrage belebte

sich. Die Detailhandelsumsätze zogen leicht an, und die Automobilverkäufe nahmen weiterhin kräftig zu.

Die Konsumentenpreise blieben annähernd stabil. Im vierten Quartal belief sich die Jahreststeuerung auf 0,5%, verglichen mit 0,2% in der Vorperiode. Bei den Produktionspreisen flachte sich der Rückgang auf 0,6% ab.

Am Arbeitsmarkt besserte sich die Lage geringfügig. Die Beschäftigung lag um 0,9% über dem Stand des Vorjahres; die Arbeitslosenquote betrug jedoch unverändert 3,3%. Das Verhältnis zwischen angebotenen Stellen und Stellen-suchenden stieg von 0,71 auf 0,74.

Die Ausfuhren erholten sich im Jahre 1996 infolge der Tieferbewertung des Yen deutlich. Sie stiegen um 7,7%, gegenüber 2,6% im Vorjahr. Mit 20,4% (1995: 12,3%) wuchsen indessen die Einfuhren weit stärker. Darin widerspiegelt sich die zunehmende Verlagerung arbeitsintensiver Produktionsprozesse in andere asiatische Länder. Der Überschuss der Handelsbilanz sank 1996 gegenüber dem Vorjahr um einen Drittel; er betrug rund 1,3% des Bruttoinlandprodukts.

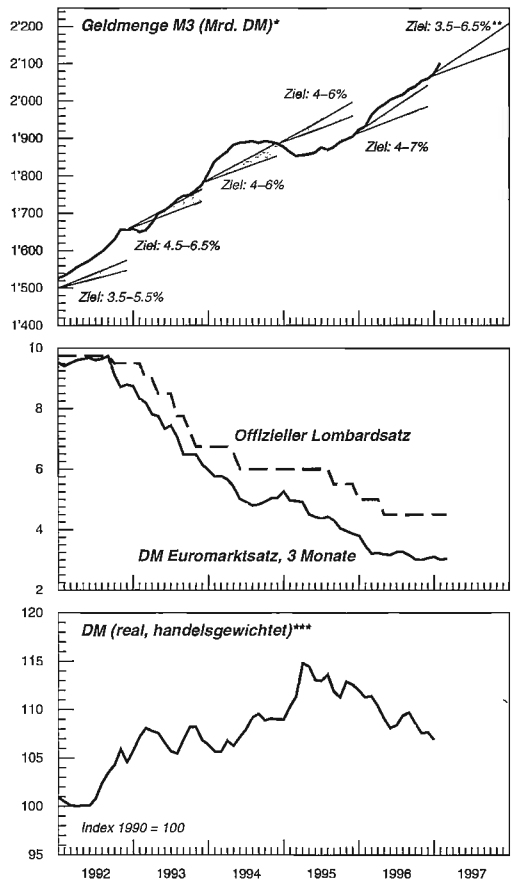
Die japanischen Währungsbehörden liessen ihre Geldpolitik im vierten Quartal unverändert. Der Diskontsatz betrug weiterhin 0,5%. Während der Dreimonatssatz des Yen am Euromarkt nur leicht von 0,4% auf 0,3% sank, bildete sich die Rendite langfristiger Staatsanleihen um 0,4 Prozentpunkte auf 2,7% zurück. Die Geldmenge  $M_2+CD$ , der geldpolitische Indikator, übertraf das Vorjahresniveau um 3,4% und wuchs damit etwas weniger stark wie in der Vorperiode.

Anfang März verabschiedete das Parlament das Haushaltsbudget für das Finanzjahr 1997/98, das Anfang April beginnt. Durch die Erhöhung der Konsumsteuern und die geringeren Abzüge bei den direkten Steuern soll eine kräftige Steigerung der Einnahmen erreicht werden. Die Ausgaben sollen etwa gleich stark wachsen wie das Bruttoinlandprodukt. Das Defizit dürfte auf rund 5% des Bruttoinlandprodukts zurückgehen, nachdem es 1996/97 aufgrund verschiedener Konjunkturstützungsmaßnahmen auf 6% gestiegen war.

## Deutschland

In Deutschland setzte sich die konjunkturelle Erholung im dritten Quartal 1996 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 1,9% über seinem Vorjahresstand, verglichen mit 1,1% im zweiten Quartal. Die Erholung stützte sich auf den Konsum und die Exporte, während die Bau- und Aus-rüstungsinvestitionen ihre Vorjahreswerte erst wenig übertrafen. Aufgrund der anziehenden Binnennachfrage nahmen auch die Importe zu.

Grafik 5: Deutschland



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

\*\* Zweijahresorientierung 1997/98: 5% p.a.

\*\*\*Quelle: OECD

Im vierten Quartal hielt die Konjunkturerholung an. Gemäss ersten Angaben wuchs das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber dem Vorjahr um 1,7%. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stieg mit 2,1% deutlich stärker als in der Vorperiode; die Kapazitätsauslastung verbesserte sich, und auch der Bestellungseingang nahm erneut zu. Die Produzentenstimmung hellte sich auf. Die Nachfrageimpulse kamen hauptsächlich aus dem Ausland. In der Bauindustrie schwächte sich der Auftragseingang im vierten Quartal erneut ab, nachdem sich um die Jahresmitte eine leichte Besserung abgezeichnet hatte. Insbesondere im Wohnungsbau verschlechterte sich die Lage. Der Detailhandelsumsatz, der bis zum dritten Quartal leicht gestiegen war, bildete sich im vierten Quartal wieder zurück.

Für das Jahr 1997 rechnet die Regierung mit einem realen Wachstum des Bruttoinlandprodukts von 2,5%. Sie erwartet insbesondere eine Belebung der Auslandnachfrage und deutlich höhere Ausrüstungsinvestitionen. Der Konsum dürfte nur mässig zunehmen und die Bautätigkeit weiterhin schwach ausfallen.

Auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich die Lage weiter. Die Zahl der Beschäftigten lag im vierten Quartal um rund 1% unter dem Vorjahreswert, und die Arbeitslosenquote übertraf mit 10,7% den Stand des Vorjahres um einen Prozentpunkt. In Westdeutschland betrug sie 9,5%, in Ostdeutschland fast 16%. Die Zahl der Arbeitslosen betrug im vierten Quartal über 4 Mio. Personen. Gemäss einer Schätzung des Sachverständigenrates kommen zu dieser Zahl rund 1,3 Mio. verdeckte Arbeitslose dazu. Dabei handelt es sich um Personen, die in öffentlich subventionierten Beschäftigungsprogrammen tätig sind oder die Arbeit suchen, aber nicht registriert sind.

Die Teuerung auf Konsumstufe sank von 1,5% im dritten auf 1,4% im vierten Quartal. Auf Produzentenstufe schwächte sich der Preisrückgang, der Anfang 1996 eingesetzt hatte, ab.

Die Deutsche Bundesbank belies im vierten Quartal den Diskont- und den Lombardsatz unverändert bei 2,5% bzw. 4,5%. Der Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte, den sie im August

letztmals gesenkt hatte, betrug 3%. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen sank von 6,2% im September auf 5,8% im Januar.

Das Wachstum der Geldmenge  $M_3$  gegenüber dem Vorjahr betrug im vierten Quartal 8,1%. Es übertraf damit den von der Bundesbank festgelegten Zielkorridor von 4–7%. Während die kurzfristigen Termingelder abgebaut wurden, nahmen die Sicht- und Spareinlagen kräftig zu. Ende 1996 beschloss die Deutsche Bundesbank, die Geldmenge  $M_3$  in den Jahren 1997 und 1998 um je rund 5% auszuweiten. Sie bekräftigte damit ihre Absicht, bis zum vertragsgemässen Beginn der Währungsunion Anfang 1999 an ihrer geldpolitischen Strategie und am Stabilitätskurs festzuhalten. Für das Jahr 1997 legte die Bundesbank zusätzlich einen Zielkorridor von 3,5–6,5% für das Wachstum der Geldmenge  $M_3$  fest.

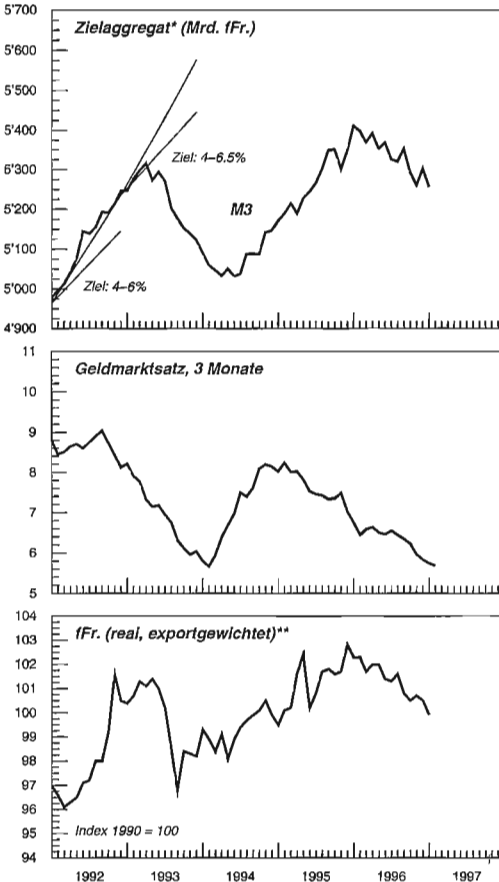
### **Frankreich**

In Frankreich besserte sich die Konjunkturlage im zweiten Halbjahr 1996 allmählich. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs im dritten Quartal um 0,9% und lag um 1,4% über dem Vorjahresstand. Die konjunkturellen Impulse kamen von den Exporten, vom privaten und vom staatlichen Konsum. Dagegen sanken die Investitionen leicht. Die starke Zunahme des privaten Konsums ist teilweise auf konsumstimulierende Massnahmen der Regierung zurückzuführen. Diese umfassen eine steuerliche Begünstigung von Konsumkrediten, die Reduktion der Verzinsung von Volkssparheften und eine Förderung des Fahrzeugabsatzes.

Gemäss ersten Schätzungen stieg das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal um 0,2% und lag damit um 2,1% über dem Vorjahresstand. Die Produktion der verarbeitenden Industrie (ohne Bauwirtschaft) sank gegenüber der Vorperiode um 1,9%, nachdem sie im dritten Quartal geringfügig zugenommen hatte. Die Umfrageergebnisse von Dezember zeigen, dass die Unternehmen ihre Lager weiterhin als zu hoch beurteilen. Da nur die Aufträge aus dem Ausland anzogen, die Inlandnachfrage aber schwach blieb, dürfte die Produktion in den ersten Monaten des Jahres 1997 nur wenig wachsen.



**Grafik 6: Frankreich**



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

\*\* Quelle: OECD

Die Beschäftigung ging im vierten Quartal im Vergleich zum Vorjahr leicht zurück, nachdem sie zuvor während längerer Zeit gestiegen war. Die Arbeitslosigkeit erhöhte sich weiter auf 12,7% im Dezember. Die Teuerung sank von 1,9% im dritten auf 1,6% im vierten Quartal.

Das Staatsdefizit belief sich im Jahre 1996 gemäss ersten Schätzungen auf 288 Mrd. Franc bzw. 4% des Bruttoinlandprodukts (1995: 4,8%). Es entsprach damit dem budgetierten Wert. Unvorhergesehene Ausgaben in Höhe von 40 Mrd. Franc mussten mit einem Nachtragshaushalt ge-

deckt werden; gleichzeitig konnten jedoch in anderen Gebieten Einsparungen erzielt werden, so dass das Budget eingehalten werden konnte.

Die französische Zentralbank lockerte im vierten Quartal die Geldpolitik vorsichtig weiter. Sie senkte den Interventionssatz in zwei Schritten auf 3,15% und den Pensionssatz von 4,75% auf 4,6%. Ende Januar 1997 erfolgte eine weitere Anpassung des Interventionssatzes auf 3,1%. Am Euromarkt ging der Dreimonatssatz von 3,6% im September auf 3,3% im Dezember zurück, und die Rendite langfristiger Staatsanleihen fiel von 6,2% auf 5,7%.

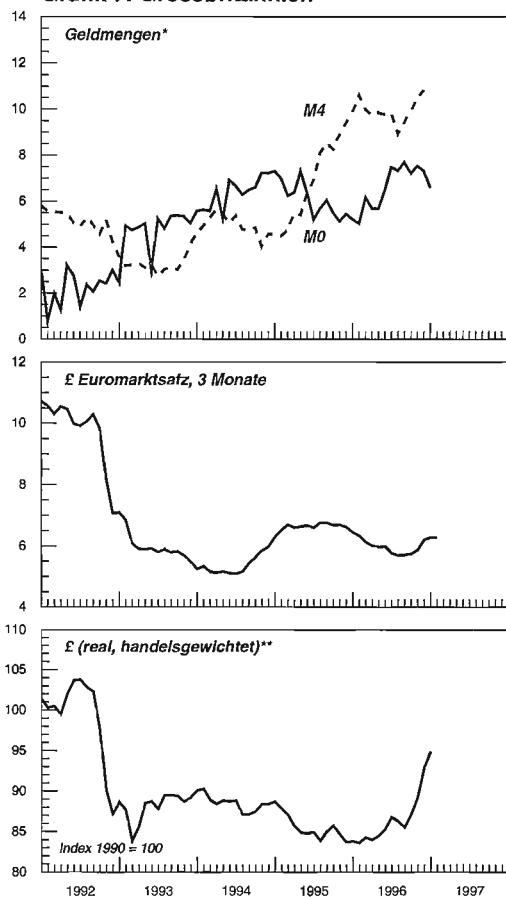
Die Geldmenge M<sub>3</sub> schrumpfte im vierten Quartal weiter und lag um 1,5% unter dem Vorjahresstand. Zu Jahresbeginn hatte die Zentralbank das mittelfristig angestrebte Geldmengenwachstum auf 5% festgelegt. Die gesamte inländische Verschuldung wuchs im Durchschnitt von Oktober und November um 3,6%, gleich wie im dritten Quartal.

### Grossbritannien

In Grossbritannien setzte sich das kräftige Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 1996 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber dem zweiten Quartal erneut zu und lag um 2,2% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Der private Konsum blieb die bedeutendste Konjunkturstütze. Er wuchs kräftig und lag um 3,2% über seinem Vorjahresniveau. Die Investitionen schrumpften; ihr Wachstum innert Jahresfrist betrug aber immer noch 3,3%. Auch die Exporte verloren etwas an Schwung. Innerhalb eines Jahres nahmen sie um 5,7% zu. Darin dürfte sich die deutliche Erstarkung des britischen Pfundes spiegeln.

Im vierten Quartal setzte sich der Konjunkturaufschwung unvermindert fort. Gemäss ersten Schätzungen wuchs das Bruttoinlandprodukt um 0,8% und übertraf damit den Vorjahreswert um 2,7%. Die wichtigsten Impulse gingen erneut von den kräftig wachsenden Konsumausgaben aus, die gegenüber dem Vorjahr um 3,9% stiegen. Die Konsumentenstimmung verbesserte sich nochmals. Dazu trugen die sinkende Arbeits-

**Grafik 7: Grossbritannien**



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

\*\* Quelle: OECD

losenquote, die steigenden verfügbaren Einkommen und die Erholung am Immobilienmarkt bei. Die Industrieproduktion nahm gegenüber dem dritten Quartal insgesamt spürbar zu und überschritt damit den Vorjahreswert um 1,7%.

Die Lage am Arbeitsmarkt besserte sich weiter. Die Arbeitslosenquote sank im vierten Quartal von 7,5% auf 6,9%. Die jährliche Teuerung auf Konsumstufe zog von 2,2% im dritten auf 2,6% im vierten Quartal an. Die Basisinflation, welche die Hypothekarzinsen nicht enthält, stieg von 2,8% auf 3,1%. Sie lag damit deutlich über der von der Regierung bis Ende des Jahres 1996 an-

gestrebten Rate von 2,5%. Auf Produktionsstufe verhartete die Teuerung mit 2,1% auf dem Stand des Vorquartals.

Am 26. November legte der britische Schatzkanzler das Budget für das am 1. April 1997 beginnende Haushaltsjahr 1997/98 vor. Das angestrebte Budgetdefizit beträgt mit 26,5 Mrd. Pfund rund 2,5% des Bruttoinlandprodukts und stellt eine substantielle Verbesserung zu den geschätzten 3,5% im Haushaltsjahr 1996/97 dar. Dabei geht die Regierung von einem Wachstum des Bruttoinlandprodukts von 3,5% und einer Inflation von unter 2,5% aus. Das Budget ermöglicht Grossbritannien die Einhaltung der Maastrichter Kriterien. Mittelfristig wird eine Verbesserung der Staatsfinanzen angestrebt, so dass im Jahr 2000 ein ausgeglichenes Budget erreicht werden sollte.

Die britischen Währungsbehörden erhöhten den Leitzinssatz am 30. Oktober 1996. Danach liesen sie ihn trotz der gestiegenen Teuerung bei 6%. Der Hauptgrund dafür war der starke Kursanstieg des Pfundes. Innerhalb eines Jahres wertete sich die britische Währung real handelsgewichtet um rund 13% auf. Der Dreimonatssatz am Interbankmarkt erhöhte sich von Oktober bis Februar um 0,3 Prozentpunkte auf 6,2%. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen fiel auf 7,2%.

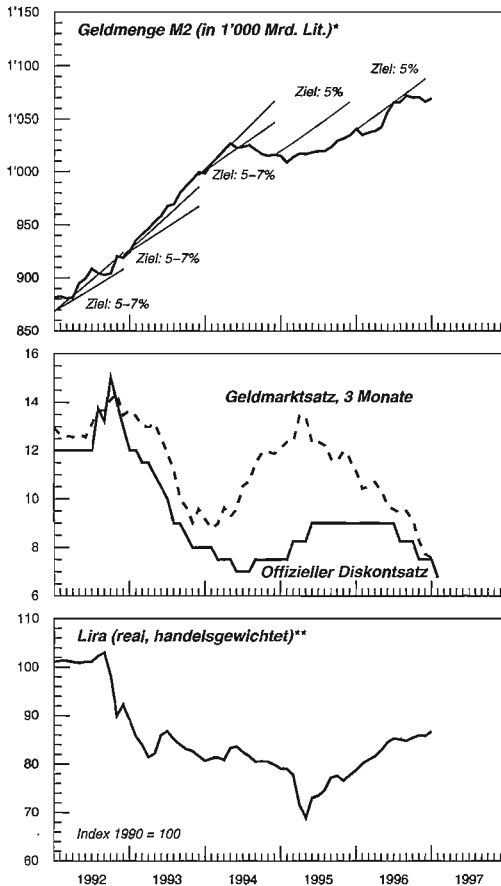
Die britische Zentralbank hält es gemäss dem neusten Inflationsbericht vom Februar 1997 für notwendig, die Zinsen zu erhöhen, um mittelfristig das Inflationsziel einhalten zu können. Die aktuellen Wachstumsraten der Geldaggregate seien nicht mit dem Inflationsziel vereinbar.

Im vierten Quartal schwächte sich das Jahreswachstum der Geldmenge  $M_0$  auf 7,3% ab. Es lag damit aber immer noch über dem angestrebten Bereich von 0–4%. Das breit definierte Aggregat  $M_4$ , das auch Bank- und Bausparkasseneinlagen umfasst, übertraf mit einer Zunahme von 10,3% den angestrebten Wachstumsbereich von 6–9% ebenfalls.

### **Italien**

In Italien waren erst wenige Anzeichen einer konjunkturellen Besserung zu erkennen. Zwar nahm

**Grafik 8: Italien**



\* Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banca d'Italia)

\*\* Quelle: OECD

das reale Bruttoinlandprodukt im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal zu, doch stützte sich das Wachstum ausschliesslich auf die leicht anziehenden Exporte. Die Binnennachfrage blieb äusserst schwach. Gegenüber dem Vorjahr nahm das Bruttoinlandprodukt mit 0,7% gleich stark zu wie im zweiten Quartal. Der private Konsum und die Investitionen lagen lediglich um 0,4% bzw. 1,2% höher als ein Jahr zuvor, während der staatliche Konsum erneut zurückging und der Lagerabbau sich beschleunigte. Die schwache Binnennachfrage spiegelte sich in den Importen, die um 5,2% sanken.

Gemäss ersten Schätzungen nahm das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal 1996 um 0,1% ab. Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einem Wachstum von 0,5%. Die Industrieproduktion lag weiterhin -3,1% unter ihrem Vorjahresniveau, da insbesondere die Lagerbestände nochmals abgebaut wurden. In den letzten drei Monaten des Jahres 1996 hellten sich indessen die Erwartungen der Unternehmer insbesondere im Bereich der Konsumgüter etwas auf. Sie hoffen, dass sich die markanten Realloohnerhöhungen von 1996 positiv auf den privaten Konsum auswirken werden.

Die Beschäftigung lag im vierten Quartal 1996 kaum höher als vor Jahresfrist. Die Arbeitslosenquote verringerte sich gegenüber dem Vorquartal leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 12%. Die Teuerung auf Konsumstufe war erneut stark rückläufig: Im Dezember betrug sie 2,5%, gegenüber 5,8% ein Jahr zuvor. Bei den Grosshandelspreisen schwächte sich der Preisauftrieb im vierten Quartal leicht auf 1,7% ab, während sich die Löhne innert Jahresfrist deutlich um 4,1% erhöhten.

Das Defizit der öffentlichen Haushalte betrug im Jahre 1996 138,5 Bio. Lire bzw. 7,4% des Bruttoinlandprodukts. Gegenüber dem Jahr 1995 entspricht dies einer Zunahme um 0,3 Prozentpunkte. Die Verschlechterung ist primär auf die Abschwächung des Wirtschaftswachstums zurückzuführen. Das Finanzgesetz 1997, das im Dezember vom Parlament genehmigt worden war, umfasst Massnahmen zur Stützung der Automobilbranche. Höhere Erträge aus der Mehrwertsteuer sollten die Mehrausgaben jedoch kompensieren, so dass diese die öffentlichen Finanzen nicht belasten. Das Defizit soll im Jahre 1997 auf 3% des Bruttoinlandproduktes gedrückt werden.

Nach je einer Leitzinssenkung im Juli und im Oktober 1996 belies die italienische Zentralbank den Lombardsatz und den Diskontsatz bis Ende Jahr auf 9% bzw. auf 7,5%. Der Euromarktsatz für dreimonatige Anlagen bildete sich indessen weiter zurück. Im vierten Quartal lag er mit 7,4% um 1,1 Prozentpunkte tiefer als im dritten Quartal. Noch stärker, nämlich von 9,4% auf 7,9%, sank die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Der Zinsrückgang gründet teilweise in der deutlichen Erstarbung der Lira. Angesichts der abnehmen-

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

### 1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

### 1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1993	1994	1995	1996	1996		1996			1997
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	3,0	2,6	2,8	2,9	2,9	3,2	3,0	3,3	3,3	3,0
Japan	1,2	0,7	-0,1	0,1	0,2	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Deutschland	4,5	2,7	1,8	1,5	1,5	1,4	1,5	1,4	1,4	1,8
Frankreich	2,1	1,7	1,8	2,0	1,8	1,7	1,8	1,6	1,7	1,8
Grossbritannien	1,6	2,5	3,4	2,5	2,2	2,6	2,7	2,7	2,5	2,8
Italien	4,2	3,9	5,4	3,8	3,5	2,7	3,0	2,6	2,5	2,6
Schweiz	3,3	0,9	1,8	0,8	0,6	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8

### 1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1993	1994	1995	1996	1996		1996			1997
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA <sup>a)</sup>	6,9	6,1	5,6	5,4	5,2	5,3	5,2	5,3	5,3	5,4
Japan	2,5	2,9	3,2	3,4	3,3	3,3	3,4	3,3	3,3	3,3
Deutschland	8,9	9,6	9,5	10,4	10,4	10,7	10,6	10,7	10,9	11,3
Frankreich <sup>a)</sup>	11,7	12,3	11,8	12,4	12,5	12,7	12,6	12,7	12,7	12,7
Grossbritannien <sup>b)</sup>	10,3	9,3	8,3	7,5	7,5	6,9	7,2	6,9	6,7	6,5
Italien	10,2	11,3	12,0	12,1	12,2	12,0	12,0			
Schweiz <sup>c)</sup>	4,5	4,7	4,2	4,7	4,7	5,1	4,9	5,1	5,2	5,4

<sup>a)</sup> ab 1994 neue Erhebungsgrundlage

<sup>b)</sup> ausgenommen Schulabgänger

<sup>c)</sup> registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990; für die offiziellen, nicht saisonbereinigten Zahlen; vgl. Tabelle 5

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

	1993	1994	1995	1996	1995		1996			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	-99,9	-148,4	-148,2		-37,7	-30,4	-34,9	-40,2	-48,0	
Japan	131,6	130,2	111,0	66,1	27,2	22,7	19,1	14,6	15,9	16,4
Deutschland <sup>a)</sup>	-14,8	-20,6	-21,6	-19,1	-5,1	-8,6	-3,7	-7,8	-2,7	-4,8
Frankreich <sup>a)</sup>	9,4	7,8	16,9		0,6	2,9	6,9	3,8	5,4	
Grossbritannien <sup>a)</sup>	-16,2	-3,7	-6,2		-2,8	-1,9	-1,7	0,5	-0,1	
Italien <sup>a)</sup> <sup>b)</sup>	11,3	15,1	27,4		9,0	7,3	5,9	11,1	14,2	
Schweiz <sup>b)</sup>	19,4	17,9	17,2	20,3	5,0	5,7	5,9	4,4	4,4	5,6

<sup>a)</sup> ab 1993: Die Daten der EU-Länder sind aufgrund statistischer Umstellungen stark verspätet verfügbar und mit grösseren Unsicherheiten behaftet.

<sup>b)</sup> nicht saisonbereinigt

den Teuerung und des steigenden Wechselkurses senkte die Banca d'Italia den Diskont- und Lombardsatz im Januar 1997 erneut um je 0,75 Prozentpunkte auf 6,75% bzw. 8,25%.

Die Geldmenge  $M_2$  wuchs im vierten Quartal langsamer als in den drei Monaten zuvor. Sie lag um 3,2% über ihrem Vorjahresniveau. Für das Jahr 1996 hatte die italienische Zentralbank ein Wachstum von 5% vorgesehen.

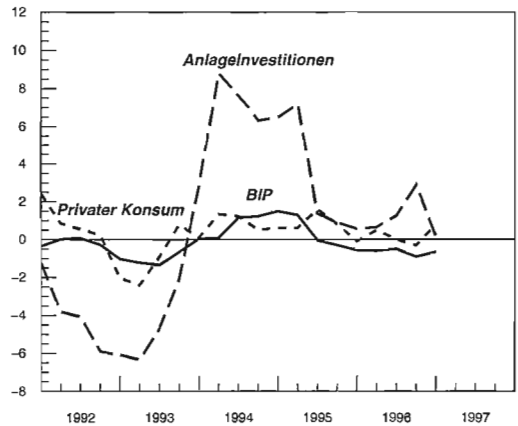
### C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

#### 1. Realwirtschaftlicher Bereich

##### Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

In der Schweiz hielten die rezessiven Tendenzen bis zum Jahresende an, und auch im ersten Quartal 1997 zeichnete sich keine konjunkturelle Wende ab. Im vierten Quartal 1996 schrumpfte das Bruttoinlandprodukt zwar nicht mehr; es lag aber um 0,6% unter dem entsprechenden Vorjahreswert (3. Quartal: -0,9%). Der private Konsum nahm leicht zu. Dagegen bildeten sich die Ausrü-

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt\*

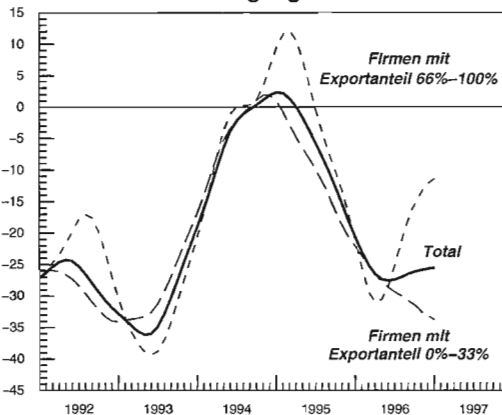


\* Veränderung in Prozent gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: BfK

stungsinvestitionen leicht, die Bauinvestitionen markant zurück. Dies führte zusammen mit dem Lagerabbau zu einem Rückgang der Binnennachfrage. Die realen Exporte von Gütern und Dienstleistungen wuchsen sowohl gegenüber der Vorperiode als auch gegenüber dem Vorjahr leicht. Aufgrund der provisorischen Schätzungen des Bundesamtes für Konjunkturfragen bildete sich das reale Bruttoinlandprodukt im Jahre 1996 um 0,7% zurück.

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie\*



Geglättet, total und nach Exportanteilen

\* Der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» setzt sich aus den Ergebnissen folgender vier Fragen zusammen: Bestellungseingang und Produktion gegenüber dem Vorjahresmonat sowie den Beurteilungen des Auftragsbestands und der Fertigfabrikatelager.

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

Der von der KOF-ETH berechnete Indikator «Geschäftsgang in der Industrie insgesamt» verharrte auf einem unbefriedigenden Niveau, obwohl die Auslastung der technischen Kapazitäten leicht auf 83,5% stieg (3. Quartal: 82,9%). Während sich der Geschäftsgang der binnenorientierten Unternehmen weiter verschlechterte, mehrten sich die Erholungssignale in der Exportwirtschaft. Der Bestellungseingang und der Auftragsbestand der exportorientierten Unternehmen stiegen sowohl gegenüber dem Vorquartal als auch gegenüber dem Vorjahr. Dies dürfte massgeblich auf den schwächer gewordenen Franken zurückzuführen sein. Die Produktion wurde jedoch trotz der besseren Auftragslage nicht ausgeweitet, da die Lager nach wie vor als überhöht beurteilt wurden. Die binnenorientierten Unternehmen meldeten erneut rückläufige Bestellungseingänge und eine geringere Produktion. Der Auftragsbestand

bildete sich gegenüber dem Vorquartal nochmals leicht zurück.

Die Erwartungen für die kommenden Monate blieben trotz der leichten Belebung der Exportnachfrage insgesamt gedrückt. In der stark exportorientierten Industrie werden die Absatzaussichten für die nahe Zukunft zwar positiv beurteilt; eine Ausweitung der Produktion ist für die kommenden Monate jedoch nicht geplant, da die Lager an Fertigprodukten noch immer als überhöht beurteilt werden. Die binnenorientierte Industrie erwartet eine Stabilisierung des seit Monaten rückläufigen Bestelleingangs, sie rechnet jedoch mit einer weiteren Drosselung der Produktion. In den Industrien Steine und Erden, Textil sowie Holz und Möbel war der Anteil der Unternehmen, die eine rückläufige Produktion erwarten, besonders hoch.

### **Konsum**

Der private Konsum zeigte im vierten Quartal eine leichte Tendenz zur Besserung. Die realen Konsumausgaben nahmen saisonbereinigt zu und lagen damit um 0,8% über ihrem Vorjahresniveau.

Die realen Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag schrumpften saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode. Nach zwei Perioden starken Rückgangs stagnierten die Verkäufe von nicht dauerhaften Gütern. Die Umsätze von dauerhaften Gütern bildeten sich leicht zurück. Ins Gewicht fielen vor allem die geringeren Verkäufe von Büromaschinen und Personenwagen. Trotz des schwächeren Frankens wuchsen die Einfuhren von Konsumgütern erneut. Im Tourismusbereich sank die Anzahl Übernachtungen schweizerischer Kunden in den Hotels und Kurbetrieben im vierten Quartal weiter. Der günstige Geschäftsverlauf im Monat Dezember vermochte die Einbussen von Oktober und November nicht zu kompensieren. Die Ausgaben für Miete und für Gesundheit nahmen zu.

Gemäss der im Januar 1997 durchgeführten Umfrage des Bundesamtes für Konjunkturforschung stieg der Konsumentenstimmungsindex weiter leicht an. Die Haushalte schätzten ihre finanzielle Lage seit Juli 1991 nie mehr so optimistisch ein. Auch die Arbeitsplätze wurden als etwas weniger

gefährdet beurteilt. Bezüglich der allgemeinen Entwicklung der Wirtschaftslage besteht aber nach wie vor grosse Unsicherheit.

### **Investitionen**

Die realen Anlageinvestitionen bildeten sich im vierten Quartal saisonbereinigt zurück. Sie lagen nur noch um 0,2% über ihrem Vorjahresniveau (3. Quartal: 2,9%). Das schwache Jahreswachstum ist auf den verlangsamten Zuwachs der Ausrüstungsinvestitionen und auf die stark rückläufigen Bauinvestitionen zurückzuführen.

Die Bauinvestitionen lagen um 4,4% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau (3. Quartal: -2,5%). Die offenen Baukredite bildeten sich innert Jahresfrist um 18,9% zurück. Die Zementlieferungen lagen ebenfalls deutlich unter ihrem Vorjahresniveau (-13,1%).

Die Indikatoren des monatlichen Konjunkturtests und des vierteljährlichen Bautests der KOF-ETH deuten auf eine weitere Schrumpfung der Bauinvestitionen im vierten Quartal hin. Der Indikator Geschäftsgang in der Industrie Steine und Erden stagnierte auf einem sehr tiefen Niveau. Die Bautätigkeit im Bauhauptgewerbe nahm im vierten Quartal sowohl gegenüber dem Vorquartal als auch gegenüber dem Vorjahr wieder deutlich ab. Die zeitliche Reichweite des Arbeitsvorrates fiel von 3,1 auf 2,8 Monate. Im Hochbau wurden die Auftragsbestände und die Geschäftslage leicht, im Tiefbau markant pessimistischer beurteilt als in der Vorperiode. Für die nächsten Monate rechnen die Unternehmer mit weiter abnehmenden Auftragseingängen und deutlich sinkenden Preisen. Trotz des massiven Beschäftigungsrückgangs im Jahre 1996 planen sie einen weiteren Stellenabbau.

Die saisonbereinigten Ausrüstungsinvestitionen nahmen im vierten Quartal ab. Ihr Wachstum gegenüber dem Vorjahr schwächte sich damit deutlich auf 7,2% ab (3. Quartal: 12,1%). Gemessen am langjährigen Trend befand sich das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen jedoch noch immer auf einem hohen Niveau. Die Importe von Investitionsgütern spiegelten die abnehmende Dynamik: Sie lagen um 1,8% unter ihrem Vorjahresniveau, nach einem Zuwachs von 7,3% im dritten Quar-

tal. Die Binnenproduktion der Investitionsgüter stagnierte. Gemäss der Quartalsumfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) bei seinen Mitgliedern verharrten die Bestellungen aus dem Inland auf tiefem Niveau. Innert Jahresfrist sanken sie leicht um 1,7%. Der Arbeitsvorrat in der Maschinenindustrie fiel auf 4 Monate, den tiefsten Stand seit Bestehen der Statistik.

### Aussenhandel

Die realen Güterexporte nahmen im vierten Quartal saisonbereinigt leicht ab. Gegenüber dem Vorjahr stiegen sie um 1,7% (3. Quartal: 2,4%). Das bescheidene Wachstum war vor allem auf die höheren Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten zurückzuführen (8,8%). Die Exporte von Investitionsgütern und Konsumgütern nahmen dagegen mit -1,1% bzw. -0,4% gegenüber dem Vorjahr leicht ab.

Nach Branchen gegliedert entwickelten sich die Exporte unterschiedlich. Die Lieferungen der Maschinen- und Elektronikindustrie nahmen nur leicht zu. Die Exporte von Präzisionsinstrumenten lagen unter ihrem Vorjahresniveau. Die Ausfuhren der Fahrzeugindustrie sanken stark, nachdem sie

in der Vorperiode um 26% gestiegen waren. Die Ausfuhren der chemischen Industrie erhöhten sich stärker als im dritten Quartal. Zu dieser Entwicklung trugen die markant höheren Exporte von Grundstoffen, Farben und agrochemischen Erzeugnissen sowie der pharmazeutischen Produkte bei. Im Bereich Rohstoffe und Halbfabrikate konnten insbesondere die Papier- und grafische Industrie und die Metallindustrie ihre Exporte kräftig steigern. Die Ausfuhren von Uhren stabilisierten sich auf dem Vorjahresniveau, nachdem sie im dritten Quartal noch stark gesunken waren. Die Ausfuhren der Textil-, der Nahrungs- und Genussmittelindustrie und der Juwelierindustrie dagegen zurückerück.

Die Entwicklung der Exporte nach Absatzmärkten war uneinheitlich. Die nominellen Ausfuhren nach Europa wuchsen kaum, während sie in die aussereuropäischen Länder markant zulegten. Die Lieferungen nach Deutschland nahmen wieder leicht zu, nachdem sie in den drei ersten Quartalen des Jahres 1996 deutlich gesunken waren. Die Exporte nach Frankreich lagen knapp unter ihrem Vorjahreswert, diejenigen nach Italien leicht darüber. Die seit Anfang 1996 deutliche Abschwächung des Frankens gegenüber dem Dollar begünstigte die Ausfuhren in die Vereinigten Staa-

**Tabelle 2: Investitionstätigkeit** (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1993	1994	1995	1996	1995		1996			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.		3. Q.
Importe von Investitionsgütern, real	-4,1	13,6	17,9		9,6	16,7	1,6	-1,1	7,3	-1,8
Auftragseingang Maschinenindustrie aus dem Inland, nominal	-8,1	3,5	-7,0		-10,7	-20,1	-17,4	-3,4	-5,7	-1,7
Zementlieferungen, real	-5,5	8,6	-7,8		-9,2	-10,9	-14,2	-11,3	-9,1	-13,1
Offene Baukredite, nominal	-13,5	7,6	-5,3		-5,7	-9,0	-13,1	-13,8	-19,4	-18,9
Auftragseingang im Bauhauptgewerbe, nominal, Total	5,9	5,0	-1,9		-11,4	-3,8	-15,0	-20,3	-13,9	-17,1
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal, Total	-3,4	-5,8	-1,0		-3,6	-1,0	-10,2	-15,8	-18,4	-21,8
Bauteuerung <sup>1</sup>	3,4	1,5	2,7		2,4	2,4	1,0	0,7	0,7	

<sup>1</sup> Produktionskostenindex Sparte 1 des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV)

**Tabelle 3: Aussenhandel<sup>1</sup>** (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1993 <sup>a)</sup>	1994 <sup>a)</sup>	1995 <sup>a)</sup>	1996 <sup>a)</sup>	1996 <sup>a)</sup>					
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
<b>Reale Ausfuhr</b>	0,6	4,9	4,2	2,1	4,6	0,2	3,1	2,9	2,4	1,7
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-1,7	9,4	0,4	1,8	0,5	-5,7	-2,3	-1,1	4,0	8,8
Investitionsgüter	-2,2	5,7	7,3	2,7	5,8	4,8	4,6	4,9	4,5	-1,1
Konsumgüter	5,6	0,6	4,5	1,6	6,9	0,2	6,3	4,0	-1,1	-0,4
Ausfuhrpreise	0,0	-0,7	-2,1	0,3	-1,0	-1,6	-0,7	-1,0	-0,4	1,5
<b>Reale Einfuhr</b>	-1,2	9,4	6,5	1,5	2,9	3,6	2,6	-0,9	3,4	0,9
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-1,3	10,9	2,8	-2,4	0,1	-4,7	-1,8	-6,7	-0,5	-0,1
Investitionsgüter	-4,1	13,6	17,9	1,7	10,6	16,7	1,7	-0,6	7,3	-1,8
Konsumgüter	1,5	6,4	2,9	4,2	0,7	2,4	6,4	3,8	4,0	2,5
Einfuhrpreise	-2,2	-4,8	-2,3	-0,2	-0,8	-2,8	-0,9	0,6	-1,1	0,8

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

<sup>a)</sup> revidiert

ten. Mit 13,7% wuchsen sie deutlich stärker als in der Vorperiode. Auch die Exporte nach Japan, besonders aber diejenigen in die nichtölexportierenden Entwicklungsländer, nach Osteuropa sowie nach China expandierten stark. Dagegen schrumpften die Ausfuhren in die OPEC-Staaten erneut.

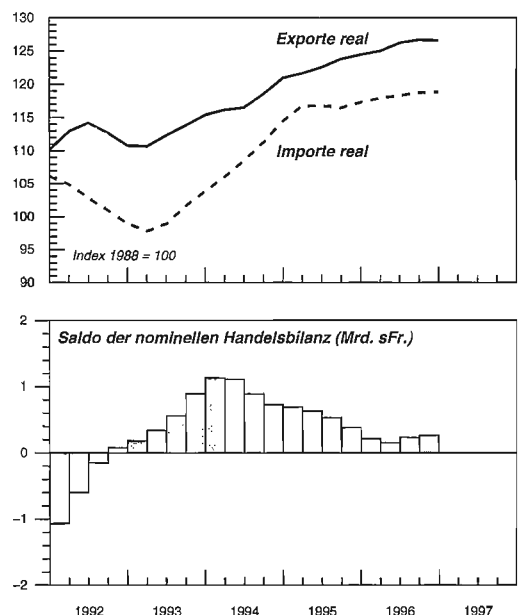
Die realen Einfuhren lagen nur noch um 0,9% über dem entsprechenden Vorjahresstand (3. Quartal: +3,4%) und spiegelten damit die schwache Binnennachfrage wieder. Angesichts der schleppenden Industrieproduktion stagnierten die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Die Einfuhren von Konsumgütern erhöhten sich mit 2,5% weniger stark als in der Vorperiode. Die Importe von Investitionsgütern nahmen gegenüber dem Vorjahresquartal um -1,8% ab, nachdem sie im dritten Quartal kräftig gewachsen waren.

Die am Mittelwert gemessenen Ausfuhrpreise lagen im vierten Quartal erstmals seit Anfang 1994 wieder über ihrem Vorjahresstand. Dies dürfte auf den Rückgang des Frankenkurses zurückzuführen sein, den die Unternehmen teilweise zur Verbesserung der stark gedrückten Margen benutzten. Die Importpreise erhöhten sich um 0,8%, nachdem sie in der Vorperiode noch leicht gesunken waren.

Da die nominellen Güterexporte im vierten Quartal leicht stärker zunahm als die Einfuhren, er-

höhte sich der Handelsbilanzüberschuss. Im Vorjahresvergleich stieg er um 0,2 Mrd. auf 1,2 Mrd. Franken. Der Überschuss der Dienstleistungsbilanz stieg um 0,1 Mrd. auf 3,2 Mrd. Franken. Während die Einnahmen aus dem Fremdenver-

**Grafik 11: Aussenhandel\***



\* Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK



**Tabelle 4: Ertragsbilanz<sup>1</sup> (in Milliarden Franken)**

	1994 <sup>a)</sup>	1995 <sup>b)</sup>	1996 <sup>c)</sup>	1995 <sup>b)</sup>		1996 <sup>c)</sup>			
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
<b>Einnahmen</b>									
Warenexporte	99,4	99,8	102,2	23,9	26,2	25,1	25,5	24,6	27,1
Spezialhandel (Total 2)	95,8	96,2	98,6	23,0	25,3	24,2	24,6	23,7	26,1
Dienstleistungsexporte	31,4	30,9	31,7	9,0	6,4	8,4	7,6	9,0	6,7
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	36,7	37,4	37,7	9,3	9,5	8,7	9,2	9,4	10,4
Laufende Übertragungen aus dem Ausland	3,5	3,5	3,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Total Einnahmen</b>	171,0	171,6	175,2	43,1	43,0	43,1	43,2	43,8	45,1
<b>Ausgaben</b>									
Warenimporte	97,2	98,8	101,3	23,4	25,4	25,5	25,5	24,2	26,1
Spezialhandel (Total 2)	92,6	94,5	96,7	22,4	24,2	24,3	24,4	23,1	24,9
Dienstleistungsimporte	15,3	16,0	16,7	5,8	3,3	2,8	4,3	6,1	3,5
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	25,9	23,4	23,7	5,8	5,7	5,6	5,8	6,0	6,3
Laufende Übertragungen an das Ausland	8,2	8,4	8,5	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1
<b>Total Ausgaben</b>	146,5	146,6	150,2	37,2	36,5	36,1	37,7	38,4	38,0
<b>Saldi</b>									
Waren	2,2	1,0	1,0	0,4	0,8	-0,4	-0,0	0,4	1,0
Spezialhandel (Total 2)	3,2	1,8	1,9	0,6	1,0	-0,1	0,2	0,6	1,2
Dienste	16,1	14,9	15,0	3,2	3,1	5,6	3,3	2,9	3,2
Arbeits- und Kapitaleinkommen	10,8	13,9	14,0	3,5	3,8	3,1	3,4	3,4	4,1
Laufende Übertragungen	-4,7	-4,9	-4,9	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2
<b>Saldo der Ertragsbilanz</b>	24,4	25,0	25,1	5,9	6,6	7,1	5,4	5,4	7,2

<sup>1</sup> Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

a) revidiert

b) provisorisch

c) Schätzung

kehr leicht zurückgingen, nahmen die Einnahmen der Banken aus Kommissionen weiter zu. Der Aktivsaldo bei den Arbeits- und Kapitaleinkommen stieg infolge höherer Erträge aus den Anlagen der Nationalbank um 0,3 Mrd. auf 4,1 Mrd. Franken. Der Überschuss der Ertragsbilanz vergrösserte sich gegenüber dem Vorjahr um 0,6 Mrd. auf 7,2 Mrd. Franken.

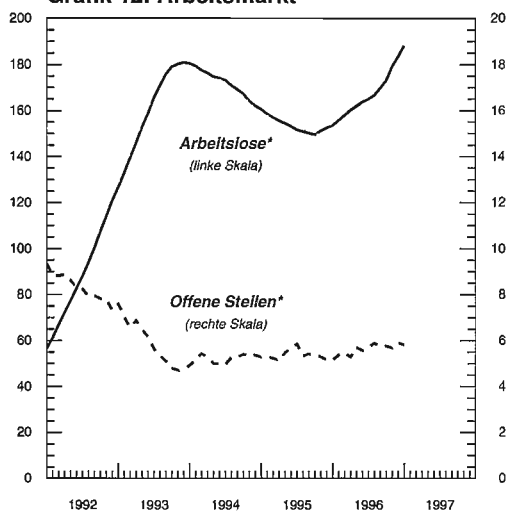
Im Jahre 1996 stieg der Ertragsbilanzüberschuss um 0,1 Mrd. auf 25,1 Mrd. Franken. Sein Anteil am Bruttosozialprodukt belief sich damit auf 6,7%. Der Aktivsaldo der Handelsbilanz und der Dienstleistungsbilanz erhöhten sich beide um 0,1 Mrd. Franken. Der Überschuss der Arbeits- und Kapitaleinkommen nahm um 0,1 Mrd. auf 14 Mrd. Franken zu.

### **Beschäftigung und Arbeitsmarkt**

Im vierten Quartal 1996 blieb die Beschäftigung saisonbereinigt stabil und lag damit um 0,9% unter dem Vorjahresniveau. Die Vollzeitstellen stagnierten auf dem im Vorquartal erreichten Niveau. Im Jahresvergleich sanken sie um 1,3%. Die Zahl der Teilzeitstellen erhöhte sich um 0,6% und lag um 2% über dem Vorjahresstand.

Der Beschäftigungsrückgang betrug in der Industrie 2,5%. Der Stellenabbau beschleunigte sich insbesondere in der Bekleidungsindustrie (-6,4%), in der Papierindustrie, der elektronischen Industrie und der Maschinenindustrie. Einen Stellenabbau von über 5% verzeichneten auch die Tabak-, Textil- und die Schuhbranche.

**Grafik 12: Arbeitsmarkt**



\* In Tausend, saison- und extremwertbereinigt

Quelle: BIGA

Mit -3,4% verlangsamte sich der Stellenabbau im Bausektor. Im Dienstleistungssektor nahm die Beschäftigung leicht um 0,2% zu. Sie stieg vor allem bei den Versicherungen (4,2%) und im Reparaturgewerbe (1,5%). Dagegen wurden im Gastgewerbe, bei den Transportdiensten und im Bankensektor Stellen abgebaut.

Der saisonbereinigte Manpower-Stellenindex, der seit Juni 1995 sank, war im vierten Quartal erneut rückläufig. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen stagnierte bei 5800.

Die Arbeitslosigkeit nahm im vierten Quartal saisonbereinigt beschleunigt zu. Zwischen September und Dezember erhöhte sich die Anzahl arbeitsloser Personen um 15 200 auf 188 200. Die Arbeitslosenquote betrug im Dezember 5,2% und lag damit um einen Prozentpunkt höher als im Vorjahr. Während sie sich im Tessin und in der Westschweiz stark erhöhte, stieg sie in der deutschen Schweiz nur leicht. Die Anzahl Arbeitsloser erhöhte sich in allen drei Kategorien: bis 6 Monate, zwischen 6 und 12 Monate und über 12 Monate. Im Januar waren saisonbereinigt 193 700 Personen ohne Arbeit.

Nach einem leichten Rückgang im dritten Quartal nahm die Kurzarbeit im vierten Quartal wieder zu. Die Anzahl der von Kurzarbeit betroffenen Personen stieg von 13 000 auf 13 700. Gegenüber dem Vorjahr betrug die Zunahme 3900. Erneut waren der Bausektor und die Maschinen- und Metallindustrie am meisten von Kurzarbeit betroffen. Insbesondere in der Maschinenindustrie verschlechterte sich die Lage deutlich: Die Anzahl der ausgefallenen Stunden stieg von 74 000 im September auf 92 000 im Dezember.

**Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)**

	1994	1995	1996	1995		1996			1996			1997	
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten <sup>1</sup>	-1,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,1	-0,4	-1,0	-0,8				
Vollzeitbeschäftigte <sup>1</sup>	-2,2	-1,3	-1,2	-1,6	-1,4	-1,3	-0,8	-1,3	-1,3				
Arbeitslosenquote <sup>2, 3</sup>	4,7	4,2	4,7	4,0	4,2	4,6	4,5	4,5	5,1	4,8	5,1	5,3	5,7
Arbeitslose <sup>3</sup>	171 038	153 316	168 630	145 096	151 860	165 354	162 164	163 900	183 101	174 107	183 026	192 171	205 501
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	22 600	9 917	13 060	6 575	9 756	17 055	15 655	6 942	12 585	12 332	14 692	10 732	
Gemeldete offene Stellen <sup>3</sup>	5 224	5 401	5 605	5 536	4 406	5 294	6 338	5 773	5 017	5 344	5 218	4 488	5 794

<sup>1</sup> Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

<sup>3</sup> Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten.

Quellen: BIGA, BfS

## Preise

Die Teuerung auf Konsumstufe erhöhte sich im vierten Quartal 1996 um 0,2 Prozentpunkte auf durchschnittlich 0,8%. Es handelt sich um den ersten Anstieg seit Mitte 1995. Im Januar betrug die Teuerung 0,8%.

Die leicht höhere Jahresteuerung ist auf die Entwicklung der Warenpreise zurückzuführen, welche im Oktober spürbar anzogen. Sie lagen um 0,7% über dem Vorjahreswert, nachdem sie seit Mitte 1995 annähernd stabil geblieben waren. Ins Gewicht fielen vor allem die Preiserhöhungen bei den importierten Nahrungsmitteln und Getränken sowie beim Heizöl. Die Teuerung bei den Dienstleistungen verringerte sich von 0,9% im Oktober auf 0,7% im Januar. Sie sank sowohl bei den öffentlichen als auch bei den privaten Dienstleistungen. Ein Teil des Rückgangs ist auf die schwach steigenden Wohnungsmieten zurückzuführen, die im Januar nur noch um 0,9% über dem Vorjahreswert lagen (September: +1%).

Nach Herkunft gegliedert nahmen die Preise ausländischer Waren und Dienstleistungen im vierten Quartal erstmals seit über zwei Jahren wieder zu (+1%). Dagegen verringerte sich die Teuerung im Inlandbereich leicht auf 0,7%.

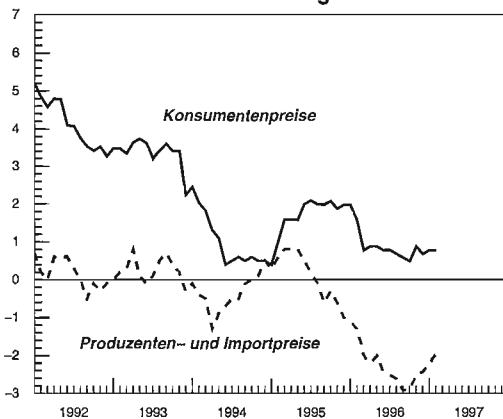
Der Produzenten- und Importpreisindex bildete sich im vierten Quartal weiter zurück. Er lag um 2,4% unter dem Vorjahresstand (3. Quartal: -2,8%). Die Produzentenpreise sanken innert Jahresfrist etwa gleich stark wie im Vorquartal (-2%). Deutlich verbilligten sich insbesondere die landwirtschaftlichen Produkte, die Papier- und die Metallprodukte. Bei den Importen verlangsamte sich der Preisrückgang auf -3,4% (3. Quartal: -4,7%). Die Preise der Rohstoffe sanken deutlich weniger stark als im Vorquartal, während sich die Mineralölprodukte um rund 30% verteuerten.

## 2. Monetärer Bereich

### Geldpolitik und Geldaggregate

Die SNB setzte ihren gelockerten geldpolitischen Kurs im zweiten Halbjahr 1996 fort. Die saisonbe-

Grafik 13: Preisentwicklung\*



\* Veränderung in Prozent gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: BfS

reinjigte Notenbankgeldmenge betrug im Durchschnitt des vierten Quartals 1996 31,771 Mrd. Franken und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 5%. Sie lag damit weiterhin über dem mittelfristigen Zielpfad, den sie im Sommer 1996 erstmals überschritten hatte. Der Abstand zum Zielpfad betrug im vierten Quartal rund 1,5%.

Beide Komponenten der Notenbankgeldmenge lagen im vierten Quartal 1996 deutlich über dem Vorjahresstand. Die Giroguthaben der Banken betragen 3,294 Mrd. Franken und verzeichneten damit einen Zuwachs von 24,2% gegenüber dem Vorjahr. Der Notenumlauf, der mehr als 90% der Notenbankgeldmenge ausmacht, stieg im gleichen Zeitraum um 3,2% auf 28,786 Mrd. Franken. Der Anstieg des Notenumlaufs ist auf den Rückgang der Zinssätze zurückzuführen. Dagegen trug die Konsumnachfrage, die weiterhin schwach tendierte, nicht zum Wachstum des Notenumlaufs bei.

Die breiten Geldaggregate wiesen im vierten Quartal ebenfalls ein kräftiges Wachstum auf. Nach der Stabilisierung der Zinssätze auf einem tiefen Niveau im Herbst 1996 kamen die Umschichtungen zwischen den verschiedenen Formen von Bankeinlagen weitgehend zum Stillstand, und die Wachstumsraten der breiten Geldaggregate näherten sich einander an. Im

**Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten**

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in Prozent <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in Prozent <sup>2</sup>	NBGM <sup>1,3</sup>	SBNBGM <sup>1,4</sup>	Veränderung in Prozent <sup>2</sup>	Veränderung in Prozent <sup>6</sup>
1992	26 467	0,1	2 553	-9,9	29 020	29 056	-0,7	-1,0
1993	26 871	1,5	2 654	4,0	29 525	29 498	1,5	2,8
1994	27 369	1,9	2 681	1,0	30 051	30 070	1,9	0,6
1995 <sup>5</sup>	27 573	0,7	2 574	-0,2	30 147	30 129	0,5	1,4
1996 <sup>5</sup>	28 221	2,4	2 936	14,1	31 157	31 185	3,5	5,0
1996 <sup>5</sup> 1. Q.	28 150	1,3	2 646	5,3	30 797	30 644	2,0	5,4
2. Q.	28 068	2,5	2 784	8,5	30 852	30 976	3,1	4,9
3. Q.	27 880	2,4	3 019	17,8	30 899	31 349	3,9	4,9
4. Q.	28 786	3,2	3 294	24,1	32 080	31 771	5,0	5,0
1996 <sup>5</sup> Juli	28 133	2,8	2 743	14,4	30 876	31 125	3,7	4,4
August	27 756	2,2	3 214	24,1	30 970	31 538	4,3	5,7
Sept.	27 752	2,1	3 099	14,7	30 851	31 385	3,6	4,5
Okt.	27 914	2,5	3 175	24,7	31 089	31 723	4,9	5,3
Nov.	28 152	3,0	3 290	25,6	31 442	31 760	5,1	5,0
Dez.	30 293	3,9	3 416	22,3	33 709	31 831	5,2	4,8
1997 <sup>5</sup> Jan.	29 870	4,7	3 289	27,1	33 159	32 350 <sup>P</sup>	5,9 <sup>P</sup>	11,4 <sup>P</sup>
Feb.	29 027	4,0	3 320	22,8	32 347	32 380 <sup>P</sup>	5,4 <sup>P</sup>	7,9 <sup>P</sup>

<sup>1</sup> In Millionen Franken; Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten.

<sup>2</sup> Gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

<sup>3</sup> NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

<sup>4</sup> SBNBGM = Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge dividiert durch die entsprechenden Saisonfaktoren

<sup>5</sup> Ab Januar 1995 enthalten 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.

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

<sup>P</sup> provisorisch

Vorjahresvergleich nahm die Geldmenge  $M_1$  um 10,2% zu. Die Geldmenge  $M_2$ , die zusätzlich auch die Spareinlagen umfasst, stieg um 9,1%, während sich die Geldmenge  $M_3$ , die sich aus  $M_2$  und den Termineinlagen zusammensetzt, um 7,8% erhöhte.

Die Nationalbank bekräftigte Ende 1996, dass das tiefe Zinsniveau im Einklang mit ihren stabilitätspolitischen Vorstellungen stehe. Die langfristigen Zinssätze geben gegenwärtig keinerlei Hinweise auf einen Anstieg der Inflationserwartungen. Von der inländischen Kreditgewährung der Banken gehen keine Impulse aus. Die unausgeschöpften Kapazitäten in weiten Bereichen der Wirtschaft lassen vermuten, dass die erwartete konjunkturelle Belebung keinen merklichen Teuerungsanstieg auslösen wird.

## Geldmarkt

Die Geldmarktsätze lagen im vierten Quartal durchschnittlich tiefer als in der Vorperiode, obwohl sie im Laufe des Quartals wegen des bevorstehenden Jahresresultimos etwas anzogen. Der Tagesgeldsatz betrug noch 1,6%, gegenüber 2,2% im dritten Quartal. Bei den dreimonatigen Einlagen ergab sich ein Rückgang um 0,4 Prozentpunkte auf 1,8% am Euromarkt und um 0,2 Prozentpunkte auf 1,3% für Depots bei Grossbanken. Geldmarktbuchforderungen des Bundes mit derselben Laufzeit erreichten im vierten Quartal eine durchschnittliche Emissionsrendite von 1,4%, gegenüber 1,9% in der Vorperiode.

Am Euromarkt stieg im vierten Quartal der durchschnittliche Zinsvorteil von D-Mark- und Dollar-

**Tabelle 7: Geldaggregate<sup>1</sup> (Definition 1995)**

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994	5,6	10,2	5,1
1995	6,8	4,9	2,2
1996 <sup>P</sup>	11,9	12,2	7,2
1996 1. Q. <sup>P</sup>	13,5	14,9	6,1
2. Q. <sup>P</sup>	12,9	14,2	7,4
3. Q. <sup>P</sup>	11,2	10,9	7,4
4. Q. <sup>P</sup>	10,2	9,1	7,8
1996 Juli <sup>P</sup>	11,7	11,4	7,6
Aug. <sup>P</sup>	9,8	10,1	7,1
Sept. <sup>P</sup>	11,9	11,3	7,6
Okt. <sup>P</sup>	10,6	10,3	7,6
Nov. <sup>P</sup>	10,0	8,9	8,4
Dez. <sup>P</sup>	9,9	8,2	7,4

<sup>1</sup> Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

<sup>P</sup> provisorisch

M<sub>1</sub> = Bargeldumlauf + Sichteinlagen + Transaktionskonti

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + Spareinlagen

M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + Termineinlagen

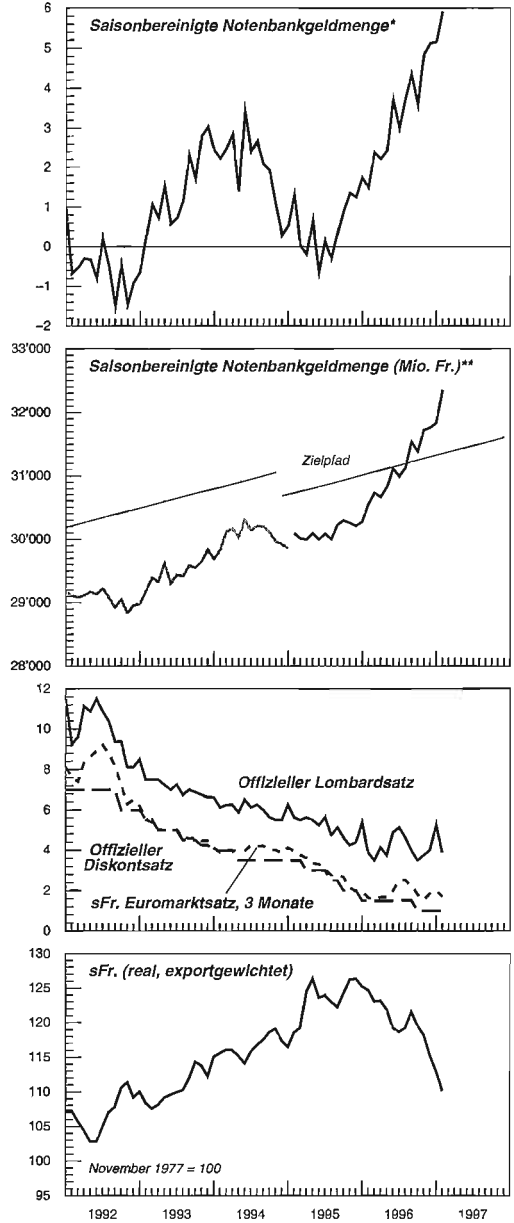
Anlagen gegenüber Schweizerfranken-Anlagen erneut. Für dreimonatige Laufzeiten betrug die Differenz 1,3 bzw. 3,6 Prozentpunkte im Vergleich zu 1,0 bzw. 3,3 Prozentpunkten im dritten Quartal.

### Devisenmarkt

Die ungünstige Konjunkturlage, die Lockerung der Geldpolitik und die Erstarkung des Dollars führten im vierten Quartal zu einer weiteren, deutlichen Tieferbewertung des Schweizerfrankens. Der nominelle exportgewichtete Wechselkurs des Frankens bildete sich von Oktober bis Januar um 6,1% zurück.

Der Franken wurde Mitte Februar mit 1,46 Franken pro Dollar ganze 16,5% tiefer gehandelt als im Oktober 1996. Gegenüber dem schwach tendierenden japanischen Yen büsste er 4% an Wert ein. Im gleichen Zeitraum schwächte sich der Franken auch gegenüber der D-Mark (-5%), dem Franc (-5,5%) und den anderen am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen ab; Mitte Februar schloss er mit Kursen von 86,50 Franken pro 100 DM bzw. 25,60 Franken pro 100 Franc. Gegenüber der italienische Lira und dem britischen Pfund notierte der Franken

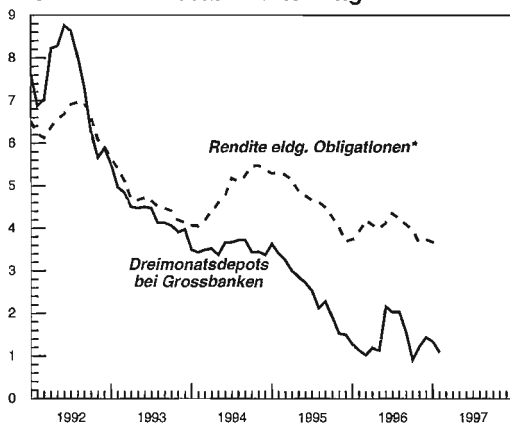
**Grafik 14: Schweiz**



\* Veränderung in Prozent gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

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

**Grafik 15: Zinssatzentwicklung**



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

Mitte Februar um 6,5% bzw. um 20,5% tiefer als im Oktober.

Der reale, exportgewichtete Wechselkurs des Frankens bildete sich im vierten Quartal deutlich zurück und lag damit um 8,3% unter dem Niveau des Vorjahresquartals (3. Quartal: -2,6%). Der reale Aussenwert sank gegenüber allen wichtigen Währungen ausser dem Yen. Gegenüber der D-Mark und dem französischen Franc sank er im Vorjahresvergleich um 4,5% bzw. um 7%. Noch stärker fiel die Abschwächung gegenüber dem amerikanischen Dollar (-12,5%), der italienischen Lira (-16,3%) und dem britischen Pfund (-16%) aus. Gegenüber dem Yen blieb der reale Wechselkurs des Frankens im Vorjahresvergleich unverändert.

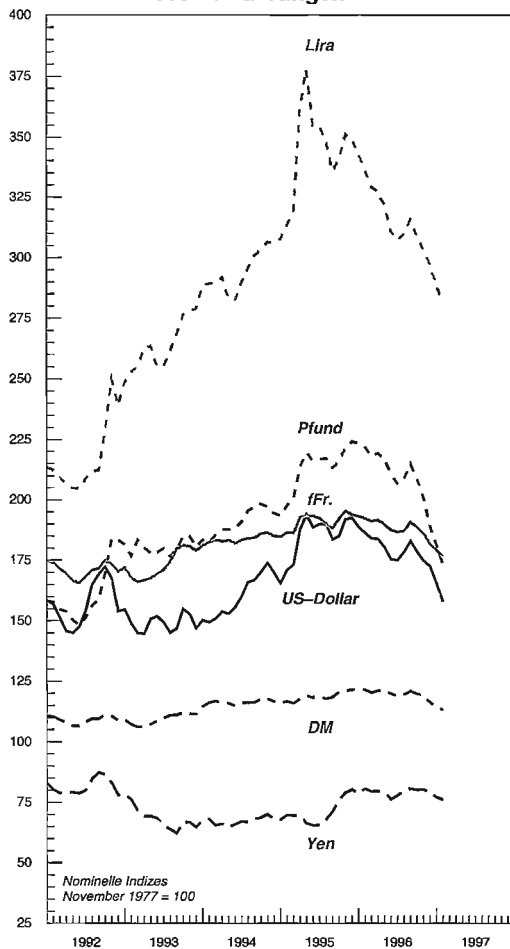
### Kapitalmarkt und Zinsstruktur

Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen nahm bis zum Jahresende um weitere 0,2 Prozentpunkte auf 3,6% ab, nachdem sie sich bereits im dritten Quartal 1996 deutlich zurückgebildet hatte. Der Wechsel zum neuen Anleihenskorb für die Renditeberechnungen ergab Anfang Januar 1997 einen Renditesprung auf 3,9%. Ende Januar lag die durchschnittliche Rendite bei 3,7%. Die Zinskurve flachte sich im

vierten Quartal ab. Die Renditedifferenz zwischen langfristigen Obligationen und neuemittierten dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft betrug am Jahresende noch 1,9 Prozentpunkte, im Vergleich zu knapp 2,4 Prozentpunkten drei Monate zuvor.

Der abnehmende Trend bei den langfristigen Renditen zeigte sich nach der üblichen Verzögerung auch bei den Zinsen für Spareinlagen. Diese wurden von den Kantonalbanken von 2,4% Anfang Oktober 1996 auf 2,1% Anfang Januar 1997 zurückgenommen. Die Verzinsung neuer erster Hypothekarkredite der Kantonalbanken sank

**Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**



**Tabelle 8: Schweizerfranken-Anleihen<sup>1</sup> (in Milliarden Franken<sup>2</sup>)**

	1995		1996		1996			
		3. Q.	4. Q.		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
<b>Total</b>	63,6	19,3	15,0	57,6	16,9	14,1	16,1	10,6
Straights	52,9	15,8	12,2	47,2	14,6	11,0	13,4	8,2
Eigenkapitalbezogene Anleihen	9,6	3,1	2,3	8,0	1,7	2,5	2,3	1,4
Andere <sup>3</sup>	1,2	0,3	0,6	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0
<b>Total Inländische Schuldner</b>								
Straights	23,9	6,9	5,6	22,0	5,4	5,5	6,6	4,5
Eigenkapitalbezogene Anleihen	1,6	1,0	0,4	0,8	0,1	0,5	0,1	0,2
Andere <sup>3</sup>	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total</b>	25,6	7,9	6,1	22,9	5,6	6,0	6,7	4,7
<b>Total Ausländische Schuldner</b>								
Straights	29,0	8,9	6,6	25,1	9,1	5,5	6,8	3,7
Eigenkapitalbezogene Anleihen	8,0	2,2	1,9	7,1	1,6	2,0	2,2	1,2
Andere <sup>3</sup>	1,0	0,3	0,4	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0
<b>Total</b>	37,9	11,4	8,9	34,7	11,3	8,1	9,4	5,9

<sup>1</sup> Von den Banken gemeldete Geschäfte, nach Behebungsdatum

<sup>2</sup> Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

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

bereits im November auf 4,8%, die entsprechende Anpassung bei den Althypotheken erfolgte zwei Monate später.

Am Aktienmarkt setzte sich der Kursanstieg fort. Der Swiss-Performance-Gesamtindex lag Ende Januar 1997 um 11% höher als Ende September 1996. Bei den Industriewerten war die Zunahme mit 17% doppelt so hoch wie bei den Unternehmen der Dienstleistungsbranche.

Das Volumen der von den Banken begebenen Schweizerfranken-Anleihen betrug im vierten Quartal insgesamt 10,6 Mrd. Franken. Es lag um rund 30% unter dem Stand der Vorjahresperiode. Bereits im dritten Quartal war das Anleihensvolumen deutlich gesunken.

Im Inlandbereich verringerte sich das Emissionsvolumen um 23% gegenüber dem Vorjahr. Das Volumen der gewöhnlichen Anleihen (Straights) sank um 19%, dasjenige eigenkapitalbezogener Anleihen noch stärker. Die Begebungen ausländischer Schuldner verminderten sich im Vergleich zum Vorjahr um 34% und lagen damit auf dem tiefsten Stand seit dem zweiten Quartal 1992. Das Volumen der Straights ging im Vorjahresvergleich um fast die Hälfte, jenes der eigenkapitalbezogenen Anleihen um einen Drittel zurück. Im Gegensatz

dazu erhöhten sich die anderen Anleihensarten (Anleihen mit variablem Zinssatz, synthetische Obligationen und Anleihen mit nicht eigenkapitalbezogenen Optionen) um 135%. Die tiefen Renditen führten zu einer vermehrten Ausgabe variabel verzinslicher Anleihen. Die öffentlichen Anleihen stellten annähernd die Hälfte des Emissionstotal dar, gegenüber 60% im vierten Quartal 1995.

Im Jahre 1996 betrug das Volumen der Franken-anleihen 57,6 Mrd. Franken und lag damit um 9% unter dem 1995 erreichten Niveau. Die Emission festverzinslicher Papiere (-11%) und jene eigenkapitalbezogener Anleihen (-17%) liessen deutlich nach. Die anderen Anleihensarten erhöhten sich im Jahresvergleich dagegen markant (+116%). Die Emissionen nahmen sowohl im Inlandbereich (-11%) als auch im Auslandbereich (-9%) ab. Der Anteil der Anleihen inländischer Schuldner verharnte bei 40%.

### **Bankbilanzen und Kredite**

Die Bilanzsumme der monatlich meldenden Banken lag Ende 1996 bei 1475 Mrd. Franken und übertraf damit den Wert des dritten Quartals um 4,3%. Zum Wachstum trugen vor allem die Finanzaktiva und die Auslandkredite bei.

**Tabelle 9: Bankbilanzen**

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

	1992	1993	1994	1995*	1996				Stand (in Mrd. Fr.)
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
<b>Bilanzsumme</b>	3,3	5,8	0,8	9,8	16,8	16,5	18,3	14,0	1 475,0
<b>Netto-Finanzaktiva<sup>1</sup></b>	15,8	12,3	3,8	27,9	52,7	37,3	25,2	26,9	235,7
Flüssige Mittel	-2,5	1,2	-6,2	1,5	-0,9	1,7	14,7	17,3	13,3
<i>Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.)</i>	-7,1	-26,1	-26,2	-2,9	0,3	4,4	2,4	4,9	4,9
Wechsel und Geldmarktpapiere	16,0	1,3	12,2	19,9	52,4	34,1	35,3	8,1	52,0
Wertschriften	6,3	41,3	1,5	12,4	21,4	13,6	23,8	28,0	65,5
<b>Kredite</b>	1,9	1,6	0,6	-2,4	1,0	2,2	5,2	8,4	758,8
Inländische Kredite	1,7	0,9	2,4	2,4	3,6	3,8	3,2	2,7	588,1
Debitoren	0,3	-2,8	0,6	0,8	4,7	2,8	3,9	-1,6	138,3
<i>Bewilligte Baukredite</i>	-5,8	-12,4	0,5	-13,2	-16,4	-19,6	-19,9	-16,2	22,6
<i>Beanspruchte Baukredite</i>	-0,8	-13,5	-4,3	-12,0	-17,0	-21,8	-19,7	-16,0	12,8
Hypotheken	3,5	1,8	3,9	3,4	3,7	4,9	3,2	4,3	426,2
Ausländische Kredite	2,6	4,0	-5,4	-19,4	-8,7	-3,7	13,3	33,9	170,6
<b>Kundengelder</b>	3,2	2,4	2,0	-0,3	6,9	7,3	8,3	11,8	774,2
Kreditoren auf Sicht	5,1	19,8	-4,9	7,2	22,6	19,9	24,4	19,9	116,7
Kreditoren auf Zeit	2,4	-8,3	6,8	-10,0	-0,2	3,4	6,0	19,6	319,0
Spar- und Depositenkonti	7,4	21,5	4,8	12,2	16,6	14,0	11,5	8,0	273,2
Kassenobligationen	-2,0	-12,5	-11,4	-8,2	-13,2	-13,0	-13,1	-13,8	65,4
<b>Obligationen und Pfandbriefe</b>	5,7	5,7	2,6	8,5	6,3	5,7	3,3	5,4	96,1
<b>Treuhandgelder</b>	0,8	-10,9	-4,3	7,7	3,9	9,4	14,6	21,5	303,7

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

\* definitive Werte

Die Nettofinanzaktiva (flüssige Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) nahmen im vierten Quartal um 11,2% zu. Sämtliche Komponenten trugen zum Wachstum bei. Die flüssigen Mittel übertrafen mit 13,3 Mrd. Franken den Vorquartalswert ultimobedingt um 20,9%. Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen Mittel) betrug in der Unterlegungsperiode vom 20. November bis zum 19. Dezember 125%, etwas weniger als ein Jahr zuvor. Bei den Grossbanken betrug der Liquiditätsgrad I 104%, bei den Kantonalbanken 126% und bei den Raiffeisenbanken 194%. Das Interbankgeschäft weitete sich auch im vierten Quartal stark aus. Sowohl die Bankendebitoren als auch die -kreditoren überschritten erstmals die 300-Mrd.-Franken-Grenze. Der Saldo zwischen Guthaben und Verpflichtungen belief sich Ende Jahr auf 4,9 Mrd. Franken, gegenüber 2,4 Mrd. am Ende des dritten Quartals. Der Bestand an Wechseln und Geldmarktpapieren wurde wäh-

rend des Quartals um beachtliche 14,8%, der Wertschriftenbestand um 8% aufgestockt.

Die Kredite erhöhten sich im vierten Quartal um 2,2% gegenüber der Vorperiode. Dieser Anstieg lässt sich mit der kräftigen Zunahme der Auslandskredite erklären (+6,8%), die teilweise wechsellkursbedingt ist. Das volumenmässig weitaus wichtigere inländische Kreditgeschäft nahm um 1% zu. Die Hypothekarforderungen stiegen im Laufe des vierten Quartals um 1,4%; die Debitoren nahmen geringfügig ab. Sowohl die bewilligten als auch die tatsächlich beanspruchten Baukredite lagen unter dem Stand des Vorquartals.

Die Kundengelder wuchsen im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 25,1 Mrd. Franken bzw. 3,3% und erreichten einen Stand von 774,2 Mrd. Franken. Rund drei Viertel dieser Zunahme entfielen auf die teilweise deutlich erstarkten Fremdwährungen. Das prozentual stärkste



Wachstum erzielten die Kreditoren auf Zeit mit 6,7%, wobei nur die Fremdwährungseinlagen zunahmen. Dagegen fielen die Kreditoren auf Sicht geringfügig unter den Stand des Vorquartals. Die Bestände auf den Spar- und Depositenheften nahmen im letzten Quartal des Jahres 1996 nochmals kräftig um 3,3% zu. Das Interesse an Kassenobligationen nahm dagegen weiter ab,

so dass die ausstehenden Bestände am Ende des vierten Quartals erstmals geringer waren als jene der Obligationen.

Die treuhänderisch verwalteten Guthaben nahmen erneut zu und erreichten mit 303,7 Mrd. Franken ein Niveau, das letztmals im Sommer 1993 realisiert wurde.



# Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 7 mars 1997\*

## A. Aperçu

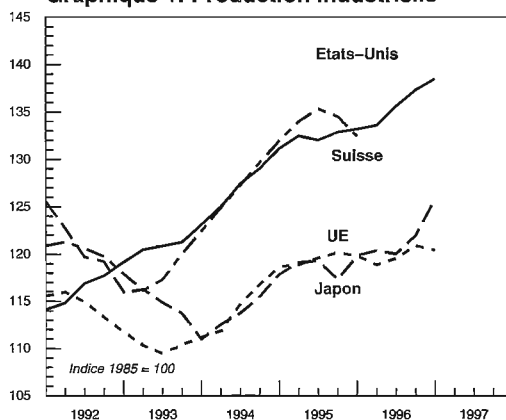
### 1. Etranger

#### Evolution de la conjoncture

Au quatrième trimestre de 1996, la conjoncture s'est améliorée dans la zone de l'OCDE. Le produit intérieur brut réel et la production industrielle ont continué à augmenter en Allemagne et en France. La stagnation n'a persisté qu'en Italie. Les principales impulsions sont venues des exportations, la demande intérieure – la propension à investir en particulier – ne montrant aucun signe patent de renforcement. Globalement, le scepticisme des entreprises au sein de l'UE a fait place à un prudent optimisme. Le climat de consommation ainsi que les perspectives pour l'industrie de la construction ont été toutefois à peine meilleurs qu'au trimestre précédent. Le Royaume-Uni, une nouvelle fois, a constitué une exception. La conjoncture britannique a été stimulée principalement par la consommation privée. Hors de l'Europe, l'évolution économique est restée favorable. Aux Etats-Unis, la croissance s'est accélérée, au quatrième trimestre, pour atteindre un rythme un peu supérieur à ce qui est compatible à long terme avec un taux d'inflation bas; les indicateurs n'annoncent pas un ralentissement pour le premier trimestre de 1997. Au Japon, le redressement de la conjoncture s'est poursuivi à pas lents. Favorisées par la baisse du yen, les exportations ont fortement progressé.

Dans les pays anglo-saxons, la bonne conjoncture est à l'origine d'une nouvelle progression de l'emploi. Le taux de chômage est resté bas aux Etats-Unis, et a encore diminué au Royaume-Uni. Sur le continent européen par contre, le marché du travail offrait une image sombre. Le taux de chômage a encore augmenté, tant en Allemagne qu'en France. Il s'inscrivait à 10,9% en moyenne de l'UE. Au Japon, l'amélioration de la conjoncture n'a pas encore engendré un accroissement du nombre des personnes occupées.

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OECD, Principaux indicateurs économiques et OFS

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement est resté approximativement inchangé dans la zone de l'OCDE. Abstraction faite de la Turquie et des nouveaux Etats membres<sup>1</sup>, il s'établissait à 3,3% en décembre, contre 3,2% en septembre. La hausse des prix s'est légèrement accélérée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, mais a faibli en Allemagne, en France et en Italie. Elle est demeurée basse au Japon.

#### Politique économique

Les banques centrales des Etats-Unis, d'Allemagne et du Japon n'ont pas modifié leurs taux directeurs au quatrième trimestre. En revanche, les

\* Le rapport a été approuvé le 13 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.

<sup>1</sup> Mexique, République tchèque, Hongrie, Pologne et Corée

autorités britanniques ont relevé les leurs, à fin octobre, étant donné la vigoureuse croissance économique. En Italie, la sensible décreue du renchérissement et le net raffermissement de la lire ont ouvert la voie à un assouplissement de la politique monétaire. En octobre et en janvier, la Banque d'Italie a réduit son taux d'escompte et son taux lombard de 1,5 point au total. La Banque de France a elle aussi abaissé quelque peu ses taux directeurs.

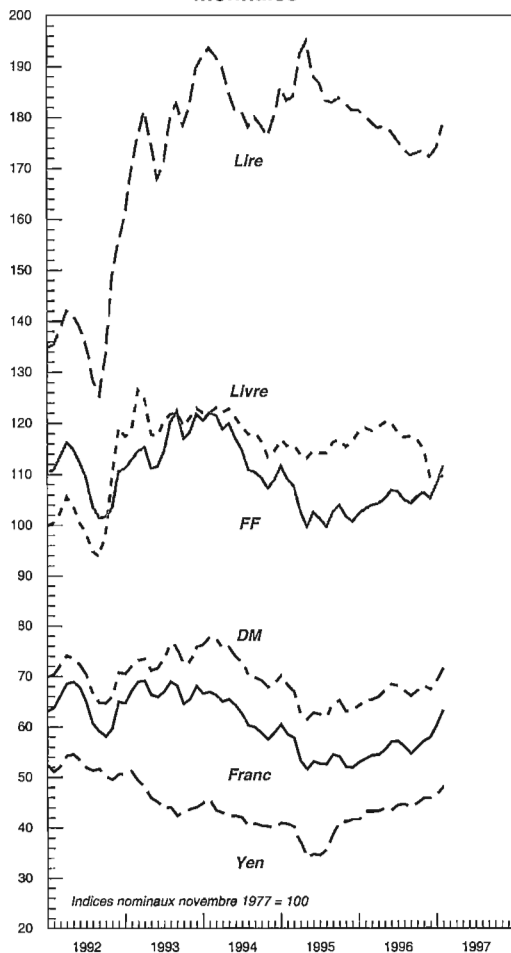
Dans la plupart des pays industrialisés, le repli des taux d'intérêt à long terme s'est poursuivi au quatrième trimestre. Il a été particulièrement prononcé en Italie. En janvier, les rémunérations à long terme ont repris le chemin de la hausse aux États-Unis, mais n'ont pas varié en Europe.

Le net ralentissement que la conjoncture a subi en Europe continentale jusqu'au milieu de 1996 a entraîné de sensibles répercussions sur les finances publiques. En Allemagne et en Italie, les déficits publics se sont creusés en 1996. En France, l'excédent de dépenses a pu être un peu réduit d'une année à l'autre, mais il est resté supérieur à la valeur de référence fixée dans le Traité de Maastricht, soit 3% du produit intérieur brut. Le déficit britannique pour l'exercice 1996/97 s'est en revanche fortement contracté grâce à l'évolution des recettes. Pour l'exercice 1997/98, il devrait être ramené à 2,5% du produit intérieur brut, soit au-dessous de la valeur de référence susmentionnée. L'Allemagne, la France et l'Italie ont également l'intention d'introduire de nouvelles mesures de consolidation. Le gouvernement japonais entend quant à lui nettement durcir sa politique budgétaire au cours de l'exercice qui commencera en avril 1997. L'excédent de dépenses avait massivement augmenté ces dernières années, en partie à cause des programmes destinés à stimuler la conjoncture. Un relèvement de la TVA figure parmi les mesures prévues.

### Marchés des changes

Grâce à la situation économique toujours favorable aux États-Unis et aux rendements plus attractifs sur les placements américains, le dollar s'est fortement revalorisé, au quatrième trimestre, par rapport à toutes les monnaies importantes.

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



Entre octobre et février, il a repris environ 11% au mark allemand et au yen et même 16,5% au franc suisse. Au quatrième trimestre, son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, dépassait de 3,6% le niveau observé un an auparavant.

A la suite de l'envolée de la livre irlandaise, l'écart entre la plus forte et la plus faible des monnaies participant au mécanisme de change du SME s'est considérablement creusé au quatrième trimestre. Entre octobre 1996 et février 1997, l'écart entre le franc français, la monnaie la plus faible, et la livre irlandaise, la monnaie la plus forte, a passé

de 2% à 11%. Le 12 octobre, la Finlande est entrée dans le mécanisme de change du SME. En outre, l'Italie a réintégré le mécanisme le 23 novembre. Elle en était sortie en septembre 1992.

Le mark allemand s'est encore affaibli au quatrième trimestre. En décembre et en janvier, il valait 3,37 francs français, son cours le plus bas depuis 1993. Le mark a cédé du terrain également face à la lire italienne. Au quatrième trimestre, son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, était inférieur de 4,4% au niveau enregistré un an auparavant. Durant la même période, le cours réel et pondéré du franc français a diminué de 1,7%, alors que celui de la lire a augmenté de 10,9%.

Soutenue par la vigoureuse conjoncture au Royaume-Uni, la livre sterling s'est fortement revalorisée vis-à-vis de la plupart des monnaies. Entre octobre et la mi-février, elle a regagné 13% sur le mark et atteint des niveaux qui n'avait plus été observés depuis la sortie du Royaume-Uni du mécanisme de change du SME, en septembre 1992. Le cours réel de la livre, pondéré par le commerce extérieur, s'est accru de 9% en l'espace d'une année.

Le yen japonais a continué à subir des pressions. Le dollar valait 124 yens, d'où, pour la monnaie japonaise, son plus bas niveau depuis le début de 1993. Le cours réel du yen, pondéré par le commerce extérieur, a fléchi de 10,6% en un an.

### ***Intégration européenne***

En décembre 1996, le Conseil européen a adopté les modalités de fonctionnement du nouveau mécanisme de change, qui sera mis en place après la création de l'Union monétaire. Ce mécanisme liera à l'euro les monnaies des Etats membres qui ne prendront pas part à l'Union monétaire dès le début. On ne sait pas encore si ces pays participeront tous au nouveau mécanisme. Les cours-pivots des monnaies seront définis par rapport à l'euro qui sera au centre du système; ils seront fixés d'un commun accord par tous les pays participants et la Banque centrale européenne (BCE). Tous les participants auront en outre le droit d'engager une procédure confidentielle visant à réexaminer les cours-pivots. La marge de fluctua-

tion des monnaies sera relativement large. Si une monnaie atteint une des limites de sa marge de fluctuation, tous les participants seront en principe tenus d'intervenir, de manière automatique et illimitée, en faveur de cette monnaie. Ils pourraient toutefois suspendre leurs interventions si la stabilité des prix était menacée.

Un consensus a été obtenu au sujet également du pacte de stabilité et de croissance. Ce pacte doit garantir que les Etats participant à l'Union monétaire continuent à mener, après le passage à la politique monétaire commune, une politique budgétaire axée sur la stabilité. Par conséquent, les Etats devront maintenir durablement leur déficit budgétaire au-dessous du seuil de 3% du produit intérieur brut. Des dépassements ne seront autorisés qu'en cas d'événements inhabituels, lors d'une sévère récession notamment. Un pays qui affichera un déficit excessif aura tout d'abord la possibilité de le corriger dans un délai donné. En cas d'échec, il devra faire un dépôt ne portant pas intérêt. Ce dépôt sera converti en amende si le déficit reste excessif après une certaine période.

L'Institut monétaire européen (IME) a présenté un rapport sur la politique monétaire au cours de la troisième phase de l'Union monétaire européenne, rapport dans lequel sont décrits en particulier la stratégie et les instruments de la BCE pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Sur le plan de la stratégie, deux possibilités sont en discussion, à savoir un objectif de croissance monétaire et un objectif en termes d'inflation. De l'avis de l'IME, la BCE penchera vraisemblablement pour une solution englobant des éléments des deux stratégies. Les opérations d'open market seront le principal instrument de politique monétaire de la BCE. Pour l'essentiel, elles consisteront en la prise en pension de titres; les prises en pensions se feront à court terme, soit à un rythme hebdomadaire et pour une durée de deux semaines, et à plus long terme, soit à un rythme mensuel et pour une durée de trois mois. Il y aura également des mesures destinées à assurer une gestion plus fine des liquidités. De plus, la BCE créera deux facilités permanentes: une formule de refinancement pour faire face à des besoins passagers de liquidités et une possibilité de constituer des dépôts. Ces deux instruments

lui permettront de maintenir les taux d'intérêt à court terme dans une fourchette. La BCE aura également le droit d'imposer au besoin la constitution de réserves minimales.

### **Endettement et 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 et des pays en développement a continué à croître en 1996. En revanche, le rapport entre la dette et les exportations a diminué, de même que le rapport entre le service de la dette et les exportations.

L'endettement extérieur de l'Europe centrale et orientale ainsi que des Etats de l'ex-Union soviétique s'est accru de 10 milliards de dollars pour atteindre 270 milliards. La moitié de la dette incombait aux pays d'Europe centrale et orientale, 47% à la Russie et 3% aux pays caucasiens et d'Asie centrale. Par rapport à l'année précédente, le rapport entre la dette et les exportations a diminué grâce à l'augmentation des exportations, alors que le rapport entre le service de la dette et les exportations restait à peu près stable.

La dette extérieure des pays en développement a augmenté de près de 5% passant à 1956 milliards de dollars. Il convient de relever que la dette extérieure totale des pays d'Afrique s'est stabilisée, alors que celle des pays asiatiques en développement a enregistré une hausse de 10%. Environ 37% de la dette globale revenaient aux pays asiatiques en développement, 34% à l'Amérique latine, 15% au Moyen-Orient et 14% à l'Afrique. Le rapport entre la dette et les exportations a fléchi à 105%. Les Etats africains ont enregistré la baisse la plus forte. Le rapport entre le service de la dette et les exportations s'est réduit de 15,5% en 1995 à 14,6% en 1996. Son repli le plus substantiel a été observé dans les pays d'Amérique latine.

Jusqu'en février, le FMI a débloqué les tranches de crédit que la Russie aurait dû recevoir en octobre et en novembre. Il avait suspendu le paiement de ces deux tranches parce que les rentrées d'impôts du gouvernement russe étaient insuffi-

santes. En outre, le Fonds a décidé, à la mi-décembre, de surseoir au versement de la dernière tranche du crédit à l'Ouzbékistan. Ce pays, qui est membre du groupe suisse au FMI, avait instauré un contrôle des changes et n'avait pas atteint les objectifs fixés en matière d'inflation.

## **2. Suisse**

Les tendances à la récession se sont maintenues en Suisse jusqu'à la fin de l'année, et aucun signe de retournement de la conjoncture n'a été observé au premier trimestre de 1997. Le produit intérieur brut réel a stagné du troisième au quatrième trimestre; en comparaison annuelle, il a reculé de 0,6%, contre 0,9% au troisième trimestre. La demande intérieure a fléchi une fois encore. Les investissements en biens d'équipement en particulier ont perdu de leur dynamisme. Grâce à la demande des pays extra-européens, les exportations de biens et de services ont légèrement augmenté. Les résultats des enquêtes menées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ confirment l'évolution divergente de la demande intérieure et étrangère. Les entreprises produisant pour le marché intérieur ont porté un jugement encore plus pessimiste sur leur situation et leurs perspectives, alors que la marche des affaires et les anticipations de l'industrie d'exportation se sont sensiblement améliorées.

La situation s'est encore aggravée sur le marché du travail au quatrième trimestre. En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a diminué et le nombre des chômeurs a fortement augmenté. Le taux de chômage désaisonnalisé atteignait 5,2% en décembre, soit un point de plus qu'un an auparavant.

Le renchérissement s'inscrivait à 0,8% au quatrième trimestre, contre 0,6% au troisième. Sa hausse est imputable aux prix des marchandises – importées en particulier – qui se sont remis à croître pour la première fois depuis le milieu de 1995. Dans le secteur des services toutefois, le renchérissement a continué à se replier.

La monnaie centrale désaisonnalisée atteignait en moyenne 31,8 milliards de francs au quatrième trimestre; elle dépassait ainsi de 5% son niveau

de la période correspondante de 1995 et de 1,5% son sentier de croissance à moyen terme. Sa progression a été également plus forte que la prévision publiée par la Banque nationale. Les deux composantes de l'agrégat se sont accrues à des rythmes un peu plus élevés que prévu. Les importantes modifications dans la composition des disponibilités bancaires – elles avaient entraîné une sensible hausse des avoirs en comptes de virements au deuxième et au troisième trimestre – ont pourtant pris fin. Pour le premier trimestre de 1997, la Banque nationale table sur un volume moyen de monnaie centrale désaisonnalisée de 31,8 milliards de francs.

Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a augmenté jusqu'au milieu de décembre pour s'inscrire à un peu plus de 2%. Il s'était replié à 1,4% à fin septembre. En moyenne, il a légèrement diminué d'un trimestre à l'autre. A partir de la mi-décembre, ce taux est reparti à la baisse et, à fin janvier, il s'établissait à près de 1,7%. Mesurés au rendement moyen des obligations fédérales, les taux d'intérêt à long terme sont restés approximativement stables, autour de 3,7%, entre octobre et janvier.

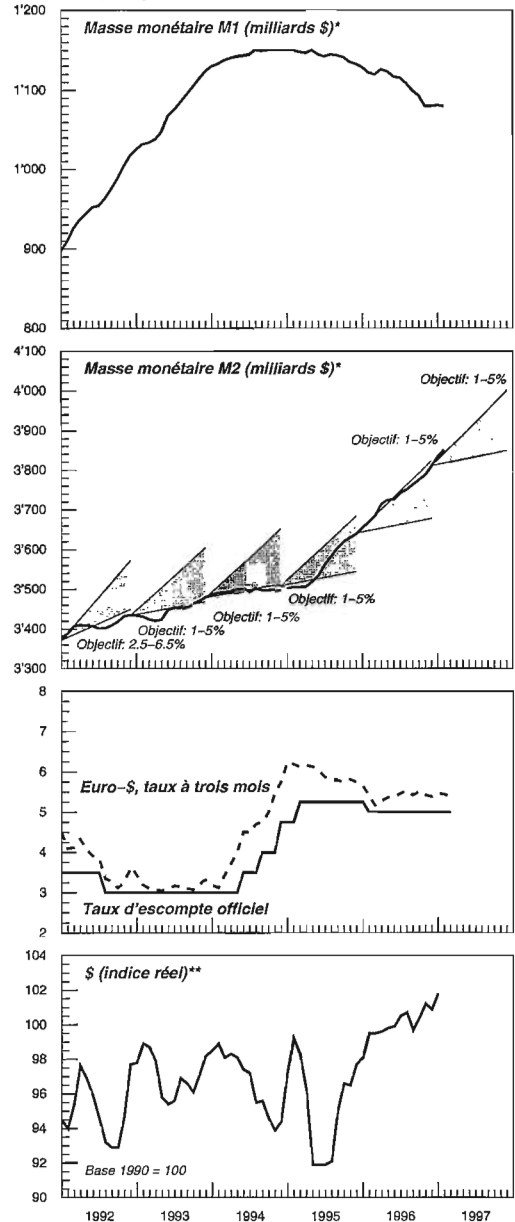
Au quatrième trimestre, le franc a fléchi par rapport à toutes les monnaies importantes. Son cours réel, pondéré par les exportations, était inférieur de 8,3% au niveau observé un an auparavant.

## B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

### Etats-Unis

Au quatrième trimestre de 1996, la croissance économique s'est renforcée aux Etats-Unis. Le produit intérieur brut réel a de nouveau nettement augmenté par rapport à la période précédente. Il dépassait de 3,2% son niveau du trimestre correspondant de 1995. En comparaison annuelle, les investissements des entreprises et les investissements en constructions ont enregistré de fortes hausses, à savoir 9,1% et 4%. La consommation privée s'est élevée de 2,7%. L'expansion des exportations a été vigoureuse (7,6%), mais un peu plus faible que celle des importations (8,6%).

Graphique 3: Etats-Unis



\* Données cvs; objectifs: du 4<sup>e</sup> trimestre à 4<sup>e</sup> trimestre suivant (source: Système de Réserve fédérale). Depuis décembre 1994, nouvelle définition.

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

La production de l'industrie manufacturière a augmenté moins vite au quatrième trimestre qu'à

la période précédente. Elle était toutefois supérieure de 4,2% à son niveau du dernier trimestre de 1995. Le taux d'utilisation des capacités de production a marqué une légère hausse dans l'industrie. La progression de l'emploi (sans l'agriculture) – soit une moyenne de 186 000 personnes par mois – a de nouveau été très forte. En l'espace d'une année, 2,2 millions d'emplois ont été créés au total, ce qui correspond à un accroissement de 2,2%. Au quatrième trimestre, le taux de chômage s'inscrivait à 5,3%, contre 5,6% un an auparavant.

Selon les principaux indicateurs, l'expansion économique devrait rester soutenue au premier trimestre de 1997 et évoluer au-dessus de son sentier de croissance à long terme. L'indice des indicateurs avancés a encore progressé au quatrième trimestre. Il en a été de même de l'indice de confiance des consommateurs dont la hausse a été vigoureuse; cet indice s'était déjà élevé nettement à la période précédente.

Au quatrième trimestre, les prix à la consommation dépassaient de 3,2% leur niveau de la période correspondante de 1995; l'augmentation a donc été beaucoup plus vive qu'au troisième trimestre (2,9%). Elle s'explique surtout par l'évolution des prix des produits énergétiques. L'inflation de base (abstraction faite des produits alimentaires et de l'énergie) est restée quasiment inchangée à 2,6%. La hausse des prix à la production s'est quant à elle légèrement accélérée pour atteindre 2,9%.

La banque centrale américaine a renoncé, au quatrième trimestre également, à relever ses taux directeurs. Depuis janvier 1996, le taux de l'escompte est fixé à 5%, et celui des fonds fédéraux, à 5,25%. Sur le marché des euro-dollars, la rémunération des dépôts à trois mois a quelque peu faibli, passant à 5,4%. De son côté, le rendement des emprunts émis à dix ans par l'Etat a marqué un repli beaucoup plus prononcé. Il a diminué de 0,4 point en moyenne pour s'inscrire à 6,3%. En février, il est toutefois remonté à 6,4%.

Le recul de la masse monétaire  $M_1$ , observé depuis la fin de 1994, a continué au quatrième trimestre. En revanche, la progression des agrégats  $M_2$  et  $M_3$  s'est accélérée. En taux annualisés,  $M_2$

a augmenté de 4,9%, et  $M_3$ , de 8%. La croissance annuelle de  $M_2$  (4,6%) était proche de la limite supérieure de sa fourchette de 1 à 5%, et celle de  $M_3$  (6,4%) dépassait légèrement la sienne, fixée entre 2 et 6%.

### **Japon**

Au Japon, le produit intérieur brut réel a marqué une faible hausse au troisième trimestre de 1996. En comparaison annuelle, il a progressé de 3,2%, contre 3,4% au trimestre précédent. Les investissements, qui ont augmenté de 9,9% par rapport à la période correspondante de 1995, ont été le principal soutien de la croissance. La construction du secteur privé, qui avait été vigoureusement stimulée au premier semestre par des mesures d'encouragement de l'Etat, a reculé, mais dépassait encore de plus de 20% son niveau du troisième trimestre de 1995. Par contre, la consommation privée n'a enregistré qu'une légère expansion en comparaison annuelle.

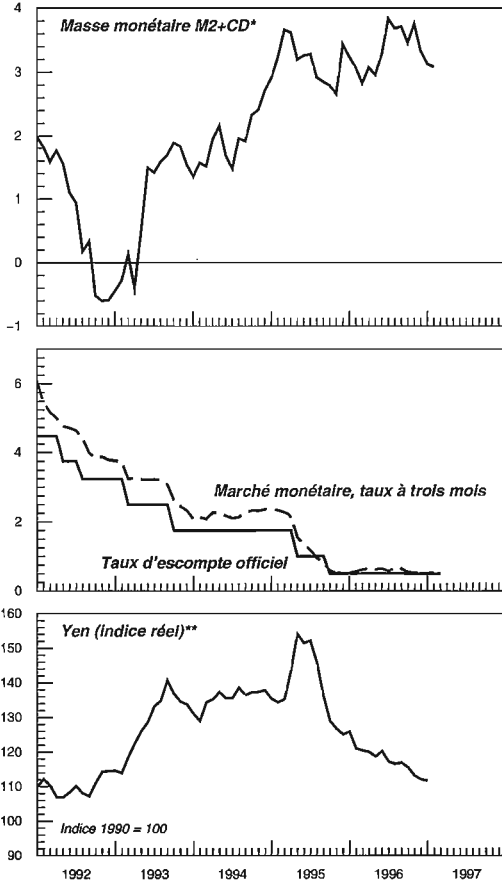
La lente reprise de la conjoncture s'est confirmée au quatrième trimestre. Grâce à la forte dévalorisation du yen, des impulsions sont venues de nouveau de la demande étrangère. Dans l'industrie manufacturière, la hausse de la production s'est inscrite à 3,1%, soit à un niveau beaucoup plus élevé qu'à la période précédente. Aussi, lors de l'enquête trimestrielle du mois de novembre, les entreprises ont-elles jugé les perspectives de production de manière un peu moins pessimiste que trois mois plus tôt. Une amélioration a aussi été observée du côté de la demande intérieure. Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont progressé quelque peu, et les ventes de voitures ont continué à croître à un rythme très soutenu.

Les prix à la consommation sont restés approximativement stables. Le renchérissement annuel s'établissait à 0,5% au quatrième trimestre, contre 0,2% au trimestre précédent. Le recul des prix à la production a marqué un ralentissement puisqu'il s'inscrivait à 0,6%.

Sur le marché du travail, la situation s'est légèrement détendue. En comparaison annuelle, l'emploi a progressé de 0,9%, mais le taux de chômage est demeuré inchangé à 3,3%. Le rapport



**Graphique 4: Japon**



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

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

entre le nombre de places vacantes et celui des demandeurs d'emploi a faiblement augmenté, passant de 0,71 à 0,74.

En 1996, les exportations ont enregistré une forte expansion à la suite de la baisse du yen. Elles ont cru de 7,7%, contre 2,6% en 1995. La progression des importations a toutefois été nettement supérieure, puisqu'elle a passé de 12,3% à 20,4% d'une année à l'autre. Cette évolution est le résultat de la délocalisation, vers d'autres pays asiatiques, de productions pour lesquelles le facteur travail est dominant. Le solde actif de la ba-

lance commerciale a reculé d'un tiers par rapport à 1995; il s'est établi à 1,3% environ du produit intérieur brut.

Les autorités monétaires japonaises n'ont pas modifié leur politique au quatrième trimestre. Le taux de l'escompte est resté inchangé à 0,5%. Sur le marché des euro-yens, la rémunération des dépôts à trois mois n'a que légèrement faibli, passant de 0,4% à 0,3%. En revanche, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a reculé d'un demi-point pour s'inscrire à 2,7%. La masse monétaire M<sub>2</sub>+CD, qui sert d'indicateur monétaire, dépassait de 3,4% le niveau observé un an auparavant; sa croissance était donc un peu inférieure à celle du trimestre précédent.

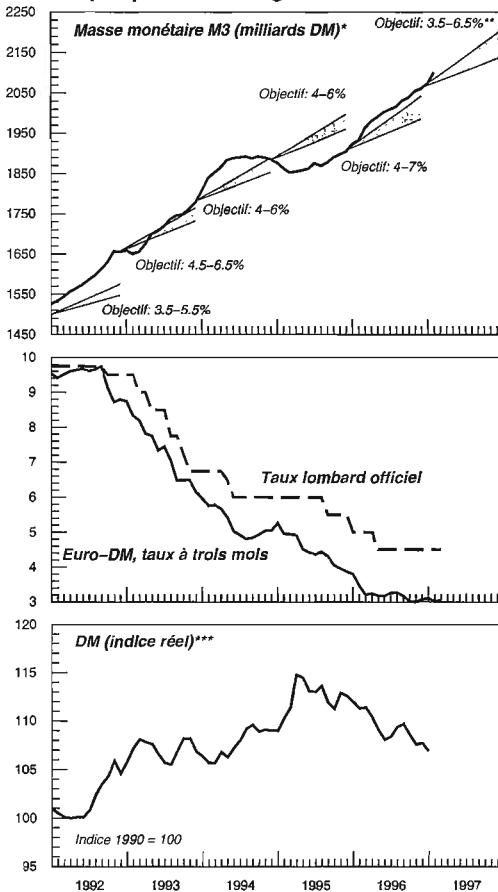
Début mars, le Parlement a approuvé le budget de l'exercice 1997/1998, qui débutera le 1<sup>er</sup> avril 1997. Les recettes devraient sensiblement augmenter grâce au relèvement des impôts sur la consommation et à la diminution des déductions autorisées au titre des impôts directs. De leur côté, les dépenses devraient croître à peu près au même rythme que le produit intérieur brut. Pour ce qui est du déficit, il est prévu de le ramener à 5% du PIB. L'excédent de dépenses de l'exercice 1996/97 atteindra 6%, à la suite de la mise en œuvre de divers programmes de relance.

## **Allemagne**

Au troisième trimestre de 1996, la reprise conjoncturelle s'est encore renforcée en Allemagne. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,9%, contre 1,1% au deuxième trimestre. La consommation et les exportations ont été le principal moteur de la croissance. Les investissements en constructions et en biens d'équipement n'ont quant à eux dépassé leur niveau de l'année précédente que de justesse. Sous l'effet du raffermissement de la demande intérieure, les importations ont elles aussi marqué une hausse.

L'amélioration de la conjoncture s'est poursuivie au quatrième trimestre. Selon de premières données, le produit intérieur brut réel s'est accru de 1,7% en comparaison annuelle. La production de l'industrie manufacturière a progressé de 2,1%,

**Graphique 5: Allemagne**



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

\*\* Orientation pour 1997 et 1998: 5% par an

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

soit à un rythme beaucoup plus soutenu qu'au troisième trimestre. Le taux d'utilisation des capacités de production a de nouveau augmenté, de même que les entrées de commandes. De ce fait, les producteurs étaient un peu plus optimistes. Les impulsions sont venues principalement de la demande étrangère. Après la légère embellie du milieu de l'année, les entrées de commandes ont de nouveau fléchi au quatrième trimestre dans la construction. Ce recul a touché plus particulièrement le secteur des logements. Les chif-

fres d'affaires du commerce de détail, en hausse jusqu'au troisième trimestre, se sont eux aussi repliés.

Pour 1997, le gouvernement table sur une croissance de 2,5% du produit intérieur brut réel. Il s'attend notamment à un raffermissement de la demande étrangère et à une forte hausse des investissements en biens d'équipement. La consommation n'augmentera sans doute que modérément, et l'activité devrait rester faible dans la construction.

Au quatrième trimestre, la situation s'est encore détériorée sur le marché du travail. En comparaison annuelle, le nombre des personnes occupées a diminué de 1%, et le taux de chômage a augmenté d'un point de pourcentage pour s'inscrire à 10,7%. Il s'élevait à 9,5% en Allemagne occidentale et à près de 16% dans la partie orientale. A la fin du quatrième trimestre, plus de 4 millions de personnes étaient au chômage. Selon une estimation des spécialistes du «Sachverständigenrat», il faut ajouter à ce chiffre 1,3 million de chômeurs latents. Il s'agit de personnes qui participent à des programmes d'occupation subventionnés par l'Etat ou qui cherchent du travail, sans être inscrits au chômage.

Du troisième au quatrième trimestre, la hausse des prix à la consommation a reculé de 0,1%, pour s'établir à 1,4%. Quant aux prix à la production, en repli depuis le début de 1996, ils ont continué à diminuer.

La Banque fédérale d'Allemagne a laissé le taux de l'escompte à 2,5% et le taux lombard à 4,5% au quatrième trimestre. Le taux appliqué aux prises en pension de titres, qu'elle avait réduit pour la dernière fois en août, est resté à 3%. Le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a passé de 6,2% en septembre à 5,8% en janvier.

La masse monétaire M<sub>3</sub> a augmenté de 8,1% entre le quatrième trimestre de 1995 et la période correspondante de 1996. Elle évoluait donc au-dessus de son corridor de croissance, fixé entre 4 et 7% par la Banque fédérale. Alors que les dépôts à court terme ont diminué, les dépôts à vue et les fonds d'épargne ont vigoureusement

progressé. A fin 1996, la Banque fédérale a décidé d'accroître  $M_3$  de 5% environ, tant en 1997 qu'en 1998. Elle a ainsi confirmé son intention de poursuivre, jusqu'au passage à l'Union monétaire au début de 1999, sa politique monétaire axée sur la stabilité. Pour 1997, elle a en outre fixé un corridor de croissance de 3,5 à 6,5% pour l'évolution de la masse monétaire  $M_3$ .

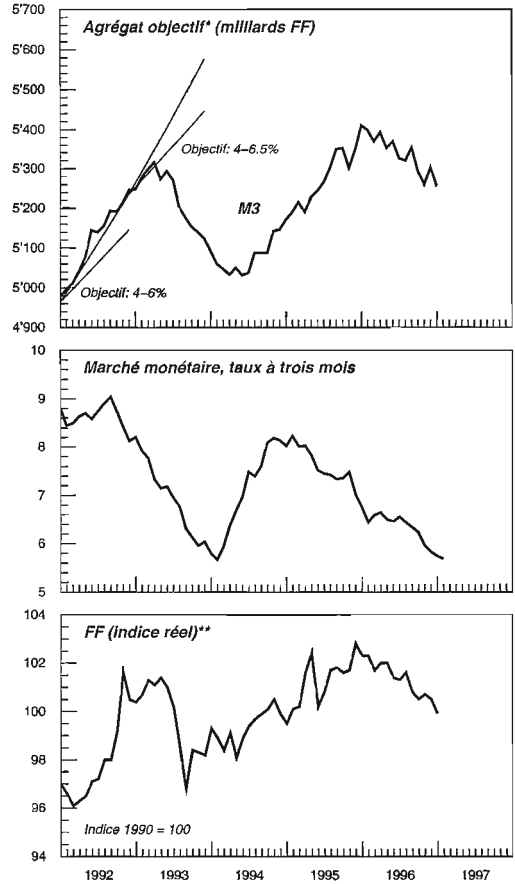
## France

En France, la conjoncture s'est améliorée progressivement au second semestre de 1996. Au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,9% par rapport au trimestre précédent, et de 1,4% en comparaison annuelle. Les exportations et la consommation, tant privée que publique, ont stimulé l'économie. Les investissements par contre, ont légèrement diminué. Le fort accroissement de la consommation privée s'explique en partie par des mesures prises par le gouvernement. Ces mesures englobent la déduction fiscale des intérêts sur les crédits à la consommation, la diminution de la rémunération du livret d'épargne populaire et l'octroi d'une prime pour soutenir le marché de l'automobile.

Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,2% du troisième au quatrième trimestre, et de 2,1% par rapport au trimestre correspondant de 1995. D'un trimestre à l'autre, la production de l'industrie manufacturière (sans la construction) a reculé de 1,9%, alors qu'elle avait progressé quelque peu au troisième trimestre. Les résultats de l'enquête effectuée en décembre montrent que les entreprises considéraient toujours leurs stocks comme trop élevés. Etant donné que la demande intérieure est restée faible et que seules les commandes en provenance de l'étranger ont marqué une hausse, la production ne devrait croître que légèrement au cours des premiers mois de 1997.

Au quatrième trimestre, l'emploi a régressé quelque peu en comparaison annuelle, après avoir connu une longue période d'amélioration. Le taux de chômage s'est encore accru, passant à 12,7% en décembre. Quant au renchérissement, il a diminué de 0,3% du troisième au quatrième trimestre pour s'inscrire à 1,6%.

Graphique 6: France



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

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

Le déficit public a atteint 288 milliards de francs français en 1996, soit 4% du produit intérieur brut (1995: 4,8%), selon de premières estimations. Il correspondait au montant figurant au budget. Un collectif budgétaire a été adopté à la fin de l'année pour des dépenses imprévues de 40 milliards de francs français; grâce cependant aux économies réalisées dans d'autres domaines, le budget n'a globalement pas été dépassé.

La Banque de France a continué à assouplir prudemment sa politique au quatrième trimestre. Elle

a ramené son taux des appels d'offres à 3,15% en deux étapes et réduit son taux des prises en pension de 4,75% à 4,6%. A fin janvier 1997, elle a adapté une nouvelle fois son taux des appels d'offres, le fixant à 3,1%. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a fléchi de septembre à décembre, passant de 3,6% à 3,3%. Quant au rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat, il s'établissait à 5,7% en décembre, contre 6,2% en septembre.

Au quatrième trimestre, la masse monétaire  $M_3$  a continué à diminuer pour s'inscrire 1,5% au-dessous du niveau observé un an auparavant. Au début de 1996, la Banque de France avait fixé à 5% l'objectif de croissance à moyen terme de  $M_3$ . En moyenne des mois d'octobre et de novembre, l'endettement intérieur total a augmenté au même rythme qu'au trimestre précédent, soit de 3,6%.

### **Royaume-Uni**

Au Royaume-Uni, la vigoureuse croissance économique s'est poursuivie au troisième trimestre de 1996. Le produit intérieur brut réel a augmenté une nouvelle fois par rapport au trimestre précédent et dépassait de 2,2% le niveau observé un an auparavant. La consommation privée est restée le principal soutien de la conjoncture. En comparaison annuelle, elle a progressé de 3,2%. Bien que les investissements aient faibli d'un trimestre à l'autre, ils étaient encore supérieurs de 3,3% à leur niveau du troisième trimestre de 1995. Les exportations ont elles aussi perdu un peu de leur dynamisme, enregistrant une hausse de 5,7% en comparaison annuelle. Ce ralentissement est dû sans doute à la fermeté de la livre sterling.

Au quatrième trimestre, la reprise économique a continué à un rythme soutenu. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut a augmenté de 0,8% d'un trimestre à l'autre, et de 2,7% par rapport au quatrième trimestre de 1995. Les principales impulsions sont venues une fois encore des dépenses de consommation en forte croissance; celles-ci ont en effet progressé de 3,9% en comparaison annuelle. Le climat de consommation a été une nouvelle fois plus propice, grâce notamment au taux de chômage moins élevé, à la hausse des revenus disponibles et à la

reprise observée sur le marché immobilier. La production industrielle a été dans l'ensemble nettement supérieure à celle du troisième trimestre; elle s'est inscrite 1,7% au-dessus du niveau enregistré un an auparavant.

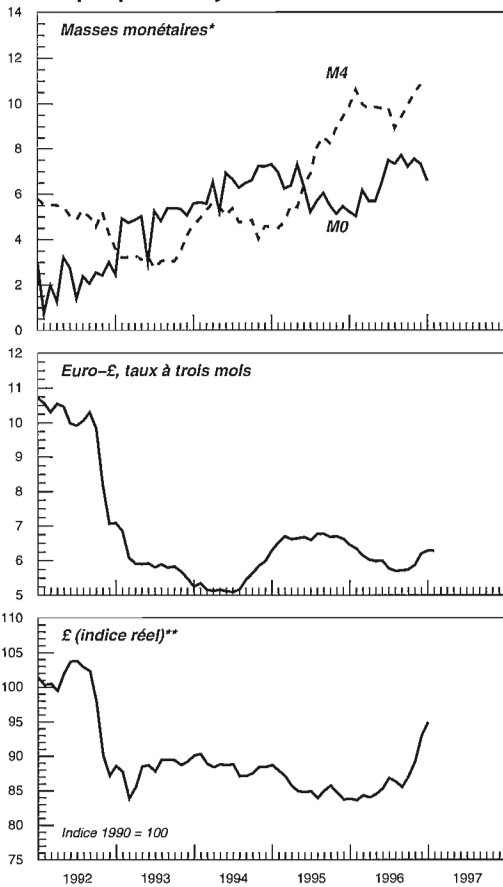
La situation s'est encore améliorée sur le marché du travail. Au quatrième trimestre, le taux de chômage a fléchi de 0,6% pour s'établir à 6,9%. La hausse annuelle des prix à la consommation a passé de 2,2% au troisième trimestre à 2,6% au trimestre suivant. L'inflation de base, qui est calculée sans les taux hypothécaires, est montée de 2,8% à 3,1%. Elle était donc très supérieure à l'objectif de 2,5% que le gouvernement entendait atteindre jusqu'à la fin de 1996. Mesuré à l'indice des prix à la production, le renchérissement s'est inscrit à 2,1%, soit au même niveau qu'au trimestre précédent.

Le 26 novembre, le chancelier de l'Echiquier a présenté le budget de l'exercice 1997/98, qui débutera le 1er avril 1997. Le déficit budgétaire s'élève à 26,5 milliards de livres (2,5% environ du produit intérieur brut), ce qui représente une amélioration considérable par rapport aux 3,5% qu'enregistrera probablement l'exercice 1996/97. Le gouvernement a tablé sur une croissance de 3,5% du produit intérieur brut et sur une inflation inférieure à 2,5%. Ce budget permettra au Royaume-Uni de respecter les critères de Maastricht. Le gouvernement entend améliorer les finances publiques à moyen terme, afin d'équilibrer le budget d'ici l'an 2000.

Le 30 octobre 1996, les autorités monétaires britanniques ont augmenté leur taux directeur. Par la suite, malgré l'accélération du renchérissement, elles l'ont maintenu à 6% du fait principalement de la forte revalorisation de la livre sterling. En données pondérées par le commerce extérieur, le cours réel de la monnaie britannique a progressé de quelque 13% en un an. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a passé de 5,9% en octobre à 6,2% en février. Quant au rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat, il a diminué pour s'inscrire à 7,2%.

Selon le rapport publié en février sur l'inflation, la Banque d'Angleterre estime qu'il est nécessaire de relever les taux d'intérêt pour pouvoir atteindre

Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

à moyen terme l'objectif fixé en matière d'inflation. Elle considère que les taux actuels de croissance des agrégats monétaires ne sont pas compatibles avec cet objectif.

Au quatrième trimestre, l'expansion annuelle de la masse monétaire  $M_0$  a faibli pour s'inscrire à 7,3%. Cet agrégat évoluait donc toujours au-dessus de son objectif de croissance fixé entre 0 et 4%. La masse monétaire  $M_4$ , qui répond à une définition plus large et englobe également les dépôts dans les banques et les caisses d'épargne-logement, a augmenté de 10,3%; elle dépassait elle aussi sa fourchette de 6 à 9%.

## Italie

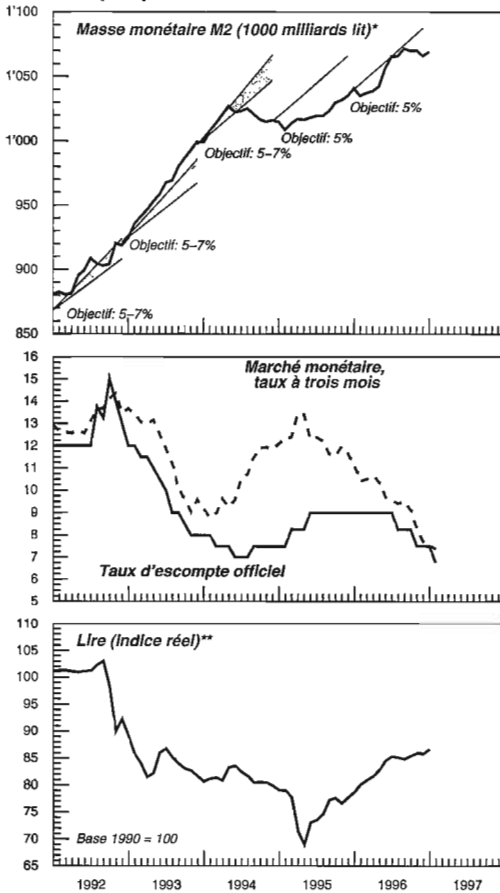
En Italie, la conjoncture n'a montré que quelques signes d'amélioration au troisième trimestre. Le produit intérieur brut réel a certes progressé du deuxième au troisième trimestre, mais grâce uniquement à la légère croissance des exportations. La demande intérieure est restée très faible. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut s'est élevé de 0,7%, soit au même rythme qu'au deuxième trimestre. Du troisième trimestre de 1995 au troisième trimestre de 1996, la consommation privée et les investissements n'ont augmenté que de 0,4% et de 1,2%; en outre, la consommation publique a encore diminué et la baisse des stocks s'est accélérée. La faible demande intérieure s'est reflétée dans les importations, qui ont fléchi de 5,2%.

Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a diminué de 0,1% du troisième au quatrième trimestre de 1996. Par rapport au trimestre correspondant de 1995, il a crû de 0,5%. La production industrielle était encore inférieure de 3,1% au niveau observé un an auparavant, du fait principalement d'une nouvelle réduction des stocks. Au cours des trois derniers mois de 1996, les anticipations des entreprises sont toutefois devenues un peu plus optimistes, notamment en ce qui concerne les biens de consommation. Les entreprises espèrent que les fortes augmentations des salaires réels en 1996 auront un effet positif sur la consommation privée.

Au quatrième trimestre, l'emploi était à peine plus élevé qu'un an auparavant. D'un trimestre à l'autre, le taux de chômage a passé de 12,1% à 12%. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a une nouvelle fois sensiblement diminué. En décembre, il était de 2,5%, contre 5,8% au mois correspondant de 1995. La hausse des prix de gros a légèrement faibli au quatrième trimestre pour s'inscrire à 1,7%, alors que les salaires ont progressé de 4,1% en un an.

En 1996, le déficit public a atteint 138,5 billions de lires (7,4% du produit intérieur brut), ce qui correspond à une augmentation de 0,3 point par rapport à 1995. Cette aggravation est due surtout au ralentissement de la croissance économique. La

**Graphique 8: Italie**



\* Données cvs; objectifs: du 4<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre suivant (source: Banque d'Italie)

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

loi de finances pour 1997, que le Parlement a approuvée en décembre, contient des mesures de soutien à la branche de l'automobile. La hausse des recettes provenant de la TVA devrait toutefois compenser l'accroissement des dépenses, lequel ne pèsera donc pas sur les finances publiques. En 1997, le déficit budgétaire doit être ramené à 3% du produit intérieur brut.

Après avoir abaissé ses taux directeurs en juillet et en octobre, la Banque d'Italie a laissé le taux lombard à 9% et le taux de l'escompte à 7,5%

jusqu'à la fin de l'année. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-lires a toutefois continué à diminuer, passant de 8,5% au troisième trimestre à 7,4% au trimestre suivant. En outre, le rendement des emprunts à dix ans émis par l'Etat a fléchi de 1,5% pour s'inscrire à 7,9%. Le raffermissement sensible de la lire explique en partie le repli des taux d'intérêt. Etant donné le recul du renchérissement et la revalorisation de la lire, la Banque d'Italie a encore ramené, en janvier 1997, le taux de l'escompte de 7,5% à 6,75% et le taux lombard de 9% à 8,25%.

Au quatrième trimestre, la masse monétaire M<sub>2</sub> a augmenté plus lentement qu'au cours des trois mois précédents. Elle dépassait de 3,2% le niveau observé un an auparavant. Pour cet agrégat, la banque centrale italienne avait prévu une progression de 5% en 1996.

### C. Situation économique et monétaire de la Suisse

#### 1. Evolution de l'économie

##### *Produit intérieur brut et production industrielle*

En Suisse, les tendances à la récession ont continué jusqu'à la fin de l'année. Aucun retournement de la conjoncture ne s'est dessiné au premier trimestre de 1997 également. Au cours du quatrième trimestre de 1996, le produit intérieur brut n'a certes pas poursuivi son mouvement de repli. Il s'est toutefois inscrit 0,6% au-dessous de son niveau de la période correspondante de 1995 (troisième trimestre: -0,9%). La consommation privée a augmenté légèrement. Par contre, les investissements en biens d'équipement ont diminué un peu, et les investissements en constructions fortement. Les stocks s'étant de surcroît allégés, il en a découlé un recul de la demande intérieure. Les exportations de biens et de services ont progressé faiblement en volume d'un trimestre à l'autre, mais aussi par rapport au niveau observé un an auparavant. Selon des estimations provisoires de l'Office fédéral des questions conjoncturelles, le produit intérieur brut réel a régressé de 0,7% en 1996.

## Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1993	1994	1995	1996	1995		1996			
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
Etats-Unis	2,2	3,5	2,0	2,5	2,0	1,3	1,7	2,7	2,2	3,2
Japon	0,3	0,7	1,3		0,9	2,6	4,8	3,4	3,2	
Allemagne	-1,2	3,0	2,1	1,3	2,1	1,1	0,3	1,1	1,9	1,7
France	-1,3	2,8	2,2	1,3	1,9	0,4	1,0	0,5	1,4	2,1
Royaume-Uni	2,1	3,9	2,5	2,3	2,1	1,7	1,9	2,1	2,2	2,7
Italie	-1,2	2,1	3,0	0,8	2,6	2,4	1,3	0,7	0,7	0,5
Suisse	-0,8	1,2	0,1	-0,7	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,9	-0,6

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

	1993	1994	1995	1996	1996		1996			1997
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	oct.	nov.	déc.	janv.
Etats-Unis	3,0	2,6	2,8	2,9	2,9	3,2	3,0	3,3	3,3	3,0
Japon	1,2	0,7	-0,1	0,1	0,2	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Allemagne	4,5	2,7	1,8	1,5	1,5	1,4	1,5	1,4	1,4	1,8
France	2,1	1,7	1,8	2,0	1,8	1,7	1,8	1,6	1,7	1,8
Royaume-Uni	1,6	2,5	3,4	2,5	2,2	2,6	2,7	2,7	2,5	2,8
Italie	4,2	3,9	5,4	3,8	3,5	2,7	3,0	2,6	2,5	2,6
Suisse	3,3	0,9	1,8	0,8	0,6	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8

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

	1993	1994	1995	1996	1996		1996			1997
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	oct.	nov.	déc.	janv.
Etats-Unis <sup>a)</sup>	6,9	6,1	5,6	5,4	5,2	5,3	5,2	5,3	5,3	5,4
Japon	2,5	2,9	3,2	3,4	3,3	3,3	3,4	3,3	3,3	3,3
Allemagne	8,9	9,6	9,5	10,4	10,4	10,7	10,6	10,7	10,9	11,3
France <sup>a)</sup>	11,7	12,3	11,8	12,4	12,5	12,7	12,6	12,7	12,7	12,7
Royaume-Uni <sup>b)</sup>	10,3	9,3	8,3	7,5	7,5	6,9	7,2	6,9	6,7	6,5
Italie	10,2	11,3	12,0	12,1	12,2	12,0	12,0			
Suisse <sup>c)</sup>	4,5	4,7	4,2	4,7	4,7	5,1	4,9	5,1	5,2	5,4

<sup>a)</sup> Depuis 1994, nouvelle méthode d'enquête

<sup>b)</sup> Sans les jeunes sortant de l'école

<sup>c)</sup> Chômeurs enregistrés, en % de la population active selon le recensement de 1990; les chiffres officiels, non corrigés des variations saisonnières, figurent au tableau 5.

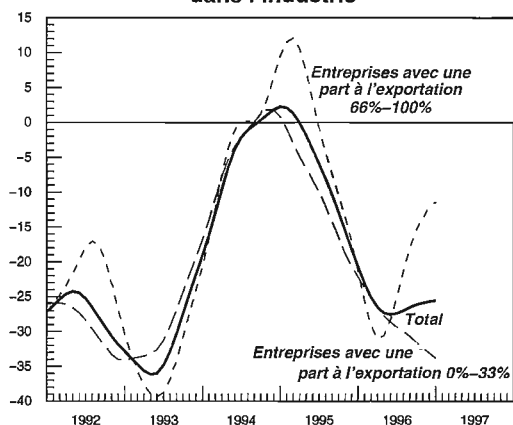
### 1.4 Balance des transactions courantes (solde en milliards de dollars, données cvs)

	1993	1994	1995	1996	1995		1996			
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
Etats-Unis	-99,9	-148,4	-148,2		-37,7	-30,4	-34,9	-40,2	-48,0	
Japon	131,6	130,2	111,0	66,1	27,2	22,7	19,1	14,6	15,9	16,4
Allemagne <sup>a)</sup>	-14,8	-20,6	-21,6	-19,1	-5,1	-8,6	-3,7	-7,8	-2,7	-4,8
France <sup>a)</sup>	9,4	7,8	16,9		0,6	2,9	6,9	3,8	5,4	
Royaume-Uni <sup>a)</sup>	-16,2	-3,7	-6,2		-2,8	-1,9	-1,7	0,5	-0,1	
Italie <sup>a)</sup> <sup>b)</sup>	11,3	15,1	27,4		9,0	7,3	5,9	11,1	14,2	
Suisse <sup>b)</sup>	19,4	17,9	17,2	20,3	5,0	5,7	5,9	4,4	4,4	5,6

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

<sup>b)</sup> Variations saisonnières non déduites

**Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie\***

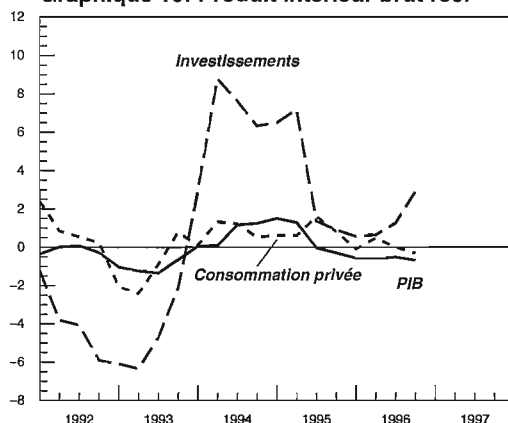


\* Série lissée; total et répartition selon la part des exportations. Il s'agit d'un indicateur composite qui tient compte des quatre éléments suivants: entrées de commandes et production, par rapport au mois correspondant de l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et stocks de produits finis.

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

La marche des affaires dans l'ensemble de l'industrie, un indicateur établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, s'est maintenue à un niveau peu satisfaisant, bien que le taux d'utilisation des capacités techniques ait passé de 82,9% à 83,5% du troisième au quatrième trimestre. Si la marche des affaires dans les entreprises produisant pour le marché intérieur s'est encore détériorée, les signes de reprises se sont multipliés dans l'industrie d'exportation. Les entrées et carnets de commandes de celle-ci ont augmenté aussi bien d'un trimestre à l'autre que par rapport à la période correspondante de 1995. L'affaiblissement du franc a certainement joué un grand rôle à cet égard. En dépit de l'amélioration des commandes, la production n'a pas été accrue, car les stocks étaient considérés comme trop étoffés. Les entreprises axées principalement sur le marché intérieur ont annoncé une nouvelle fois un repli des entrées de commandes et de la production. Les carnets de commandes ont continué à reculer légèrement par rapport au troisième trimestre.

**Graphique 10: Produit intérieur brut réel\***



\* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFQC

Pour les prochains mois, les attentes ne sont guère favorables dans l'ensemble, malgré une légère ranimation de la demande en provenance de l'étranger. Dans l'industrie axée principalement sur les exportations, les perspectives de ventes sont optimistes pour le proche avenir. Un accroissement de la production n'est toutefois pas prévu ces prochains mois, les stocks de produits finis étant toujours jugés trop garnis. L'industrie travaillant pour le marché domestique s'attend à une stabilisation du recul, observé depuis des mois, des entrées de commandes. Elle escompte toutefois une nouvelle réduction de la production. Dans l'industrie de la pierre et de la terre, dans le textile, mais aussi dans l'industrie du bois et des meubles, une très forte proportion des entreprises prévoit une baisse de la production.

### Consommation

Une légère tendance à l'amélioration a caractérisé la consommation privée au quatrième trimestre. Les dépenses réelles de consommation ont augmenté en données corrigées des variations saisonnières, s'inscrivant ainsi 0,8% au-dessus de leur niveau de la période correspondante de 1995.



Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont reculé en termes réels du troisième au quatrième trimestre, par jour ouvrable et en données corrigées des variations saisonnières. Après avoir fléchi nettement aux deuxième et troisième trimestres, les ventes de biens non durables ont stagné. De leur côté, les chiffres d'affaires des biens durables ont marqué un léger repli. A cet égard, le recul des ventes de machines de bureau et de voitures a joué un rôle important. En dépit de l'affaiblissement du franc, les importations de biens de consommation ont augmenté de nouveau. En matière de tourisme, le nombre des nuitées de la clientèle suisse dans les hôtels et établissements de cure a continué à régresser au dernier trimestre. L'évolution favorable des affaires en décembre n'a pas permis de compenser les creux d'octobre et de novembre. Les dépenses afférentes aux loyers et à la santé ont enregistré une hausse.

Selon l'enquête menée en janvier 1997 par l'Office des questions conjoncturelles, l'indice du climat de consommation s'est encore amélioré légèrement. Les ménages n'ont jamais porté depuis juillet 1991 une appréciation aussi optimiste sur leur situation financière. De même, les emplois

sont jugés un peu moins menacés que précédemment. Une grande incertitude demeure toutefois au sujet de l'évolution générale de l'économie.

### Investissements

Au quatrième trimestre, les investissements ont diminué en termes réels et en données corrigées des variations saisonnières. Par rapport à la période correspondante de 1995, ils n'ont augmenté que de 0,2%, contre 2,9% au troisième trimestre. Ce tassement s'explique par le ralentissement de la croissance des investissements en biens d'équipement et le net repli des investissements en constructions.

Les investissements en constructions s'inscrivaient 4,4% au-dessous de leur niveau du quatrième trimestre de 1995 (troisième trimestre: -2,5%). Les crédits de construction ouverts ont chuté de 18,9% par rapport à la période correspondante de 1995. Les livraisons de ciment ont quant à elles fléchi de 13,1%.

L'enquête mensuelle sur la conjoncture et l'enquête trimestrielle sur la construction, effectuées

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

	1993	1994	1995	1996	1996					
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	-4,1	13,6	17,9		9,6	16,7	1,6	-1,1	7,3	-1,8
Entrées de commandes suisses dans l'industrie des machines <sup>1</sup>	-8,1	3,5	-7,0		-10,7	-20,1	-17,4	-3,4	-5,7	-1,7
Livraisons de ciment (volume)	-5,5	8,6	-7,8		-9,2	-10,9	-14,2	-11,3	-9,1	-13,1
Crédits de construction non utilisés <sup>1</sup>	-13,5	7,6	-5,3		-5,7	-9,0	-13,1	-13,8	-19,4	-18,9
Secteur principal de la construction										
- entrées de commandes <sup>1</sup>	5,9	5,0	-1,9		-11,4	-3,8	-15,0	-20,3	-13,9	-17,1
- carnets de commandes <sup>1</sup>	-3,4	-5,8	-1,0		-3,6	-1,0	-10,2	-15,8	-18,4	-21,8
Renchérissement dans la construction <sup>2</sup>	3,4	1,5	2,7		2,4	2,4	1,0	0,7	0,7	

<sup>1</sup> En termes nominaux

<sup>2</sup> Indice des coûts de production de la Société suisse des entrepreneurs (SSE), catégorie de travaux 1

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

toutes deux par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, font apparaître un nouveau recul des investissements en constructions au quatrième trimestre. L'indicateur sur la marche des affaires dans l'industrie de la pierre et de la terre a stagné à un très bas niveau. Dans le secteur principal de la construction, l'activité a de nouveau fléchi fortement d'un trimestre à l'autre, mais aussi par rapport au quatrième trimestre de 1995. La réserve de travail a passé de 3,1 mois à 2,8 mois. Dans le bâtiment, une appréciation légèrement plus pessimiste qu'au troisième trimestre a été portée sur les carnets de commandes et l'activité, mais elle l'a été bien davantage dans le génie civil. Pour les prochains mois, les entrepreneurs s'attendent à une nouvelle diminution des entrées de commandes et à une sensible baisse des prix. En dépit du repli massif de l'emploi en 1996, ils prévoient de nouvelles suppressions d'emplois.

Les investissements en biens d'équipement ont reculé au quatrième trimestre en données corrigées des variations saisonnières. Leur croissance annuelle a ainsi faibli, passant de 12,1% au troisième trimestre à 7,2% au quatrième. Par rapport à la tendance observée à long terme, l'expansion des investissements en biens d'équipement s'est toujours située à un niveau élevé. Les importations de biens d'équipement ont reflété cette perte de dynamisme. Elles s'établissaient 1,8% au-dessous de celles du quatrième trimestre de 1995, après avoir augmenté de 7,3% au troisième trimestre. La production de biens d'équipement a stagné. Selon l'enquête trimestrielle que la Société suisse des constructeurs de machines a menée auprès de ses membres, les commandes de la clientèle suisse sont demeurées à un bas niveau. Elles ont diminué de 1,7% par rapport à la période correspondante de 1995. La réserve de travail dans l'industrie des machines a fléchi pour s'inscrire à 4 mois, soit à son niveau le plus bas depuis que cette statistique existe.

### **Commerce extérieur**

Au quatrième trimestre, les exportations de marchandises ont diminué légèrement en volume et en données corrigées des variations saisonnières.

En comparaison annuelle, elles ont augmenté de 1,7%, contre 2,4% au troisième trimestre. Cette évolution s'explique surtout par les exportations accrues de matières premières et de produits semi-finis (8,8%). Par contre, les livraisons à l'étranger de biens d'équipement et de consommation ont reculé de 1,1% et de 0,4% par rapport au quatrième trimestre de 1995.

Les exportations ont varié inégalement selon les branches. Les fournitures à l'étranger de l'industrie des machines et de l'électronique ont progressé un peu. De leur côté, celles d'instruments de précision ont diminué en comparaison annuelle. Après avoir augmenté de 26% au troisième trimestre, les exportations de véhicules ont fléchi sensiblement. Les ventes à l'étranger de l'industrie chimique se sont accrues plus vigoureusement qu'au troisième trimestre. Cette accélération est due à la vive progression des exportations de matières de base, de colorants, de produits agrochimiques et pharmaceutiques. Dans le domaine des matières premières et des produits semi-finis, l'industrie du papier, l'industrie graphique et la métallurgie ont enregistré une forte croissance de leurs fournitures à l'étranger. Les exportations de montres se sont stabilisées au niveau du quatrième trimestre de 1995, alors qu'elles avaient régressé nettement au troisième trimestre. Quant aux livraisons à l'étranger de l'industrie textile, de l'alimentation, des boissons et du tabac ainsi que de la joaillerie, elles ont reculé.

En valeur, les exportations vers l'Europe ont à peine progressé, tandis que celles à destination des pays extra-européens se sont accrues fortement. Les ventes à l'Allemagne ont augmenté faiblement, après avoir fléchi considérablement aux cours des trois premiers trimestres de 1996. En outre, les fournitures à la France étaient légèrement inférieures à celles de la période correspondante de 1995, les ventes à l'Italie étant en revanche un peu supérieures en comparaison annuelle. Le net recul que le franc a enregistré face au dollar depuis le début de 1996 a favorisé les exportations vers les Etats-Unis. Ces dernières ont en effet enregistré une croissance sensiblement plus forte qu'au troisième trimestre, soit de 13,7%. Il en a été de même des exportations vers le Japon, l'Europe de l'Est, la Chine et notamment les pays

**Tableau 3: Commerce extérieur<sup>1</sup>** (variation en % par rapport à l'année précédente)

	1993 <sup>a)</sup>	1994 <sup>a)</sup>	1995 <sup>a)</sup>	1996 <sup>a)</sup>	1996 <sup>a)</sup>					
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
<b>Exportations, volume</b>	0,6	4,9	4,2	2,1	4,6	0,2	3,1	2,9	2,4	1,7
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	-1,7	9,4	0,4	1,8	0,5	-5,7	-2,3	-1,1	4,0	8,8
biens d'équipement	-2,2	5,7	7,3	2,7	5,8	4,8	4,6	4,9	4,5	-1,1
biens de consommation	5,6	0,6	4,5	1,6	6,9	0,2	6,3	4,0	-1,1	-0,4
Valeurs moyennes										
à l'exportation	0,0	-0,7	-2,1	0,3	-1,0	-1,6	-0,7	-1,0	-0,4	1,5
<b>Importations, volume</b>	-1,2	9,4	6,5	1,5	2,9	3,6	2,6	-0,9	3,4	0,9
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	-1,3	10,9	2,8	-2,4	0,1	-4,7	-1,8	-6,7	-0,5	-0,1
biens d'équipement	-4,1	13,6	17,9	1,7	10,6	16,7	1,7	-0,6	7,3	-1,8
biens de consommation	1,5	6,4	2,9	4,2	0,7	2,4	6,4	3,8	4,0	2,5
Valeurs moyennes										
à l'importation	-2,2	-4,8	-2,3	-0,2	-0,8	-2,8	-0,9	0,6	-1,1	0,8

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

Source: Direction générale des douanes fédérales

<sup>a)</sup> Chiffres révisés

en développement non exportateurs de pétrole. Les ventes aux pays de l'OPEP se sont par contre de nouveau repliées.

Les importations n'ont augmenté que de 0,9% en volume par rapport au quatrième trimestre de 1995 (troisième trimestre: 3,4%). Cette évolution a reflété la faible demande intérieure. La production industrielle étant déprimée, les importations de matières premières et de produits semi-finis ont stagné. Les achats à l'étranger de biens de consommation se sont accrus de 2,5%, soit moins fortement qu'au troisième trimestre. En outre, les importations de biens d'équipement ont diminué de 1,8%, alors qu'elles avaient marqué une vive expansion au troisième trimestre.

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation dépassaient, au quatrième trimestre, leur niveau de la période correspondante de l'année précédente pour la première fois depuis le début de 1994. La baisse du franc est vraisemblablement à l'origine de cette évolution, baisse que les entreprises ont mise à profit en partie pour améliorer leur marge très fortement réduite. Quant aux prix à l'importation, ils ont augmenté de 0,8%, après avoir diminué légèrement au troisième trimestre.

Les exportations de marchandises ayant augmenté en valeur un peu plus fortement au quatrième trimestre que les importations, l'excédent de la balance commerciale a enregistré une progression. En comparaison annuelle, il s'est élevé de 0,2 milliard pour atteindre 1,2 milliard de francs. La balance des services a dégagé un solde actif de 3,2 milliards de francs, contre 3,1 milliards au quatrième trimestre de 1995. Alors que les recettes tirées du tourisme ont reculé légèrement, celles que les banques ont encaissées au titre des commissions ont continué à croître. L'excédent des revenus de facteurs a progressé de 0,3 milliard, passant à 4,1 milliards de francs; la hausse est due aux produits accrus des placements de la Banque nationale. Quant au solde actif de la balance des transactions courantes, il a augmenté de 0,6 milliard pour atteindre 7,2 milliards de francs.

L'excédent de la balance courante s'est inscrit à 25,1 milliards de francs en 1996, contre 25 milliards en 1995. Il représente ainsi 6,7% du produit national brut. Le solde actif de la balance commerciale et celui de la balance des services ont progressé de 0,1 milliard de francs. L'excédent des revenus de facteurs a passé de 13,9 milliards à 14 milliards de francs.

**Tableau 4: Balance des transactions courantes<sup>1</sup> (en milliards de francs)**

	1994 <sup>a)</sup>	1995 <sup>b)</sup>	1996 <sup>c)</sup>	1995 <sup>b)</sup>		1996 <sup>c)</sup>			
				3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
<b>Recettes</b>									
Exportations de biens	99,4	99,8	102,2	23,9	26,2	25,1	25,5	24,6	27,1
Commerce spécial (total 2)	95,8	96,2	98,6	23,0	25,3	24,2	24,6	23,7	26,1
Exportations de services	31,4	30,9	31,7	9,0	6,4	8,4	7,6	9,0	6,7
Revenus du travail et des capitaux	36,7	37,4	37,7	9,3	9,5	8,7	9,2	9,4	10,4
Transferts courants	3,5	3,5	3,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Total des recettes</b>	<b>171,0</b>	<b>171,6</b>	<b>175,2</b>	<b>43,1</b>	<b>43,0</b>	<b>43,1</b>	<b>43,2</b>	<b>43,8</b>	<b>45,1</b>
<b>Dépenses</b>									
Importations de biens	97,2	98,8	101,3	23,4	25,4	25,5	25,5	24,2	26,1
Commerce spécial (total 2)	92,6	94,5	96,7	22,4	24,2	24,3	24,4	23,1	24,9
Importations de services	15,3	16,0	16,7	5,8	3,3	2,8	4,3	6,1	3,5
Revenus du travail et des capitaux	25,9	23,4	23,7	5,8	5,7	5,6	5,8	6,0	6,3
Transferts courants	8,2	8,4	8,5	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1
<b>Total des dépenses</b>	<b>146,5</b>	<b>146,6</b>	<b>150,2</b>	<b>37,2</b>	<b>36,5</b>	<b>36,1</b>	<b>37,7</b>	<b>38,4</b>	<b>38,0</b>
<b>Soldes</b>									
Biens	2,2	1,0	1,0	0,4	0,8	-0,4	-0,0	0,4	1,0
Commerce spécial (total 2)	3,2	1,8	1,9	0,6	1,0	-0,1	0,2	0,6	1,2
Services	16,1	14,9	15,0	3,2	3,1	5,6	3,3	2,9	3,2
Revenus du travail et des capitaux	10,8	13,9	14,0	3,5	3,8	3,1	3,4	3,4	4,1
Transferts courants	-4,7	-4,9	-4,9	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2
<b>Solde des transactions courantes</b>	<b>24,4</b>	<b>25,0</b>	<b>25,1</b>	<b>5,9</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>7,2</b>

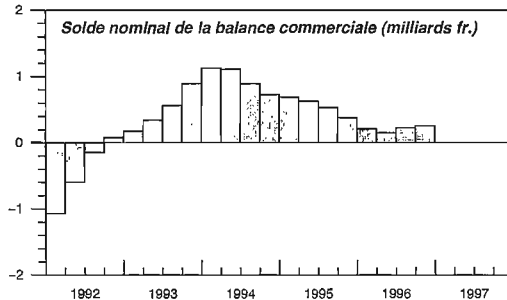
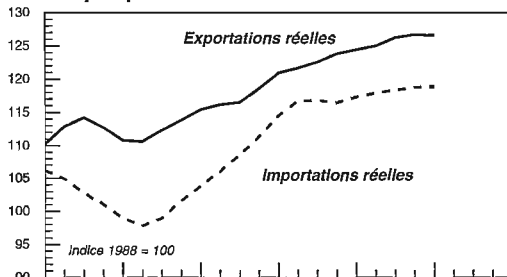
<sup>1</sup> Des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis.

<sup>a)</sup> Chiffres révisés

<sup>b)</sup> Chiffres provisoires

<sup>c)</sup> Selon des estimations

**Graphique 11: Commerce extérieur\***



\* Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

## Emploi et marché du travail

Au quatrième trimestre, l'emploi est resté stable en données corrigées des variations saisonnières. Il s'est inscrit 0,9% au-dessous du niveau de la période correspondante de 1995. Les postes à plein temps n'ont pas varié du troisième au quatrième trimestre. En comparaison annuelle, ils ont diminué de 1,3%. De leur côté, les emplois à temps partiel ont augmenté de 0,6% d'un trimestre à l'autre et de 2% en un an.

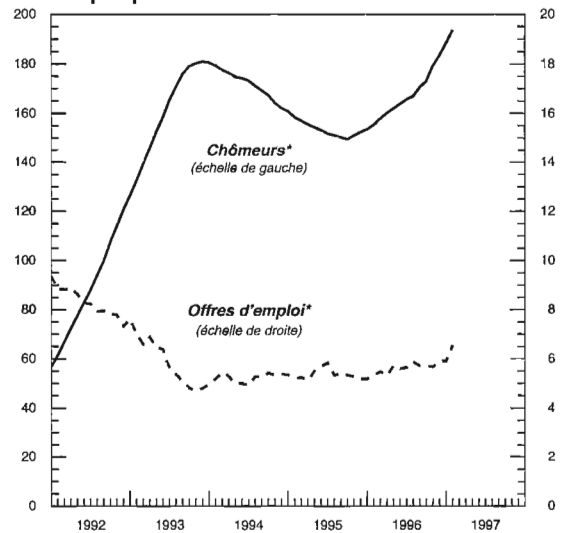
Dans l'industrie, l'emploi a reculé de 2,5%. Le repli s'est accéléré notamment dans l'habillement (-6,4%), l'industrie du papier, l'électronique et l'industrie des machines. Il a été de plus de 5% dans l'industrie du tabac, le textile et la chaussure. En s'inscrivant à 3,4%, il s'est ralenti dans la construction. L'emploi a progressé de 0,2% dans les services. Une hausse de 4,2% a été enregistrée dans les assurances et de 1,5% dans la réparation. Des suppressions d'emplois ont été opérées dans la restauration, les transports et les banques.

L'indice Manpower des offres d'emploi, en recul depuis juin 1995, a poursuivi son mouvement de baisse au quatrième trimestre. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail est resté à 5800.

Au quatrième trimestre, le chômage a enregistré une accélération en données corrigées des variations saisonnières. De septembre à décembre, l'effectif des personnes sans travail a augmenté de 15 200 pour atteindre 188 200 unités. Le taux de chômage s'inscrivait à 5,2% en décembre et, partant, dépassait d'un point le niveau observé un an auparavant. Il s'est accru fortement au Tessin et en Suisse romande, mais faiblement en Suisse alémanique. Le nombre des chômeurs a marqué une hausse dans tous les groupes, à savoir jusqu'à six mois, entre six et douze mois et à plus de douze mois. En janvier, il s'élevait à 193 700 en données corrigées des variations saisonnières.

Après un léger recul au troisième trimestre, le chômage partiel a de nouveau augmenté au trimestre suivant. Le nombre des personnes touchées par le chômage partiel a passé de 13 000 à 13 700. Un an auparavant, il était de 9800. La construction, l'industrie des machines et la métallurgie ont une nouvelle fois été les bran-

Graphique 12: Marché du travail



\* En milliers; données cvs et sans les valeurs extrêmes

Source: OFIAMT

ches les plus affectées par des réductions de l'horaire de travail. La situation s'est détériorée nettement dans l'industrie des machines; le nombre des heures perdues atteignait 92 000 en décembre, contre 74 000 en septembre.

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

	1994	1995	1996	1995			1996			1996			1997
				2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	juillet	août	sept.	oct.
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel <sup>1</sup>	-1,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,1	-0,4	-1,0	-0,8				
Personnes occupées à plein temps <sup>1</sup>	-2,2	-1,3	-1,2	-1,6	-1,4	-1,3	-0,8	-1,3	-1,3				
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	4,7	4,2	4,7	4,0	4,2	4,6	4,5	4,5	5,1	4,8	5,1	5,3	5,7
Chômeurs <sup>3</sup>	171 038	153 316	168 630	145 096	151 860	165 354	162 164	163 900	183 101	174 107	183 026	192 171	205 501
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>3</sup>	22 600	9 917	13 060	6 575	9 756	17 055	15 655	6 942	12 585	12 332	14 692	10 732	
Places vacantes annoncées <sup>3</sup>	5 224	5 401	5 605	5 536	4 406	5 294	6 338	5 773	5 017	5 344	5 218	4 488	5 794

<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente

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

<sup>3</sup> En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Sources: OFIAMT, OFS

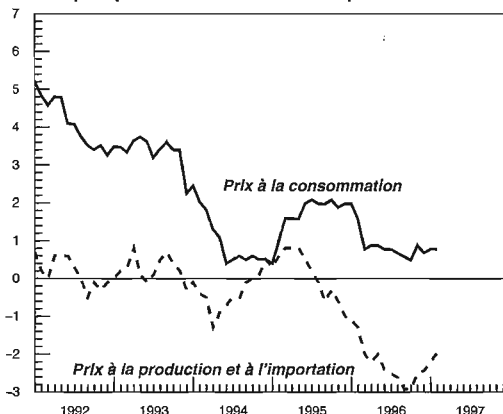
## Prix

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a augmenté de 0,2% au quatrième trimestre pour atteindre 0,8% en moyenne. Il s'agit de la première hausse depuis le milieu de 1995. En janvier, le renchérissement s'est maintenu à 0,8%.

Cette légère accélération est due à l'augmentation sensible que les prix des marchandises ont enregistrée en octobre. Ces prix dépassaient de 0,7% le niveau observé un an auparavant; depuis 1995, ils étaient restés presque toujours stables. Dans cette évolution, le renchérissement des produits alimentaires et boissons importés ainsi que du mazout n'a pas joué un rôle négligeable. La hausse des prix s'est ralentie dans les services, passant de 0,9% en octobre à 0,7% en janvier. Le tassement a touché aussi bien les services publics que privés. Il s'explique en partie par la faible augmentation des loyers. En janvier, ces derniers étaient de 0,9% supérieurs à ceux du mois correspondant de 1996 (septembre: 1%).

Les prix des marchandises et services étrangers ont augmenté au quatrième trimestre (1%), pour la première fois depuis plus de deux ans. En revanche, le renchérissement des biens et services suisses a faibli pour s'établir à 0,7%.

Graphique 13: Evolution des prix\*



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

L'indice des prix à la production et à l'importation s'est encore replié au quatrième trimestre. Il s'inscrivait 2,4% au-dessous de son niveau de la période correspondante de 1995 (troisième trimestre: -2,8%). Les prix à la production ont baissé en un an à peu près dans la même mesure qu'au troisième trimestre, soit de 2%. En particulier, les prix des produits agricoles, des articles en papier et des produits métalliques ont enregistré un net recul. Du côté des importations, la baisse des prix a marqué un ralentissement, passant de 4,7% au troisième trimestre à 3,4% au trimestre suivant. Les prix des matières premières ont diminué dans une mesure sensiblement moins forte qu'au trimestre précédent, alors que les huiles minérales ont renchéri d'environ 30%.

## 2. Evolution monétaire

### Politique monétaire et agrégats monétaires

La Banque nationale a continué à mener une politique monétaire assouplie au second semestre de 1996. La monnaie centrale désaisonnalisée atteignait 31,771 milliards de francs en moyenne du quatrième trimestre. Elle dépassait ainsi de 5% le niveau du trimestre correspondant de 1995. En outre, elle est restée au-dessus du sentier de croissance à moyen terme qu'elle avait franchi pour la première fois en été 1996. Au quatrième trimestre, l'agrégat a été supérieur de 1,5% environ au sentier de croissance.

Les deux composantes de la monnaie centrale s'inscrivaient nettement au-dessus de leur niveau du quatrième trimestre de 1995. Les avoirs en comptes de virements que les banques détiennent à la Banque nationale se chiffraient à 3,294 milliards de francs, augmentant ainsi de 24,2% par rapport à la période correspondante de 1995. Les billets en circulation, qui représentent plus de 90% de la monnaie centrale, ont de leur côté marqué une hausse de 3,2% pour atteindre 28,786 milliards de francs. Cette évolution est due au recul des taux d'intérêt. Par contre, la consommation, qui est toujours peu soutenue, n'a pas contribué à l'augmentation des billets en circulation.

Les agrégats monétaire au sens large ont eux aussi enregistré une forte hausse au quatrième

**Tableau 6: Monnaie centrale**

	Billets en circulation <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	MC <sup>1,3</sup>	MCD <sup>1,4</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Variation en % <sup>6</sup>
1992	26 467	0,1	2 553	-9,9	29 020	29 056	-0,7	-1,0
1993	26 871	1,5	2 654	4,0	29 525	29 498	1,5	2,8
1994	27 369	1,9	2 681	1,0	30 051	30 070	1,9	0,6
1995 <sup>5</sup>	27 573	0,7	2 574	-0,2	30 147	30 129	0,5	1,4
1996 <sup>5</sup>	28 221	2,4	2 936	14,1	31 157	31 185	3,5	5,0
1996 <sup>5</sup> 1 <sup>er</sup> trim.	28 150	1,3	2 646	5,3	30 797	30 644	2,0	5,4
2 <sup>e</sup> trim.	28 068	2,5	2 784	8,5	30 852	30 976	3,1	4,9
3 <sup>e</sup> trim.	27 880	2,4	3 019	17,8	30 899	31 349	3,9	4,9
4 <sup>e</sup> trim.	28 786	3,2	3 294	24,1	32 080	31 771	5,0	5,0
1996 <sup>5</sup> juillet	28 133	2,8	2 743	14,4	30 876	31 125	3,7	4,4
août	27 756	2,2	3 214	24,1	30 970	31 538	4,3	5,7
sept.	27 752	2,1	3 099	14,7	30 851	31 385	3,6	4,5
oct.	27 914	2,5	3 175	24,7	31 089	31 723	4,9	5,3
nov.	28 152	3,0	3 290	25,6	31 442	31 760	5,1	5,0
déc.	30 293	3,9	3 416	22,3	33 709	31 831	5,2	4,8
1997 <sup>5</sup> janv.	29 870	4,7	3 289	27,1	33 159	32 350 <sup>P</sup>	5,9 <sup>P</sup>	11,4 <sup>P</sup>
févr.	29 027	4,0	3 320	22,8	32 347	32 380 <sup>P</sup>	5,4 <sup>P</sup>	7,9 <sup>P</sup>

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

<sup>2</sup> Par rapport à la période correspondante de l'année précédente

<sup>3</sup> Monnaie centrale = billets en circulation + avoirs en comptes de virements

<sup>4</sup> Monnaie centrale désaisonnalisée = monnaie centrale, divisée par les coefficients saisonniers

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

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

<sup>P</sup> Chiffres provisoires

trimestre. Après la stabilisation des taux d'intérêt à un bas niveau en automne 1996, les transferts entre les différents genres de dépôts bancaires se sont interrompus en grande partie. Les taux de croissance des agrégats au sens large se sont alors rapprochés. En comparaison annuelle, la masse monétaire  $M_1$  a progressé de 10,2%,  $M_2$ , qui comprend  $M_1$  et les dépôts d'épargne, de 9,1% et  $M_3$ , soit  $M_2$  et les dépôts à terme, de 7,8%.

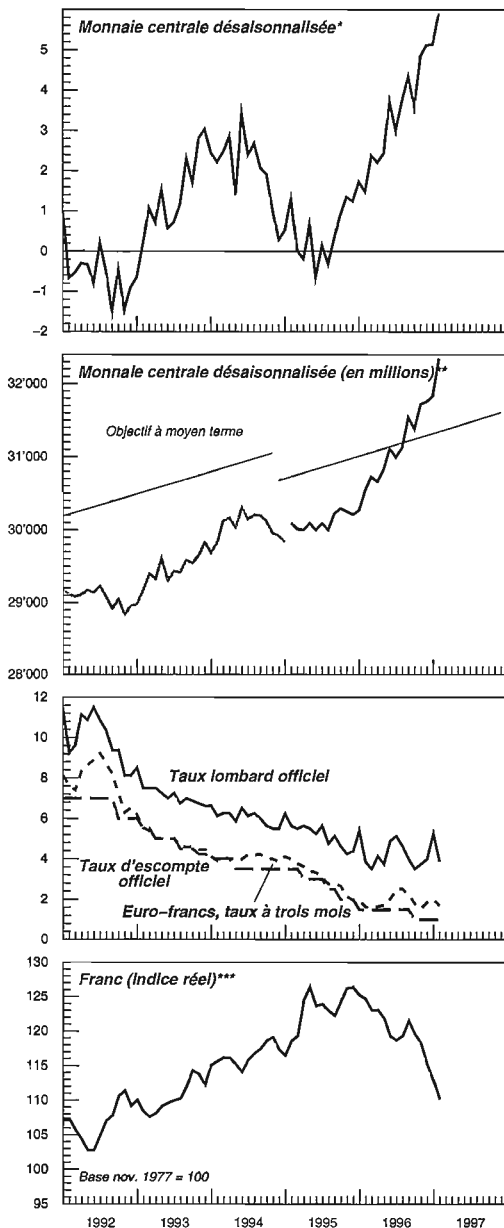
A fin 1996, la Banque nationale a réaffirmé que le bas niveau des taux d'intérêt était compatible avec ses intentions en matière de politique de stabilité. Les taux à long terme ne laissent actuellement pas prévoir une détérioration des anticipations inflationnistes. Aucune impulsion n'émane en outre des crédits que les banques accordent à la clientèle suisse. Quant aux capacités

inutilisées dans de larges secteurs de l'économie, elles donnent à penser que la reprise attendue ne déclenchera pas d'accélération sensible du renchérissement.

### Marché monétaire

En légère hausse durant le quatrième trimestre en prévision de l'échéance annuelle, les taux à court terme se sont cependant inscrits, en moyenne, à des niveaux inférieurs à ceux qui avaient été observés trois mois auparavant. Le taux de l'argent au jour le jour a reculé d'un trimestre à l'autre, soit de 2,2% à 1,6%. Sur le marché des euro-francs, les rémunérations appliquées aux dépôts à trois mois ont diminué de 0,4 point, passant ainsi à 1,8%. Dans les grandes banques, elles ont baissé de 0,2 point de pourcentage pour s'établir à

**Graphique 14: Suisse**



\* Variation en % par rapport à l'année précédente  
 \*\* Depuis janvier 1995, nouvelle série (voir tableau 6, remarque 5); sentier de croissance: 1% par an en moyenne  
 \*\*\*Cours pondéré par les exportations

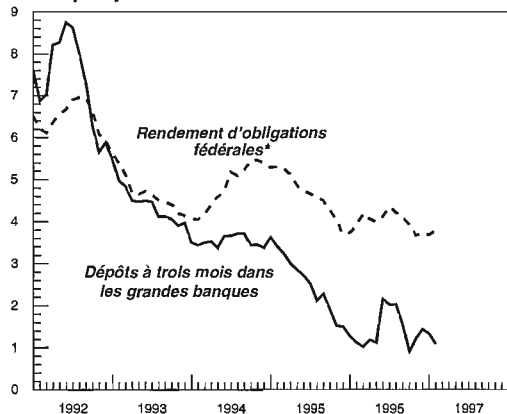
**Tableau 7: Agrégats monétaires<sup>1</sup>**  
 (Définition 1995)

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994	5,6	10,2	5,1
1995	6,8	4,9	2,2
1996 <sup>P</sup>	11,9	12,2	7,2
1996 1 <sup>er</sup> trim.	13,5	14,9	6,1
2 <sup>e</sup> trim.	12,9	14,2	7,4
3 <sup>e</sup> trim.	11,2	10,9	7,4
4 <sup>e</sup> trim.	10,2	9,1	7,8
1996 juillet <sup>P</sup>	11,7	11,4	7,6
août <sup>P</sup>	9,8	10,1	7,1
sept. <sup>P</sup>	11,9	11,3	7,6
oct. <sup>P</sup>	10,6	10,3	7,6
nov. <sup>P</sup>	10,0	8,9	8,4
déc. <sup>P</sup>	9,9	8,2	7,4

<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente, calculée sur la base des données de fin de mois  
<sup>P</sup> Chiffres provisoires  
 M<sub>1</sub> = Numéraire en circulation + dépôts à vue + comptes de transactions  
 M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + dépôts d'épargne  
 M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + dépôts à terme

1,3%. De son côté, le rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération était en moyenne de 1,4% au quatrième trimestre contre 1,9% au troisième trimestre.

**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.



Sur l'euro-marché, l'écart moyen d'intérêt en faveur des dépôts en marks et en dollars s'est encore creusé au quatrième trimestre. Pour les dépôts à trois mois, il atteignait respectivement 1,3 et 3,6 points, contre 1 et 3,3 points au trimestre précédent.

### Marché des changes

En réaction à la morosité conjoncturelle, à l'assouplissement de la politique monétaire et au renforcement du dollar, le franc suisse a de nouveau fortement fléchi au quatrième trimestre. Pondéré par les exportations, l'indice du cours nominal du franc a reculé de 6,1% d'octobre à janvier.

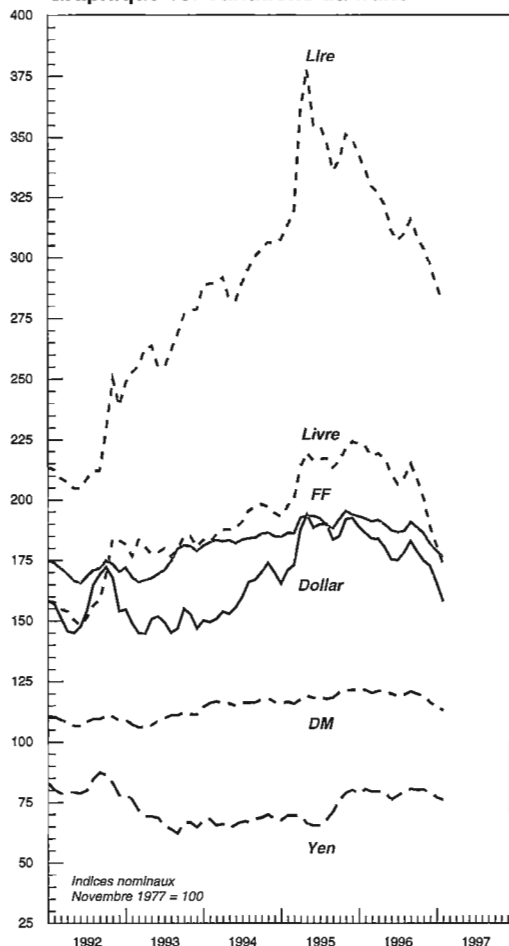
Par rapport au dollar, qui valait fr. 1,46 à la mi-février, le franc a perdu 16,5% depuis le mois d'octobre. Vis-à-vis du yen japonais, qui se trouve en phase de faiblesse, il a enregistré un repli de 4%. Le franc s'est aussi déprécié face au mark allemand (-5%), au franc français (-5,5%) et aux autres monnaies des pays participant au mécanisme de change du SME. Les cours du mark allemand et du franc français atteignaient fr. 86,50 et fr. 25,60 à la mi-février. D'octobre à la mi-février, le franc a fléchi de 6,5% vis-à-vis de la lire italienne et de 20,5% par rapport à la livre sterling.

Pondéré en fonction des exportations, le cours réel du franc a marqué un net recul au quatrième trimestre; il était ainsi 8,3% au-dessous du niveau observé un an auparavant (troisième trimestre: -2,6%). La valeur extérieure du franc a diminué en termes réels vis-à-vis des principales monnaies, à l'exception du yen. Par rapport au mark allemand et au franc français, elle a fléchi respectivement de 4,5% et de 7% en l'espace d'une année. Des baisses encore plus importantes ont été enregistrées face au dollar américain (-12,5%), à la lire italienne (-16,3%) et à la livre sterling (-16%). Vis-à-vis du yen, en revanche, le franc est resté stable en termes réels.

### Marché des capitaux et structure des taux d'intérêt

Le rendement moyen des obligations fédérales a encore diminué de 0,2 point jusqu'à la fin de

Graphique 16: Variations du franc\*



\* En termes de quelques monnaies étrangères

l'année pour s'inscrire à 3,6%; au troisième trimestre, il avait déjà amorcé un net repli. Le nouveau panier d'obligations fédérales, panier qui sert au calcul du rendement, l'a fait passer à 3,9% au début de 1997. A fin janvier, le rendement moyen était de 3,7%. La courbe des taux d'intérêt est ainsi devenue moins raide au quatrième trimestre. L'écart de rendement entre les obligations à long terme et les créances comptables à court terme, nouvellement émises, sur la Confédération s'établissait à 1,9 point à fin décembre, contre près de 2,4 points trois mois auparavant.

**Tableau 8: Emprunts en francs suisses<sup>1</sup> (en milliards de francs<sup>2</sup>)**

	1995	1995		1996	1996			
		3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.		1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
<b>Total</b>	63,6	19,3	15,0	57,6	16,9	14,1	16,1	10,6
Emprunts classiques	52,9	15,8	12,2	47,2	14,6	11,0	13,4	8,2
Emprunts liés à des actions	9,6	3,1	2,3	8,0	1,7	2,5	2,3	1,4
Autres <sup>3</sup>	1,2	0,3	0,6	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0
<b>Total des débiteurs suisses</b>								
Emprunts classiques	23,9	6,9	5,6	22,0	5,4	5,5	6,6	4,5
Emprunts liés à des actions	1,6	1,0	0,4	0,8	0,1	0,5	0,1	0,2
Autres <sup>3</sup>	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total</b>	25,6	7,9	6,1	22,9	5,6	6,0	6,7	4,7
<b>Total des débiteurs étrangers</b>								
Emprunts classiques	29,0	8,9	6,6	25,1	9,1	5,5	6,8	3,7
Emprunts liés à des actions	8,0	2,2	1,9	7,1	1,6	2,0	2,2	1,2
Autres <sup>3</sup>	1,0	0,3	0,4	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0
<b>Total</b>	37,9	11,4	8,9	34,7	11,3	8,1	9,4	5,9

<sup>1</sup> Opérations annoncées par les banques, selon la date d'émission

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

<sup>3</sup> 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 variables

La tendance au repli des rendements à long terme s'est également reflétée, comme de coutume après un certain laps de temps, dans la rémunération servie sur les dépôts d'épargne. Les banques cantonales ont en effet ramené les taux appliqués à ces dépôts de 2,4% au début d'octobre 1996 à 2,1% au début de janvier 1997. Les taux sur les prêts hypothécaires en premier rang accordés par les banques cantonales ont déjà reculé en novembre pour s'inscrire à 4,8%; l'adaptation correspondante des taux sur les anciennes hypothèques a eu lieu deux mois plus tard.

La hausse des cours a continué sur le marché des actions. Le Swiss Performance Index dépassait, à fin janvier 1997, de 11% son niveau de fin septembre 1996. La progression des cours des valeurs industrielles était de 17%, soit deux fois plus élevée que celle des cours des entreprises du tertiaire.

Au quatrième trimestre, les emprunts en francs suisses, annoncés par les banques, ont totalisé 10,6 milliards de francs, un montant inférieur d'environ 30% à celui de la période correspondante de 1995. Au troisième trimestre déjà, le volume des émissions avait diminué fortement.

Dans le compartiment suisse, les émissions ont reculé de 23% par rapport au quatrième trimestre de 1995. Le volume des emprunts ordinaires («straights») a diminué de 19%, et celui des emprunts liés à des actions à un rythme encore plus élevé. De leur côté, les emprunts de débiteurs étrangers ont fléchi de 34%, s'inscrivant ainsi à leur plus bas niveau depuis le deuxième trimestre de 1992. Le volume des «straights» s'est replié de près de moitié en comparaison annuelle, et celui des emprunts liés à des actions, d'un tiers. En revanche, les émissions des autres catégories d'emprunts (emprunts à taux variable, emprunts synthétiques et emprunts à options qui ne sont pas liées à des actions) ont augmenté de 135%. Le niveau peu élevé des rendements a multiplié le nombre des émissions d'emprunts à taux variable. Les emprunts offerts en souscription publique ont constitué près de la moitié du total des émissions, contre 60% au quatrième trimestre de 1995.

Pour l'ensemble de 1996, les emprunts en francs ont porté sur 57,6 milliards, soit un montant inférieur de 9% à celui de 1995. Les émissions de titres à revenu fixe ont reculé de 11%, et celles de titres liés à des actions, de 17%. Les autres catégories d'emprunts ont en revanche marqué une hausse de 116% d'une année à l'autre. Les em-

prunts de débiteurs suisses ont régressé de 11%, et les émissions étrangères, de 9%. La part des premiers au total des émissions est restée à 40%.

### Bilans bancaires et crédits

A fin décembre 1996, la somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données atteignait 1475 milliards de francs. Elle dépassait ainsi de 4,3% le montant de fin septembre. Les placements financiers et les crédits à la clientèle étrangère ont contribué en majeure partie à cette évolution.

Les placements financiers nets (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) ont augmenté de 11,2% au quatrième trimestre. Toutes

les composantes de ces placements ont participé à cette croissance. Les disponibilités étaient supérieures de 13,3 milliards de francs, ou de 20,9%, au montant de fin septembre; la hausse est due à l'échéance annuelle. Pour la période d'application allant du 20 novembre au 19 décembre, le degré de liquidité I (disponibilités en pour-cent des fonds exigés) s'est inscrit à 125%, un taux légèrement inférieur à celui qui avait été observé un an auparavant. Il s'est chiffré à 104% dans les grandes banques, à 126% dans les banques cantonales et à 194% dans les banques Raiffeisen. Les opérations interbancaires ont elles aussi enregistré une forte expansion au quatrième trimestre. Les avoirs et les engagements en banque ont franchi chacun pour la première fois la barre des 300 milliards de francs. Le solde qui en a résulté s'établissait à 4,9 milliards de francs à la fin de l'année, contre 2,4 milliards trois mois au-

### Tableau 9: Bilans bancaires

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

	1992	1993	1994	1995*	1996				Etat (mrd fr.)
					1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	
<b>Somme des bilans</b>	3,3	5,8	0,8	9,8	16,8	16,5	18,3	14,0	1475,0
<b>Placements financiers nets<sup>1</sup></b>	15,8	12,3	3,8	27,9	52,7	37,3	25,2	26,9	235,7
Liquidités	-2,5	1,2	-6,2	1,5	-0,9	1,7	14,7	17,3	13,3
<b>Solde des opérations interbancaires (état en mrd fr.)</b>	-7,1	-26,1	-26,2	-2,9	0,3	4,4	2,4	4,9	4,9
Effets de change et papiers monétaires	16,0	1,3	12,2	19,9	52,4	34,1	35,3	8,1	52,0
Titres	6,3	41,3	1,5	12,4	21,4	13,6	23,8	28,0	65,5
<b>Crédits</b>	1,9	1,6	0,6	-2,4	1,0	2,2	5,2	8,4	758,8
Crédits à des résidents	1,7	0,9	2,4	2,4	3,6	3,8	3,2	2,7	588,1
c/c débiteurs et av. et prêts à terme fixe	0,3	-2,8	0,6	0,8	4,7	2,8	3,9	-1,6	138,3
<b>Crédits de construction</b>									
Limites	-5,8	-12,4	0,5	-13,2	-16,4	-19,6	-19,9	-16,2	22,6
Montants utilisés	-0,8	-13,5	-4,3	-12,0	-17,0	-21,8	-19,7	-16,0	12,8
Hypothèques	3,5	1,8	3,9	3,4	3,7	4,9	3,2	4,3	426,2
Crédits à des non-résidents	2,6	4,0	-5,4	-19,4	-8,7	-3,7	13,3	33,9	170,6
<b>Fonds de la clientèle</b>	3,2	2,4	2,0	-0,3	6,9	7,3	8,3	11,8	774,2
Créanciers à vue	5,1	19,8	-4,9	7,2	22,6	19,9	24,4	19,9	116,7
Créanciers à terme	2,4	-8,3	6,8	-10,0	-0,2	3,4	6,0	19,6	319,0
Fonds d'épargne	7,4	21,5	4,8	12,2	16,6	14,0	11,5	8,0	273,2
Obligations de caisse	-2,0	-12,5	-11,4	-8,2	-13,2	-13,0	-13,1	-13,8	65,4
<b>Emprunts obligataires et lettres de gage</b>	5,7	5,7	2,6	8,5	6,3	5,7	3,3	5,4	96,1
<b>Opérations fiduciaires</b>	0,8	-10,9	-4,3	7,7	3,9	9,4	14,6	21,5	303,7

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

\* Chiffres définitifs

paravant. Les effets de change et papiers monétaires ont progressé de 14,8%, et les titres, de 8%.

Le volume des crédits a augmenté de 2,2% par rapport au troisième trimestre. Cette évolution s'explique par l'accroissement de 6,8%, dû en partie aux cours de change, des crédits à la clientèle étrangère. Les crédits à la clientèle suisse, d'un volume de loin plus important, ont marqué une croissance de 1%. Les créances hypothécaires ont progressé de 1,4%, alors que les avances et prêts à terme fixe garantis par hypothèque ont diminué légèrement. Dans le domaine des crédits de construction, les limites ouvertes et les crédits utilisés se sont inscrits au-dessous des niveaux observés au troisième trimestre.

Les fonds de la clientèle se sont élevés de 25,1 milliards, ou de 3,3%, par rapport au troi-

sième trimestre pour atteindre 774,2 milliards de francs. Les trois quarts de cette hausse revenaient aux fonds en monnaies étrangères, les cours de celles-ci ayant parfois augmenté fortement. Les créanciers à terme ont connu la plus vive expansion en pour-cent, soit 6,7%; seuls les dépôts en monnaies étrangères ont marqué un accroissement. Par contre, les créanciers à vue se sont établis légèrement au-dessous du niveau du troisième trimestre. Les fonds d'épargne se sont accrus une nouvelle fois vigoureusement (3,3%). Les bons de caisse ont de nouveau perdu de leur attrait, de sorte que leur montant s'est inscrit, à fin décembre, pour la première fois au-dessous de celui des obligations.

Les fonds fiduciaires ont continué de croître et atteignaient, à fin 1996, 303,7 milliards de francs, un niveau jamais observé depuis l'été 1993.

# Der «Monetary Conditions Index» für die Schweiz

Yvan Lengwiler\*

## 1. Einleitung

Seit mehreren Jahren verwendet die kanadische Zentralbank im Rahmen ihrer Geldpolitik einen Index, der sich aus einem kurzfristigen Zinssatz und dem Wechselkurs zusammensetzt. Dieser «Monetary Conditions Index» (MCI) soll den Restriktionsgrad der Geldpolitik wiedergeben. Er ist als Alternative zu Geldaggregaten gedacht, deren Stabilität in Kanada (wie auch in anderen Ländern) nicht über alle Zweifel erhaben ist.

Der MCI spielt inzwischen auch bei der Entscheidungsfindung anderer Zentralbanken eine Rolle (Finnland, Norwegen, Schweden). Die Bedeutung, welche diese Zentralbanken dem MCI zumessen, ist allerdings recht unterschiedlich. Während die Bank von Kanada den MCI als «operationales Zwischenziel» betrachtet, der damit in der kurzfristigen Lagebeurteilung eine prominente Rolle spielt, dient er in anderen Ländern bloss als eine von mehreren Informationsvariablen. Es stellt sich die Frage, ob der MCI auch für die Schweizerische Nationalbank von Nutzen sein könnte und in welcher Weise die Formel für seine Berechnung gegebenenfalls angepasst werden müsste. Es stellt sich im weiteren die Frage, wie gut die Eigenschaften eines schweizerischen MCI im Vergleich zu anderen Indikatoren sind, insbesondere im Vergleich zu den Geldaggregaten.

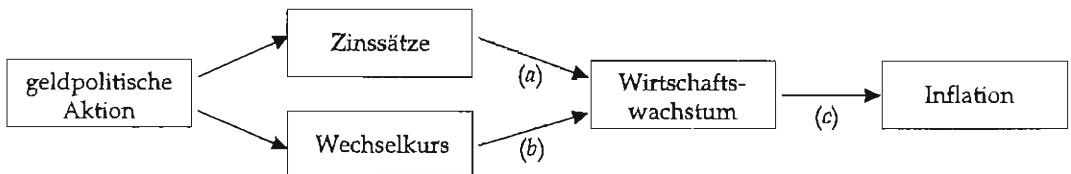
Der Rest dieses Aufsatzes ist in vier Teile gegliedert. Im folgenden zweiten Teil wird die Idee erläutert, die hinter dem MCI steckt, und die kana-

dische Definition des MCI vorgestellt. Ausserdem wird dargelegt, auf welche Weise der MCI in den geldpolitischen Entscheidungsprozess einfließen kann. Der dritte Teil beschreibt, wie die kanadische MCI-Formel an die Besonderheiten der schweizerischen Daten angepasst werden kann. In diesem Teil stellen wir vier Varianten eines schweizerischen MCI vor. Im vierten Teil wird die Frage diskutiert, wie der MCI als vorläufiger Indikator für die Inflation und das Wirtschaftswachstum im Vergleich zu den Geldaggregaten abschneidet. Ausserdem wird die Frage behandelt, ob der MCI in der Vergangenheit für die Festlegung des geldpolitischen Kurses nützlich gewesen wäre. Der letzte Teil enthält zusammenfassende Schlussbemerkungen.

## 2. Der Transmissionsmechanismus und die Konstruktion des MCI

Der geldpolitische Transmissionsmechanismus umfasst eine Kette von Ursachen und Wirkungen, an deren Anfang eine monetäre Expansion oder Kontraktion steht, die eine Stimulierung bzw. Dämpfung der wirtschaftlichen Aktivität bewirkt, welche sich ihrerseits auf die Entwicklung des Preisniveaus auswirkt. Der Transmissionsmechanismus beschreibt also, über welche Kanäle die Geldpolitik zunächst das realwirtschaftliche Geschehen und später die Teuerung zu beeinflussen vermag. Zwei Kanäle stehen traditionellerweise im Vordergrund, nämlich die Transmission über den Zinssatz einerseits (Zinskanal) und über den

Abbildung 1. Schematischer Transmissionsprozess



\* Ressort Volkswirtschaftliche Studien der Schweizerischen Nationalbank.

Wechselkurs andererseits (Wechselkurskanal). Abbildung 1 stellt diese Kanäle schematisch dar.<sup>1</sup>

Die beiden Kanäle, die in Abbildung 1 schematisch dargestellt sind, sollen am Beispiel einer Ausdehnung der Geldmenge kurz erläutert werden. Eine Expansion der Geldmenge führt in einer ersten Phase zu einer Veränderung der relativen Preise bestehender Vermögensanlagen. Die Firmen und Haushalte versuchen, ihre überhöhten liquiden Mittel abzubauen und kaufen Wertpapiere und Devisen. Am internationalen Wertpapiermarkt steigen die Kurse, während die Renditen fallen. Am Devisenmarkt erhöhen sich die Kurse ebenfalls und die einheimische Währung wird tiefer bewertet. Da die Güterpreise kurzfristig ziemlich unflexibel sind, bedeutet dieser Rückgang der nominellen Zinssätze und Devisenkurse auch eine Senkung der entsprechenden realen Größen.

Der Rückgang der realen Zinssätze belebt, in einer zweiten Phase, die Nachfrage nach Investitionsgütern und langlebigen Konsumgütern (Pfeil [a] in Abbildung 1). Gleichzeitig verbilligt die reale Tieferbewertung der eigenen Währung die Exporte und verteuert die Importe (Pfeil [b] in Abbildung 1). Damit belebt sich die Konjunktur und die Produktion steigt.

Der Anstieg der Produktion ist mit einer stärkeren Auslastung der Produktionskapazitäten verbunden. Dies führt in einer dritten Phase (Pfeil [c] in Abbildung 1) zu einem Anstieg der Produktionskosten und schliesslich der Inflationsrate. Die Produktion bildet sich zurück, und es verbleibt nur die Wirkung auf die Inflation.

Der MCI versucht der Tatsache Rechnung zu tragen, dass beide Transmissionskanäle simultan aktiv sind. Die Kombination einer starken Aufwertung mit einem schwachen Anstieg der Zinsen kann somit den gleichen Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage haben wie die Kombination eines starken Zinsanstiegs mit einer moderaten Aufwertung der Währung. Der Zinssatz wirkt sich vor allem auf die Investitionsnachfrage, der Wechselkurs hingegen auf die Exportnachfrage aus. Die beiden geschilderten Konstellationen haben also unterschiedliche Auswirkungen auf die Struktur der gesamtwirtschaftlichen Nach-

frage, können aber in der Summe die gleiche konjunkturelle Wirkung ausüben. Kanadas Formel für den MCI kombiniert deshalb die Veränderung des realen kurzfristigen Zinssatzes gegenüber einer Basisperiode mit der prozentualen Veränderung des realen exportgewichteten Wechselkurses gegenüber derselben Basisperiode. Den beiden Komponenten wird entsprechend ihrem relativen Einfluss auf die reale gesamtwirtschaftliche Nachfrage ein unterschiedliches Gewicht beigegeben. Die Gewichtung soll also der relativen Stärke der Pfeile (a) und (b) in der Abbildung 1 entsprechen. Die kanadische Zentralbank (Freedman 1994) stützt sich auf verschiedene Studien, die zum Ergebnis gelangen, dass Bewegungen des kurzfristigen Zinssatzes einen rund dreimal stärkeren Einfluss auf das reale Wachstum ausüben als Veränderungen des Wechselkurses.<sup>2</sup> Entsprechend werden für den kanadischen MCI die Zinssatzveränderungen dreimal stärker gewichtet als die Bewegungen des Wechselkurses. In der kanadischen Formel führt somit ein Anstieg des realen Zinssatzes um einen Prozentpunkt sowie eine reale Aufwertung von 3% zu einer Erhöhung des MCI um einen Indexpunkt. Die Formel lautet also

$$MCI = \frac{[\text{realer Zinssatz } (t) - \text{realer Zinssatz } (t_0)] + 100 \cdot \left[ \frac{\text{realer Wechselkurs } (t) - \text{realer Wechselkurs } (t_0)}{\text{realer Wechselkurs } (t_0)} \right] / 3}{3}$$

wobei  $t$  die laufende und  $t_0$  die Basisperiode bezeichnet. Ein hoher MCI zeigt also eine restriktive und ein tiefer MCI eine expansive Politik an.

Die erwähnten Transmissionsmechanismen wirken über eine Veränderung der relativen Preise. Es sind also der reale Zinssatz und der reale Wechselkurs, die das Verhalten der privaten Akteure derart beeinflussen, dass die Produktion sich verändert. Der reale Wechselkurs ist jedoch erst mit einer beträchtlichen Verzögerung bekannt, da er die Kenntnis der Preisniveaus im In- und Ausland voraussetzt. Aus diesem Grund be-

<sup>1</sup> Siehe Mishkin (1995, 1996) für eine knappe Übersicht über die verschiedenen Transmissionskanäle.

<sup>2</sup> Siehe Duguay (1994). Clinton und Zelmer (1996) geben an, dass in Kanada der Zinssatz einen zwei- bis fünfmal stärkeren Einfluss auf die aggregierte Nachfrage hat als der Wechselkurs.

rechnet die kanadische Zentralbank auch einen nominellen MCI. Dabei wendet sie dieselbe Formel auf die Veränderung des nominellen Zinssatzes und des nominellen Wechselkurses an.

Die Interpretation des nominellen MCI als Mass des geldpolitischen Restriktionsgrades ist vor allem dann problematisch, wenn seine Entwicklung stark von jener des realen MCI abweicht. Weder hohe (nominelle) Zinsen noch eine (nominell) starke Binnenwährung sind verlässliche Zeichen für eine restriktive Politik. Ein Anstieg der nominellen Zinssätze beispielsweise muss nicht unbedingt von einem Anstieg der realen Zinssätze begleitet sein, sondern ist möglicherweise auf gestiegene Inflationserwartungen zurückzuführen. In diesem Fall steigen die Zinssätze an, obwohl der geldpolitische Restriktionsgrad unverändert geblieben ist (zu diesem Punkt siehe Mishkin 1996). Die gleiche Überlegung gilt bezüglich des Wechselkurses. Eine nominelle Höherbewertung der eigenen Währung bedeutet *per se* noch keine Verschlechterung der Exportchancen. Wird die Erhöhung des Aussenwertes der heimischen Währung nämlich von einer entsprechend geringeren Inflationsrate begleitet, dann verändert sich der reale Aussenwert der Währung nicht. Aus diesem Grund beschränken wir uns bei der Konstruktion des MCI auf den realen Index.

Auch der reale MCI ist allerdings nicht immer leicht zu interpretieren und kann falsche Signale liefern. Verändern sich nämlich die Komponenten des MCI aus nicht-monetären Gründen, dann kann sich der MCI verändern, ohne dass dies von einer Veränderung des geldpolitischen Restriktionsgrades begleitet wäre (Eika et al. 1996, Abschnitt III.6). Beispielsweise kann der reale Zinssatz ansteigen, wenn die Unsicherheit über die zukünftige wirtschaftliche Situation zunimmt. Ein anderes Beispiel ist eine Verschiebung der relativen Nachfrage von inländischen zu ausländischen Gütern (beispielsweise aufgrund einer technischen Innovation). Eine solche Veränderung beeinflusst den gleichgewichtigen realen Wechselkurs, stellt aber nicht eine Veränderung des geldpolitischen Restriktionsgrades dar.

Verschiedene Institutionen verwenden den MCI auf unterschiedliche Weise. Der IMF benutzt den MCI in seinem World Economic Outlook 1996 als

geldpolitischen Indikator, der auf kompakte Weise einen Anhaltspunkt für den Restriktionsgrad der Geldpolitik liefern soll. Ebenso verfahren die schwedische, die finnische und die norwegische Zentralbank. Kanadas Zentralbank geht einen Schritt weiter: Sie verwendet den MCI als «operationales Zwischenziel». Der MCI nimmt damit eine formelle Rolle in der kurzfristigen Implementation der Geldpolitik ein. Wenn sich beispielsweise der kanadische Dollar um 6% aufwertet und die kanadische Zentralbank den MCI unverändert lassen will, dann muss sie den kurzfristigen Zinssatz entsprechend um 2 Prozentpunkte senken (entsprechend der 3:1 Gewichtung). Es ist aber festzuhalten, dass die Bank von Kanada in der Praxis den MCI nicht derart mechanisch einsetzt (siehe Clinton und Zelmer 1996).

### 3. Konstruktion eines schweizerischen MCI

In diesem Kapitel geht es darum, die geeignete Berechnungsweise für die beiden Komponenten des MCI zu bestimmen und gleichzeitig die optimale Gewichtung dieser Variablen für die Konstruktion des schweizerischen MCI zu finden. Mit Hilfe von Regressionen soll festgestellt werden, wie stark der Einfluss verschiedener erklärender Variablen auf die aggregierte Nachfrage ist.<sup>3</sup> Wir richten unser Augenmerk auf das Wirtschaftswachstum und nicht auf die Inflationsrate, weil der MCI für die kurz- bis mittelfristige Lagebeurteilung gedacht ist. Dies steht nicht im Widerspruch zur Auffassung, dass die Hauptaufgabe der Nationalbank darin besteht, das Preisniveau zu stabilisieren. Ein geldpolitischer Impuls schlägt sich mittelfristig auf die Produktion und erst längerfristig im Preisniveau nieder.

Die zu erklärende Variable ist somit stets das reale Wirtschaftswachstum (auf ein Jahr hochgerechnetes, saisonbereinigtes, reales BIP-Wachstum zum Vorquartal). Als Regressoren gelangen der reale kurzfristige Zinssatz sowie verschiedene Masse für den realen Wechselkurs zum Einsatz. Zusätzlich werden das reale Wachstum des deutschen BIP und das reale Wachstum der schweizerischen Staatsausgaben als erklärende Varia-

<sup>3</sup> Ich folge hier Duguays (1994) Vorgehensweise.

**Tabelle 1. Einfluss des Zinssatzes und des Wechselkurses auf das Wirtschaftswachstum**

Endogene: **Reales BIP-Wachstum, YRW**

Sample: 1980.1 bis 1996.3, 67 Quartalsbeobachtungen.

Beschreibung	Variable	Gleichung Lag	1	2	3	4
realer 3-Mnt-Zinssatz	<i>Zi3R</i>	2	-0.4374** (2.32)	-0.5303*** (2.71)	-0.5312** (2.64)	-0.3543* (1.83)
realer exportgew. Wechselkurs	<i>ER</i>	0	-0.0966** (2.48)			
trendbereinigt	<i>ERTB</i>	0		-0.1398** (2.32)		
rollend trendbereinigt	<i>ERTBR</i>	2			-0.1380** (2.06)	
realer Wechselkurs der DM	<i>DMR</i>	0				-0.1208** (2.03)
Wachstum reales dt. BIP	<i>GerYRW</i>	0	+0.2408*** (3.30)	+0.2215*** (3.03)	+0.2202*** (2.99)	+0.2711*** (3.48)
Wachstum reale Staatsausgaben	<i>GovtRW</i>	1	+0.2508*** (3.75)	+0.2594*** (3.88)	+0.2556*** (3.77)	+0.2705*** (4.01)
Cochrane-Orchutt-Korrektur	<i>AR(1)</i>		-0.1620 (1.32)	-0.1554 (1.27)	-0.1364 (1.08)	-0.1686 (1.32)
Absolutglied	<i>C</i>		+46.31** (2.54)	+1.171** (2.45)	+1.294** (2.59)	+56.89** (2.06)
korrigiertes R <sup>2</sup>			0.406	0.399	0.390	0.387
Standardfehler			2.31	2.32	2.34	2.35
Durbin-Watson-Statistik			2.15	2.17	2.11	2.09

Signifikant auf dem Niveau \*10%, \*\*5%, \*\*\*1%. Absolute t-Werte in Klammern.

blen in die Schätzggleichung aufgenommen. Die erste Variable soll exogene Schocks einfangen, von denen die Schweiz und Deutschland gleichermaßen betroffen sind, sowie die Wirkung der deutschen Konjunktur auf die schweizerischen Exporte messen. Die zweite Variable stellt fiskalpolitische Einflüsse auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dar.

Der Anhang gibt Auskunft über die Berechnungsweise dieser Variablen. Dort wird auch erläutert, wie der reale Zinssatz (der eine unbeobachtbare Variable ist) berechnet wird. Der reale Wechselkurs des Schweizerfrankens soll hier jedoch etwas ausführlicher diskutiert werden. Dieser weist seit Jahrzehnten eine leicht ansteigende Tendenz auf. Dafür können verschiedene Gründe verantwortlich sein, die mit dem Restriktionsgrad der Geldpolitik nichts zu tun haben.<sup>4</sup> Wenn wir den MCI mit dem unkorrigierten realen Wechsel-

kurs berechnen, so überträgt sich die ansteigende Tendenz des Wechselkurses zwangsläufig auf den MCI. Dieser Verlauf des MCI würde suggerieren, dass die Nationalbank in den letzten fünfzehn Jahren eine zunehmend restriktive Politik verfolgt hat. Tatsächlich zeigt die Inflationsrate keine entsprechend fallende Tendenz. Somit ist dieser Index, zumindest über grosse Zeiträume hinweg, verzerrt und wenig aussagekräftig. Wir ziehen deshalb einige Varianten zum realen Wechselkurs des Schweizerfrankens in Betracht.

Die einfachste Variante ist die Korrektur des realen Wechselkurses um einen loglinearen Trend («trendbereinigter realer Wechselkurs»). Wir subtrahieren also zu jedem Zeitpunkt die «normale» (d.h. durchschnittliche) reale Aufwertung (1978 bis 1996 rund  $\frac{3}{4}\%$  pro Jahr). Der Nachteil dieser Korrektur ist erstens, dass die «normale» Aufwertung über den ganzen Bereich hinweg als konstant angenommen wird, und zweitens, dass mit jeder neu verfügbaren Zahl die durchschnittliche Aufwertung verändert wird und somit der korrigierte reale Wechselkurs für alle vergangenen Zeitpunkte ebenfalls verändert wird.

<sup>4</sup> Mögliche Gründe sind die im internationalen Vergleich hohe Sparneigung der Schweiz und die Verwendung der Konsumentenpreisindizes anstelle der Preisindizes der handelbaren Güter bei der Berechnung des realen Wechselkurses.



Diese Probleme lassen sich beheben, indem wir den loglinearen Trend jeweils nur für ein «Fenster» von einigen Jahren berechnen. Wir erlauben damit erstens eine flexible Anpassung der als «normal» erachteten Aufwertung und umgehen zweitens das Problem der rückwirkenden Veränderung des korrigierten Wechselkurses. Den so korrigierten Wechselkurs bezeichnen wir als den «rollend trendbereinigten realen Wechselkurs».

Die dritte Variante ist der Verzicht auf einen exportgewichteten Wechselkurs und die Verwendung des realen Wechselkurses bezüglich der Deutschen Mark. Dieser weist keine ansteigende Tendenz auf.

Tabelle 1 zeigt die Ergebnisse der Schätzungen. Die erklärenden Variablen wurden jeweils so verzögert, dass das Bestimmtheitsmass maximal wird.<sup>5</sup> Es zeigt sich, dass der reale Zinssatz eine recht gute Erklärungskraft besitzt. Die Regressionen lassen aber keinen Schluss darüber zu, welches Mass für den realen Wechselkurs am besten geeignet ist. Wir werden deshalb vier verschiedene MCIs (unter Verwendung der vier verschiedenen Wechselkursvariablen) berechnen.

Laut den Regressionen führt eine reale Aufwertung um 1% zu einer Wachstumseinbusse von  $\frac{1}{10}$  bis zu  $\frac{1}{7}$  Prozentpunkt. Eine Erhöhung des realen Zinssatzes um einen Prozentpunkt (also beispielsweise von 1% auf 2%) bewirkt eine Wachstumseinbusse von etwa  $\frac{1}{3}$  bis gut  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt. Laut diesen Schätzungen beeinflusst der Zinssatz das reale Wachstum also etwa drei- bis fünfmal stärker als der Wechselkurs. Rekursive Schätzungen der Gleichungen (1) bis (4), in

<sup>5</sup> Es fällt auf, dass der Wechselkurs in drei der vier Gleichungen ohne Verzögerung eingeht. Das ist unplausibel, würde es doch bedeuten, dass eine Abwertung unverzüglich das Wirtschaftswachstum ankurbelt. Der Erklärungsgehalt der Gleichungen (1), (2) und (4) ist allerdings nur unwesentlich geringer, wenn der Wechselkurs um ein oder zwei Quartale verzögert wird.

<sup>6</sup> Es zeigt sich somit, dass das relative Gewicht des Zinssatzes und des Wechselkurses nicht konstant ist. Dieses Problem scheint nicht aussergewöhnlich zu sein. Eika et al. (1996) argumentieren, dass die Gewichte der MCI-Komponenten auch im Falle Schwedens und Norwegens nicht konstant sind.

<sup>7</sup> Kanada verwendet für die Berechnung ihres MCI ein Verhältnis von 3:1.

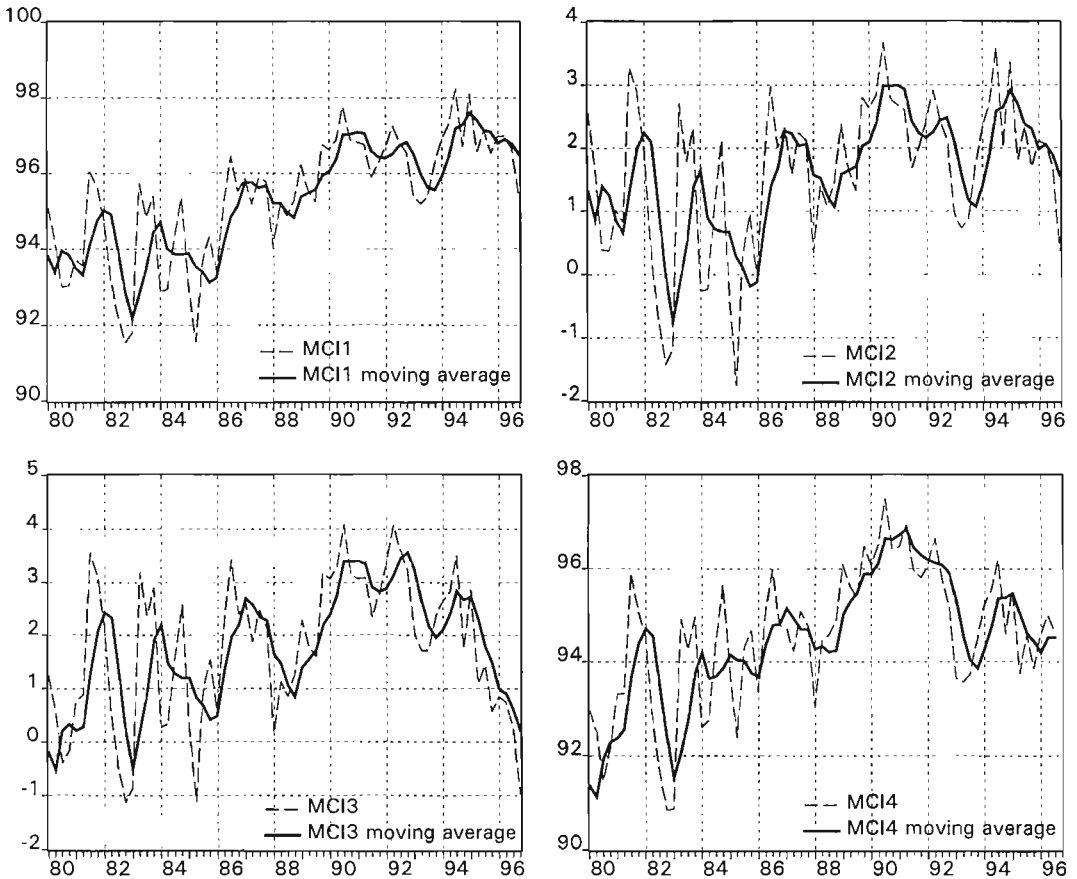
denen wir die Schätzperiode zwischen 1980.1–1988.1 und 1980.1–1996.3 variieren, zeigen, dass das relative Gewicht vor 1990 in der Gegend von 2:1 oder 3:1 angesiedelt war. Mit dem Beginn der nun sechsjährigen Stagnationsphase im Jahre 1990 erhöhte sich dieser Quotient aber auf 5:1 und verblieb – mindestens bis Ende 1995 – etwa auf diesem Niveau.<sup>6</sup> Wir wählen deshalb eine Gewichtung von 5:1 für unsere MCIs,<sup>7</sup> sind uns aber bewusst, dass diese Gewichtung mit erheblicher Unsicherheit verbunden ist. Immerhin können wir feststellen, dass die Gewichtung in recht grossen Bandbreiten verändert werden kann, ohne dass die resultierenden MCIs qualitativ andere Signale liefern. Unsere Formel lautet somit

$$MCI = \text{realer 3-Monats-Zinssatz} + \frac{100 \cdot \log(\text{realer Wechselkurs})}{5}$$

wobei «100·log (realer Wechselkurs)» eine der vier verschiedenen Masse des realen Wechselkurses bezeichnet (also ER, ERTB, ERTBR oder DMR). Wir erhalten mit dieser Formel also vier verschiedene MCIs für die Schweiz, welche wir mit MCI1 bis MCI4 bezeichnen (entsprechend den vier geschätzten Gleichungen, siehe Tabelle 1). Es ist zu beachten, dass die Schwankungen der Wechselkursvariablen weit grösser sind als jene des Zinssatzes. Die Standardabweichung der drei verschiedenen Wechselkursvariablen ist drei- bis fünfmal so gross wie jene des realen Zinssatzes. Obwohl der Wechselkurs also fünfmal schwächer gewichtet wird als der Zinssatz, trägt er ähnlich viel zu den Schwankungen des MCI bei wie der Zinssatz.

Abbildung 2 zeigt den Verlauf dieser vier MCIs. Alle vier MCIs weisen grosse Schwankungen auf, weshalb zusätzlich der über vier Quartale gleitende Durchschnitt des jeweiligen MCI dargestellt ist. MCI1 weist den erwarteten ansteigenden Trend auf. MCI2 und MCI3 verlaufen sehr ähnlich, wobei aber MCI2 etwas grössere Schwankungen aufweist. Beide Indizes weisen von 1980 bis 1988 einen recht unruhigen Verlauf auf. Im Zeitraum von 1990 bis 1994, mit einer Unterbrechung im Jahre 1993, signalisieren sie eine deutliche Verschärfung des geldpolitischen Restriktionsgrades. Seither zeigen beide Indizes (MCI3 etwas deutlicher) eine Normalisierung an. MCI4 weist

**Abbildung 2.** Vier verschiedene MCIs für die Schweiz



einen ähnlichen Verlauf wie MCI2 oder MCI3 auf, mit dem Unterschied, dass von 1984 bis 1988 ein ruhigeres Bild vermittelt wird.

**4. Ist der MCI ein ebenso guter Indikator wie die Geldmengen?**

In diesem Abschnitt wird die Frage behandelt, ob der MCI nützliche Informationen enthält, die nicht in den Geldaggregaten enthalten sind. Der Vorgehensweise von Hostland et al. (1987) folgend berechnen wir die Korrelationskoeffizienten zwischen dem MCI und den Wachstumsraten verschiedener Geldmengen einerseits und dem nominalen und realen Wirtschaftswachstum sowie

der Inflationsrate andererseits. Dabei wählen wir die Verzögerung der als Indikatoren gedachten Variablen so, dass die Korrelation maximal wird. Die betrachteten Geldmengen sind die Aggregate  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$ . Wir verzichten hier auf die Berücksichtigung der Notenbankgeldmenge, weil dieses Aggregat aufgrund der Einführung neuer Liquiditätsvorschriften und eines neuen Interbanken-Zahlungsverkehrssystems (SIC) 1987 eine grosse Nachfrageverschiebung erlebte. Abbildung 3 und Tabelle 2 fassen diese Berechnungen zusammen. Die Ergebnisse machen erstens deutlich, dass ein monetärer Impuls zunächst auf das reale, etwas später auch auf das nominelle BIP-Wachstum wirkt und sich schliesslich mit erheblich grösserer Verzögerung in der Inflationsrate niederschlägt.

**Tabelle 2:** Indikatoreigenschaften der Geldmengen und des MCI

	reales BIP	nominelles BIP	Inflationsrate
M1 nominell	+0.516 [7]	+0.521 [12]	+0.360 [15]
real	+0.554 [7]	+0.558 [12]	+0.451 [16]
M2 nominell	+0.436 [8]	+0.395 [13]	+0.308* [18]
real	+0.467 [8]	+0.439 [12]	+0.397* [18]
M3 nominell	+0.605 [5]	+0.646 [9]	+0.629 [15]
real	+0.601 [5]	+0.611 [11]	+0.680 [16]
MCI1 **	+0.483 [2]	+0.545 [3]	+0.214 [0]
MCI2 **	+0.514 [3]	+0.447 [4]	-0.233 [3]
MCI3 **	+0.516 [2]	+0.577 [5]	+0.372 [7]
MCI4 **	+0.385 [3]	+0.507 [6]	+0.247 [7]

Die Zahlen geben die maximalen Korrelationskoeffizienten zwischen den jeweiligen Jahreswachstumsraten der Geldmenge bzw. dem MCI und den entsprechenden Jahreswachstumsraten des BIP und des KPI an. Die Zahlen in den eckigen Klammern geben an, um wie viele Quartale der Indikator verzögert werden muss, damit diese maximale Korrelation erreicht wird. Die Beobachtungszeiträume für diese Berechnungen sind 1977.1 bis 1996.3 für die Korrelationen zwischen Geldmengen und BIP, 1977.1 bis 1996.4 für Geldmengen und Inflation, 1979.4 bis 1996.3 für MCI und BIP und 1979.4 bis 1996.4 für MCI und Inflation. Diese Unterschiede ergeben sich aus der Verfügbarkeit der Daten. \* Die Verzögerung von 18 Quartalen ist unplausibel. Ein einfacher, optischer Vergleich der Zeitreihen suggeriert eine Verzögerung von 12 oder 13 Quartalen. \*\* Es handelt sich um das gleitende Mittel des jeweiligen MCI über vier Quartale. Der nicht-gemittelte MCI weist durchwegs geringere Korrelationen auf. Alle MCIs sind invertiert (d.h. mit  $-1$  multipliziert), so dass ein positiver Korrelationskoeffizient zu erwarten ist.

Die obere Hälfte der Abbildung 3 macht diesen Prozess der Transmission eines monetären Impulses zunächst auf die Realwirtschaft und später auf das Preisniveau sehr deutlich.<sup>8</sup> Zweitens stellen wir fest, dass die Geldaggregate einen längeren Vorlauf als die MCIs aufweisen. Drittens weist  $M_3$  von allen untersuchten Indikatoren die höchste Korrelation sowohl mit dem BIP als auch mit der Inflationsrate auf. Alle Varianten des MCI sind als vorlaufende Indikatoren für das BIP brauchbar, enthalten aber – gemessen am Korrelationskoeffizienten – nur wenig Information über die künftige Inflationsrate.

Abbildung 4 illustriert die Indikatoreigenschaften der Geldmenge  $M_3$  und des MCI3.<sup>9</sup> Die linke Hälfte der Abbildung zeigt die drei zu erklärenden Variablen – reales BIP-Wachstum, nominelles BIP-Wachstum und Inflationsrate – zusammen mit dem verzögerten Wachstum von  $M_3$ . Die Verzögerung ist jeweils so gewählt, dass die Korrela-

tion maximal ist (entsprechend Tabelle 2). Man sieht, dass  $M_3$  ein guter Indikator für das reale und vor allem für das nominelle BIP-Wachstum ist. Die Indikatoreigenschaft für die Inflationsrate ist ebenfalls recht gut. Die rechte Hälfte der Abbildung zeigt den verzögerten, invertierten MCI3 (gemäss Tabelle 2) zusammen mit den drei zu erklärenden Variablen. Abbildung 4(f) belegt, dass zwischen der Inflation und dem MCI statistisch kaum ein Zusammenhang besteht.

Im Rest dieses Kapitels untersuchen wir, ob der MCI in der Vergangenheit für die geldpolitische Entscheidungsfindung hilfreich gewesen wäre. Abbildung 5 zeigt den Verlauf von MCI2, MCI3 und MCI4 im Vergleich zu den Wachstumsraten der drei Geldaggregate.<sup>10</sup> Von 1980 bis Ende 1983 und von 1989 bis 1996 zeichnen die Geldmengen und die MCIs qualitativ ein ähnliches Bild. Die Ausrichtung der Geldpolitik am MCI statt an der Geldmenge hätte deshalb zu ähnlichen Lagebeurteilungen und zu ähnlichen geldpolitischen Entscheidungen der Nationalbank geführt.

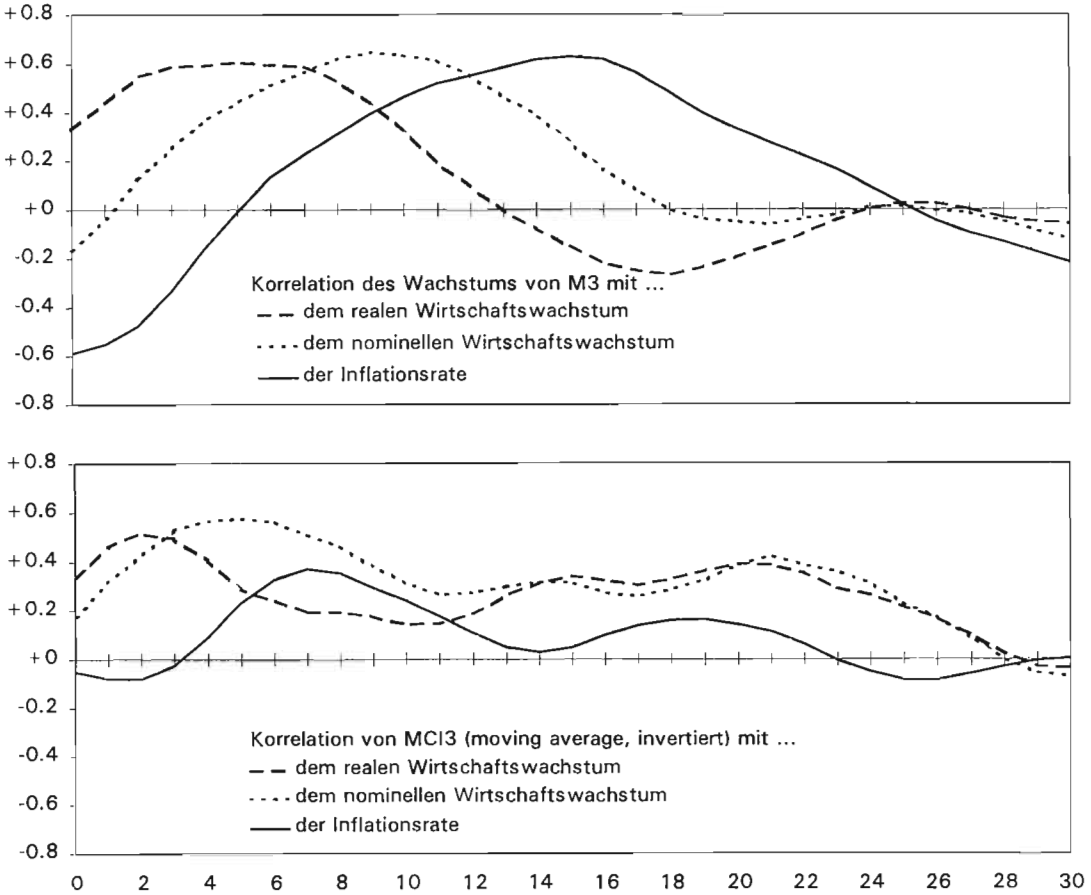
Diese Beurteilung trifft allerdings nicht für die Zeit von Anfang 1984 bis Ende 1988 zu (der grau schraffierte Abschnitt in Abbildung 5). Alle drei Geldaggregate wiesen 1984 und 1985 durchschnittliche Wachstumsraten auf und entsprachen damit einem normalen Restriktionsgrad der Geldpolitik. MCI4, der auf dem realen Wechselkurs der Deutschen Mark zum Schweizerfranken basiert, verhielt sich in dieser Periode recht ähnlich wie die Geldmengen und zeigte keine aussergewöhnlichen Schwankungen an. Demgegenüber deuteten MCI2 und MCI3 – bedingt durch die Entwicklung des Wechselkurses des amerikanischen Dollars – für die Jahre 1984 eine leichte

<sup>8</sup> Die ausgewiesenen Verzögerungen sind allerdings etwas länger als das, wovon wir normalerweise ausgehen. Die Tabelle zeigt, dass die Geldmengen erst nach etwa vier Jahren Verzögerung ihre maximale Korrelation mit der Inflationsrate aufweisen. Im Gegensatz dazu deutet der Vergleich der Wendepunkte der Inflationsrate und der Wachstumsraten der Geldmengen darauf hin, dass die Wirkungsverzögerung  $2\frac{1}{2}$  bis  $3\frac{1}{2}$  Jahre beträgt.

<sup>9</sup> Gemäss Tabelle 2 hat  $M_3$  die besten Indikatoreigenschaften der drei Geldaggregate, und MCI3 hat die besten Indikatoreigenschaften der vier MCIs.

<sup>10</sup> Wir haben MCI1 weggelassen, weil er einen Trend aufweist und deshalb optisch kein Zusammenhang zu erkennen ist.

Abbildung 3. Der Transmissionsprozess



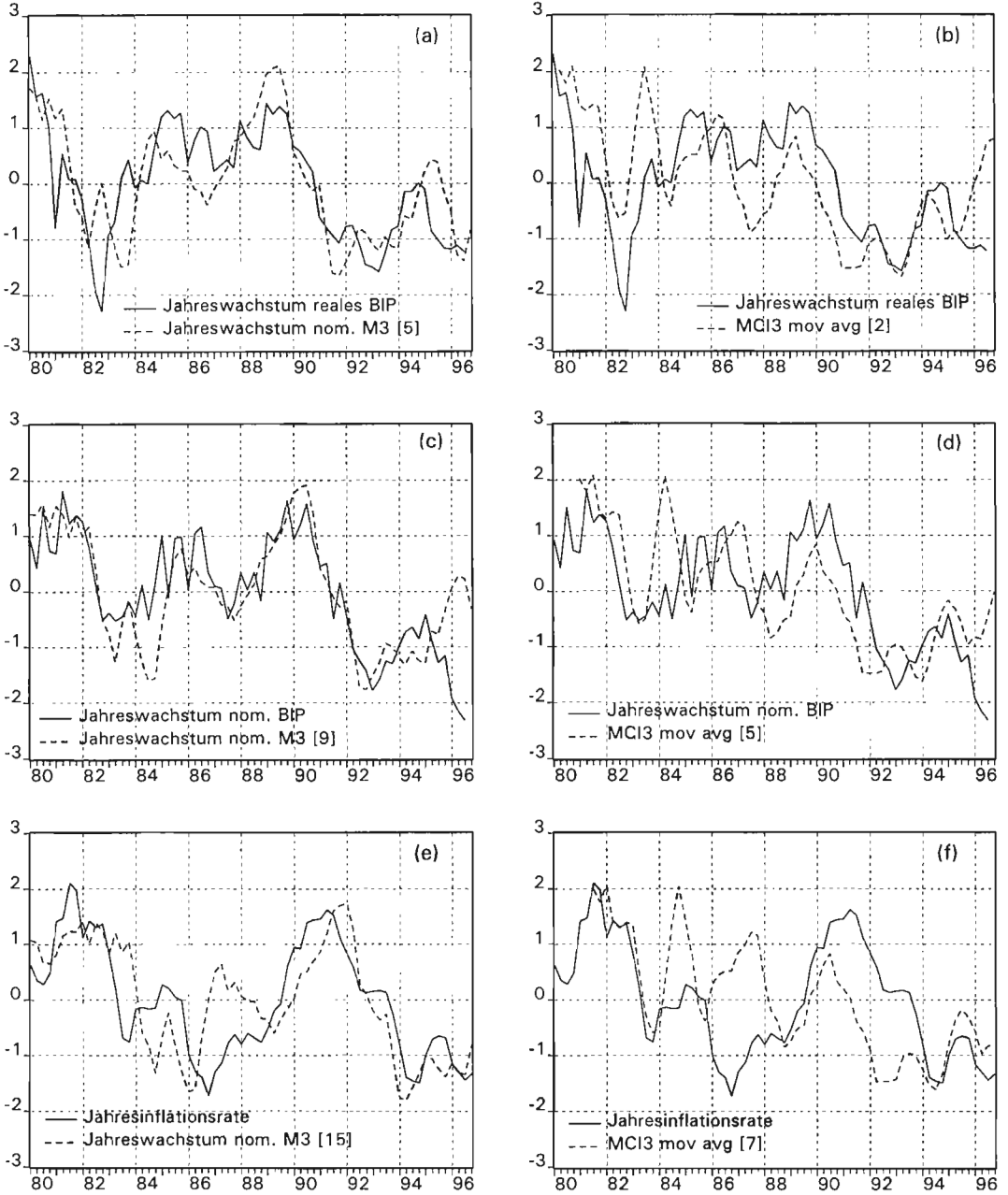
Die obere Abbildung zeigt die Korrelationskoeffizienten zwischen dem realen Wachstum, dem nominellen Wachstum und der Inflationsrate einerseits und dem Wachstum (zum Vorjahr) der Geldmenge  $M_3$ . Die Abszisse gibt an, um wieviele Quartale die Geldmenge verzögert ist. Die untere Grafik zeigt die entsprechenden Korrelationen des MCI3 (gleitender Durchschnitt über vier Quartale, invertiert) mit Wachstum und Inflation.

und 1985 eine deutlich stärkere Lockerung der Geldpolitik an. Rückwirkend betrachtet kann man aber kaum zur Überzeugung gelangen, die Geldpolitik sei 1985 besonders expansiv gewesen. Die Signale von MCI2 und MCI3 waren deshalb in dieser Zeit nicht besonders hilfreich.

1987 und 1988 sah sich die Schweizerische Nationalbank mit grossen Herausforderungen konfrontiert. 1987 erlebten die Börsen weltweit einen «Crash», von dem damals angenommen wurde,

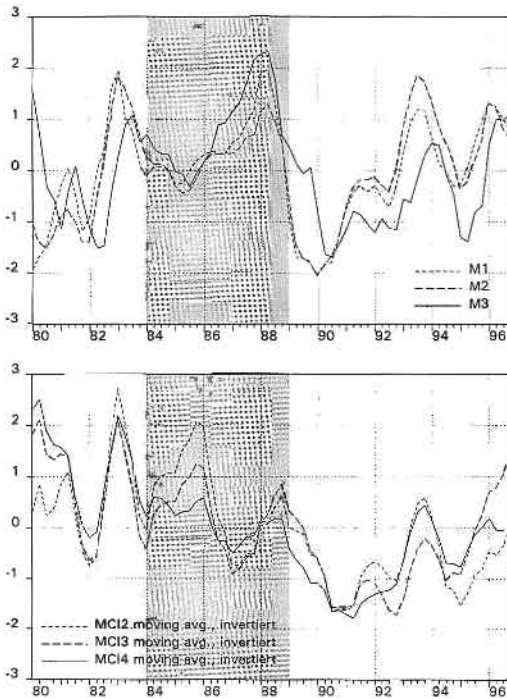
er könnte eine Rezession auslösen. Die Nationalbank versorgte daraufhin den Markt mit mehr Liquidität, als sie ursprünglich beabsichtigt hatte. Im Jahr darauf wurden das «Swiss Interbank Clearing»-System (SIC) sowie neue Liquiditätsvorschriften für die Banken eingeführt. Es war bekannt, dass beide Neuerungen den Geschäftsbanken erlauben würden, weniger liquide Mittel zu halten als bis anhin. Die Nationalbank wusste somit, dass die Nachfrage nach Notenbankgeld zurückgehen würde. Über das Ausmass und die

**Abbildung 4. Indikatoreigenschaften der Geldmengen und des MCI**



Die Ordinaten sind so normiert, dass ein Wert von Null dem Durchschnitt der jeweiligen Variablen entspricht. Die Zahlen geben die Schwankungen gemessen in Standardabweichungen an. Dies garantiert, dass alle Variablen jeweils dieselbe Schwankungsbreite aufweisen, was den Vergleich vereinfacht. Ausserdem ist die Skala des MCI invertiert, so dass ein hoher Wert einer expansiven, ein tiefer Wert einer restriktiven Geldpolitik entspricht. Die in eckige Klammern gesetzte Zahl gibt an, um wieviel Quartale die jeweilige Variable nach rechts verschoben ist.

**Abbildung 5. MCIs und Geldmengen**



Die Ordinaten sind auf die gleiche Weise normiert wie jene in Abbildung 4.

Geschwindigkeit dieser Nachfrageverschiebung herrschte indessen grosse Unsicherheit. Im nachhinein zeigte es sich, dass die Nationalbank diese Nachfrageverschiebung unterschätzt und deshalb 1988 die Geldpolitik für kurze Zeit zu expansiv gestaltet hatte (siehe SNB 1988). Diese Beurteilung entspricht auch der Entwicklung der Geldaggregate. Spätestens von 1987 an ( $M_3$  deutet diese Entwicklung bereits 1986 an) bis in die erste Hälfte von 1988 nahmen deren Wachstumsraten massiv zu und signalisierten damit eine deutliche Lockerung der Geldpolitik in dieser Zeit. Die hartnäckige Inflation, die wenige Jahre später folgte, bestätigt im Rückblick diese Beurteilung.

Wäre in dieser schwierigen Zeit der MCI nützlich gewesen? Während die Geldaggregate 1987 und 1988 korrekterweise eine lockere Politik anzeigten, signalisierten MCI2 und MCI3 (etwas weniger deutlich auch MCI4) ab Anfang 1987 eine massive Verschärfung des geldpolitischen Restriktionsgrades.

Ausgelöst wurde diese Entwicklung des MCI durch den deutlichen Wertzerfall des amerikanischen Dollars (er sank zwischen Anfang 1986 und Ende 1987 von knapp Fr 2.– auf rund Fr 1.40). Der MCI verhielt sich damit genau umgekehrt wie die Geldaggregate. Hätte die Nationalbank damals dem MCI Beachtung geschenkt, so hätte sie den Eindruck gewinnen müssen, die Politik sei restriktiv oder etwa neutral, was – im Rückblick – eine krasse Fehlbeurteilung bedeutet hätte.

## 5. Zusammenfassung

Das Ziel des vorliegenden Aufsatzes war es, eine knappe Einführung zum MCI und eine Anwendung für die Schweiz zu liefern. Wir haben untersucht, ob der MCI für die Beurteilung der geldpolitischen Situation in der Schweiz nützlich sein könnte. Zunächst legten wir eine Modifikation der kanadischen Formel dar, welche der besonderen Entwicklung des realen Aussenwertes des Schweizerfrankens besser Rechnung trägt. In einem zweiten Schritt ermittelten wir die optimale Gewichtung des Wechselkurses und des Zinssatzes.

Anhand einfacher statistischer Analysen kommen wir zum Schluss, dass der MCI den geldpolitischen Restriktionsgrad in der Schweiz häufig nicht gut wiederzugeben vermag. Die herkömmlichen Geldaggregate erweisen sich in dieser Hinsicht als überlegen. Besonders in der Zeitspanne von 1984 bis 1988 scheint der MCI unsinnige Signale über den geldpolitischen Restriktionsgrad zu liefern. Es drängt sich deshalb nicht auf, den MCI in der Schweiz zur Beurteilung der Geldpolitik oder zur Unterstützung der geldpolitischen Entscheidungsfindung heranzuziehen.

## Anhang: Aufbereitung der Daten

### A) Wirtschaftswachstum, Inflation, Geldmengen und die deutsche Wiedervereinigung

YR bezeichnet das reale Bruttoinlandprodukt. GovtR bezeichnet die realen Staatsausgaben. P ist der Konsumentenpreisindex. GerYR ist das reale deutsche Bruttoinlandprodukt.  $M_1$ ,  $M_2$  und

$M_3$  sind die Geldaggregate. Alle diese Variablen sind logarithmiert. Wird einer Variable ein  $W$  angehängt, so bezeichnet dies die saisonbereinigte, auf ein Jahr hochgerechnete Quartalswachstumsrate (additives X11-Verfahren), also beispielsweise

$$YRW = X11 \text{ von } 400 \cdot (YR - YR[-1]).$$

Die reale Geldmenge ist die mit dem KPI deflationierte nominelle Geldmenge, also beispielsweise

$$M_1R = M_1 - P.$$

Die Quartalswachstumsrate der realen Geldmenge ist die Differenz zwischen der saisonbereinigten Quartalswachstumsrate der nominellen Geldmenge und der saisonbereinigten Quartalsinflationsrate, also beispielsweise

$$M_1RW = M_1W - PW.$$

Im Text (nicht in den Regressionen) ist manchmal auch von Jahreswachstumsraten die Rede. Diese sind definiert als  $100 \cdot (X - X[-4])$ , wobei  $X$  eine der beschriebenen, logarithmierten (aber nicht saisonbereinigten) Variablen bezeichnet.

Um den durch die deutsche Wiedervereinigung verursachten Strukturbruch zu umgehen, verwenden wir für die Wachstumsraten des deutschen BIP (GerYRW) bis 1991.1 die Daten Westdeutschlands, danach die Werte für Deutschland inklusive der neuen Bundesländer.

## B) Die realen Zinssätze

Der reale Zinssatz ist die Differenz zwischen dem nominellen Zinssatz und der für die Laufzeit erwarteten Inflationsrate. Erwartungen können nicht direkt gemessen werden, und so müssen wir abschätzen, welche Inflationsrate ein rationaler Akteur beispielsweise Ende 1985 für das nächste Quartal erwartete.

Ein Akteur, der Ende 1985 eine Erwartung bilden musste, kannte (wenn er sich darum bemühte) alle Beobachtungen der relevanten Variablen bis zum dritten Quartal 1985. Er hätte daraus ein Prognosemodell entwickeln können und so zu einer

fundierten Erwartung für die Inflationsrate gelangen können. Es stellt sich heraus, dass das folgende Modell zwar nicht perfekt ist, aber zu jedem Zeitpunkt eine immerhin brauchbare Prognose erzeugt. Dieses Modell lautet

$$PW(t) = a + b \cdot PW(t-1) + c \cdot Zi3(t-1),$$

wobei  $PW$  die saisonbereinigte, annualisierte Quartalsinflationsrate und  $Zi3$  der Drei-Monats-Eurozinssatz ist. Für jeden Zeitpunkt führen wir also eine Saisonbereinigung, dann eine Schätzung dieser Gleichung und schliesslich eine Prognose durch.<sup>11</sup> Dieses rollende Verfahren gibt uns eine Zeitreihe für die jeweils erwartete Quartalsinflation (ExpInflQ).

Dieses etwas mechanistische Verfahren hat den Vorzug, dass es – obwohl es sich um aus der Vergangenheit extrapolierte Erwartungen handelt – viele Informationen, die zum Zeitpunkt der Erwartungsbildung vorhanden sind, berücksichtigt. Wir kommen damit dem Postulat rationaler Erwartungsbildung recht nahe. Informationen, die nicht in den erklärenden Variablen vorhanden sind, bleiben bei diesem Verfahren allerdings unberücksichtigt. So unterschätzt dieses Verfahren beispielsweise die erwartete Inflation des ersten Quartals 1995, als die WUST durch die MWSt ersetzt wurde, sofern diese Information nicht im kurzfristigen Zinssatz des vierten Quartals 1994 enthalten ist. Der reale 3-Monats-Satz ( $Zi3R$ ) ist die Differenz zwischen dem nominellen 3-Monats-Satz ( $Zi3$ ) und der berechneten Inflationserwartung für das kommende Quartal (ExpInflQ).

## C) Der reale Wechselkurs

Der reale Wechselkurs ist der um die Differenz der Preisniveaus korrigierte, nominelle Wechselkurs zwischen zwei Ländern. Der reale exportgewichtete Wechselkurs ist das gewichtete Mittel der bilateralen, realen Wechselkurse, wobei als Gewichte der Exportanteil des jeweiligen Landes verwendet wird. Bezeichne  $ER$  den mit 100 multiplizierten Logarithmus dieses realen Wechselkurses.<sup>12</sup> In der Formel des MCI wird die prozentuale

<sup>11</sup> Ich verwende die Funktion X11(a) in EViews 2.0.

Aufwertung des Wechselkurses im Vergleich zu einem Basisjahr verwendet. Diese prozentuale Aufwertung lässt sich als

$$ERB(t) = ER(t) - ER(\text{Basisjahr})$$

berechnen. Weil wir mit Logarithmen arbeiten, sind ERB und ER in dem Sinn äquivalent, als eine Schätzung mit diesen beiden Variablen zu identischen Koeffizienten führt. Einzig das geschätzte Absolutglied ist verschieden. Aus demselben Grund kommt der Wahl des Basisjahres keine Bedeutung zu. Wir verwenden deshalb in den Schätzungen ER und nicht ERB.

Der «trendbereinigte reale Wechselkurs» ERTB ist das Residuum einer OLS-Schätzung der Gleichung

$$ER(t) = a + b \cdot \text{Trend}.$$

Damit wird die durchschnittliche Wachstumsrate von ER herausgefiltert. Der Beobachtungszeitraum ist 1978.1 bis 1996.4. Der «rollend trendbereinigte reale Wechselkurs» ERTBR wird gleich berechnet wie ERTB, wobei als Beobachtungszeitraum für die Schätzung ein rollendes Fenster von sechs Jahren zugrunde gelegt wird. Der reale Wechselkurs der Deutschen Mark schliesslich ist der um die relative Entwicklung der Konsumentenpreisindizes Deutschlands und der Schweiz korrigierte, nominelle, bilaterale Wechselkurs des Schweizerfrankens zur Deutschen Mark, also

$$DMR = (DM + P - \text{Ger}P) \cdot 100,$$

wobei DM, P und GerP den Logarithmus des nominellen Wechselkurses (Deutsche Mark pro

100 Schweizerfranken) und des schweizerischen bzw. deutschen Konsumentenpreisindex bezeichnen.

## Literatur

- Clinton, Kevin, und Zølmer, Mark. 1996. Aspects of Canadian Monetary Policy Implementation in the 1990s: Dealing with Uncertainty. Bank of Canada. mimeo.
- Duguay, Pierre. 1994. Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada. *Journal of Monetary Economics* 33, 39–61.
- Eika, Karl H., Ericsson, Neil R., und Nymoen, Ragnar. 1996. Hazards in Implementing a Monetary Conditions Index. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 58(4), 765–790.
- Freedman, Charles. 1994. The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada. *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences* (Tomas J. T. Baliño, Carlos Cottarelli, eds.). International Monetary Fund, Washington, DC.
- Hostland, Doug, Poloz, Stephen, und Storer, Paul. 1987. An Analysis of the Information Content of Alternative Monetary Aggregates. Technical Report 48, Bank of Canada, Ottawa.
- Mishkin, Frederic. S. 1995. Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives* 9 (4), 3–10.
- Mishkin, Frederic. S. 1996. The Channels of Monetary Transmissions: Lessons for Monetary Policy. NBER Working Paper #5464.
- Schweizerische Nationalbank. 1988. Die Geldpolitik im Jahre 1989. *Geld, Währung und Konjunktur*, 265–266.

<sup>12</sup> Weil wir ER mit 100 multipliziert haben, gibt ERB in der folgenden Gleichung gerade die Aufwertung in Prozentpunkten an (also beispielsweise bei einer einprozentigen Aufwertung +1, nicht +0,01).



# Schweizer-Franken-Anleihen im Jahre 1996

Seit dem 1. Februar 1995 sind die Banken gemäss Artikel 7 des Bankengesetzes verpflichtet, die Emission von Anleihen in Schweizer Franken der Schweizerischen Nationalbank zu melden. Im Zuge der Revision des Bankengesetzes im Rahmen der Swisslex wurde die Bewilligungspflicht für Kapitalexperte im wesentlichen durch eine Meldepflicht ersetzt. Diese stellt sicher, dass die Nationalbank weiterhin in der Lage ist, die Entwicklung auf dem Markt für Schweizer-Franken-Anleihen zu verfolgen. Gestützt auf diese umfassende Datenbasis wird im folgenden die Entwicklung der Emissionstätigkeit im Jahre 1996 dargelegt. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass umfassende Informationen über die von Inländern auf dem Primärmarkt durchgeführten Transaktionen erst ab 1995 vorhanden sind. Hingegen vermitteln die Daten über den bewilligungspflichtigen Kapitalexperte auch für die Zeit vor 1995 ein vollständiges Bild über die Aktivitäten ausländischer Schuldner auf dem schweizerischen Kapitalmarkt.

Im Jahre 1996 sank das Bruttovolumen der Neuemissionen von Schweizer-Franken-Anleihen um 9 % auf 57.6 Mrd. Franken. Die Kapitalaufnahme ging sowohl im In- als auch im Auslandsbereich zurück. Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass sich der Schweizer Franken im Laufe des Jahres 1996 deutlich abschwächte. Zudem konnten die Unsicherheiten im Hinblick auf die Realisierung der europäischen Währungsunion abgebaut werden. Dies zeigte sich in der weiteren Annäherung der Zinsen in der Europäischen Union. Der Franken als Emissionswährung büsste deshalb etwas an Attraktivität ein. Im Gegensatz zur Entwicklung in der Schweiz beschleunigte sich die Kapitalaufnahme an den internationalen Finanzmärkten stark. Dies hatte zur Folge, dass der Anteil der Schweizer-Franken-Anleihen am gesamten internationalen Emissionsvolumen zurückging. Er erreichte damit im Jahre 1996 den tiefsten je gemessenen Wert.

Seit 1993 nimmt der Anteil der *Medium-Term Notes* Programme an den von Ausländern begebenen Emissionen in Schweizer Franken zu. Auch im Jahre 1996 stieg ihre Bedeutung weiter an. Die

Möglichkeit, im Auslandsegment früher begebene Anleihen mit einer zusätzlichen fungiblen Tranche zu erweitern (*Reopening*), stiess auf zunehmendes Interesse. Diese Praxis dürfte sich positiv auf die Liquidität und das Volumen im Sekundärmarkt auswirken.

## 1. Emissionsvolumen von Schweizer-Franken-Anleihen

Wie im Vorjahr entfielen erneut vier Fünftel des Emissionsvolumens auf gewöhnliche Anleihen (*Straights*). Dieses lag mit 47.2 Mrd. Franken um 11% unter dem Vorjahreswert. Da der Zuwachs bei den Optionsanleihen nicht ausreichte, um den Rückgang bei den Wandelanleihen zu kompensieren, ging das Volumen der eigenkapitalgebundenen Obligationen um 17% auf etwa 8 Mrd. Franken zurück. Die Anleihen mit variablem Zinssatz, synthetische Obligationen und nicht eigenkapitalgebundene Optionsanleihen entwickelten sich günstig. Ihr Volumen stieg um mehr als das Doppelte und erreichte 2.5 Mrd. Franken (siehe Tabelle 1).

Das Anleihensvolumen in- und ausländischer Schuldner sank um 11 bzw. 9%. Damit blieb der Anteil der inländischen Schuldner am Gesamtvolumen unverändert bei 40%.

## 2. Schweizer-Franken-Anleihen inländischer Schuldner

Das Anleihensvolumen schweizerischer Schuldner verminderte sich um 2.7 Mrd. auf 22.9 Mrd. Franken. Die inländischen Schuldner emittierten mit einem Anteil von 96% am Total fast ausschliesslich *Straights*. Die Begebung eigenkapitalbezogener Titel ging um die Hälfte auf 840 Millionen Franken zurück, obschon die Kursentwicklung an der Börse sehr günstig verlief.

Die Brutto-Kapitalaufnahme des Bundes erreichte 4.6 Mrd. Franken. Im Jahre 1995 hatte sie sich noch auf 3.8 Mrd. Franken belaufen. Damit nahm der Anteil des Bundes an den Emissionen

**Tabelle 1: Schweizer-Franken-Anleihen<sup>1</sup>**  
(in Mrd. Franken<sup>2</sup>)

In- und ausländische Schuldner	1995	1996
<b>Straights</b>	<b>52,9</b>	<b>47,2</b>
Eigenkapitalbezogene Anleihen	9,6	8,0
davon: Wandelanleihen	5,4	2,5
Optionsanleihen	4,1	5,5
Andere	1,2	2,5
davon: Anleihen mit variablem Zinssatz	1,1	1,9
Nicht eigenkapitalbezogene Optionsanleihen und synthetische Obligationen	0,1	0,5
<b>Total</b>	<b>63,6</b>	<b>57,6</b>
<b>Inländische Schuldner</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>
<b>Straights</b>	<b>23,9</b>	<b>22,1</b>
Eigenkapitalbezogene Anleihen	1,6	0,8
davon: Wandelanleihen	0,9	0,3
Optionsanleihen	0,6	0,5
Andere	0,2	–
davon: Anleihen mit variablem Zinssatz	0,2	–
Nicht eigenkapitalbezogene Optionsanleihen und synthetische Obligationen	–	–
<b>Total</b>	<b>25,6</b>	<b>22,9</b>
<b>Ausländische Schuldner</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>
<b>Straights</b>	<b>29,0</b>	<b>25,1</b>
Eigenkapitalbezogene Anleihen	8,0	7,1
davon: Wandelanleihen	4,5	2,1
Optionsanleihen	3,5	5,0
Andere	1,0	2,5
davon: Anleihen mit variablem Zinssatz	0,9	1,9
Nicht eigenkapitalbezogene Optionsanleihen und synthetische Obligationen	0,1	0,5
<b>Total</b>	<b>37,9</b>	<b>34,7</b>

<sup>1</sup> Von den Banken gemeldete Geschäfte (inkl. Privatplatzierungen). Vergleiche Monatsbericht SNB, Tabellen D11 und D13.

<sup>2</sup> Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

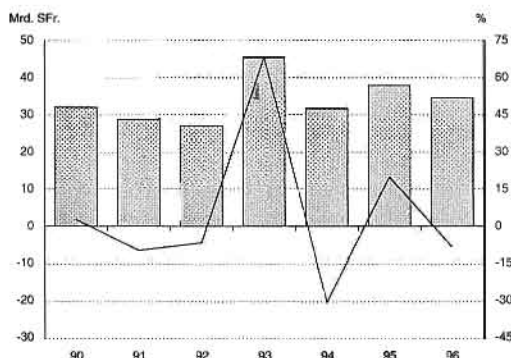
von Inländern etwas zu; er betrug im vergangenen Jahr 20%.

Die öffentlichen Anleihen dominierten nach wie vor. Das Volumen der Privatplatzierungen nahm zwar im Vergleich zu demjenigen des Jahres 1995 zu, machte aber im abgelaufenen Jahr erst 5% des Emissionsvolumens inländischer Schuldner aus.

### 3. Emissionen von Auslandschuldnern

Die Neuemissionen ausländischer Schuldner beliefen sich 1996 auf 34,7 Mrd. Franken oder 9%

**Grafik 1: SFr.-Anleihen ausländischer Schuldner** (in Mrd. Franken, Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %)



weniger als im Vorjahr. Der Betrag entspricht dem Durchschnitt der Periode 1990–96. Das bisher grösste Emissionsvolumen war mit 45,4 Mrd. Franken im Jahre 1993 erreicht worden (siehe Grafik 1).

### 3.1. Stellung des Schweizer Franken im internationalen Emissionsmarkt

Die Emissionstätigkeit an den internationalen Emissionsmärkten (Emissionen von Euro- und übrigen internationalen Obligationen) war im Jahre 1996 ausserordentlich rege. Das Gesamtvolumen betrug 711 Mrd. Dollar und lag damit um rund 60 Prozent über dem Vorjahreswert.

Der Schweizer-Franken-Anteil am gesamten internationalen Emissionsvolumen verringerte sich von 5,6% im Vorjahr auf 3,3% (siehe Tabelle 2). Er erreichte damit einen neuen Tiefpunkt. Zwei Faktoren trugen zu dieser Entwicklung bei:

- Die Abschwächung des Schweizer Franken an den Devisenmärkten bremste die Emissionstätigkeit im Frankensegment.

- Das Vertrauen der Anleger in die geplante Währungsunion stieg im vergangenen Jahr wieder. Der Schweizer Franken als «Safe haven»-Währung verlor dementsprechend an Bedeutung.

**Tabelle 2: Internationale Emissionen in den Hauptwährungen** (in % des gesamten Emissionsvolumens)

	1992	1993	1994	1995	1996
US\$	36,9	35,9	37,5	39,5	42,9
DM	10,4	11,8	7,8	15,5	14,0
Yen	11,2	9,6	13,3	12,6	8,8
£	7,6	10,8	8,8	5,9	8,8
FFr	7,5	8,7	7,0	2,8	6,4
Lira	2,5	3,1	5,5	3,8	4,9
SFr	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>3,3</b>
Ecu	6,8	1,6	2,0	1,7	0,7
Andere	11,3	12,4	13,3	12,6	10,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

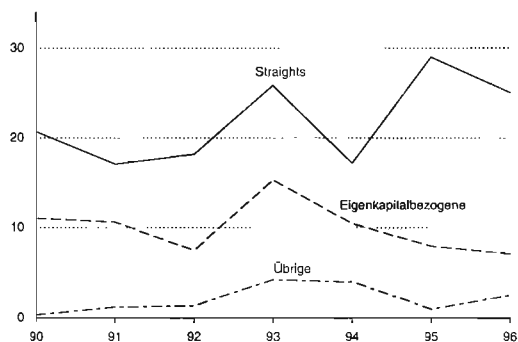
Quelle: OECD, Financial Market Trends. Alle Währungen in US\$, umgerechnet zum konstanten Wechselkurs (Ende 1990)

### 3.2. Die wichtigsten Emissionskategorien

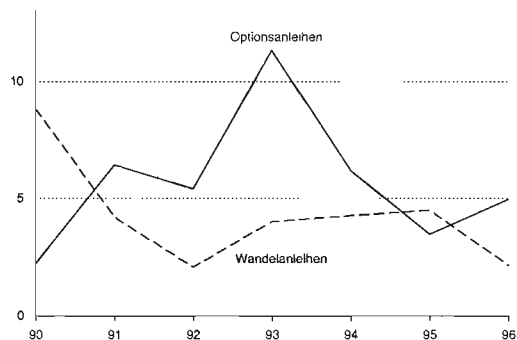
Im Auslandsegment nahmen die *Straights* um 14% auf 25.1 Mrd. Franken ab (siehe Grafik 2). Die Emissionen von eigenkapitalbezogenen Papieren sanken um 11% auf 7.1 Mrd. Franken (siehe Grafik 3). Die Emissionen von eigenkapitalbezogenen Anleihen japanischer Schuldner sank besonders stark. Während in den ersten drei Jahren dieses Jahrzehnts der Anteil der japanischen Schuldner jeweils mehr als 90% betragen hatte, fiel er im Jahre 1996 auf etwa die Hälfte zurück.

Die Unsicherheit über die zukünftige Zinsentwicklung sowie das tiefe Zinsniveau begünstigten insbesondere die Emissionen von Anleihen mit va-

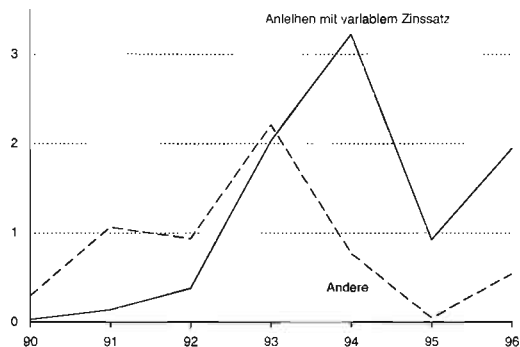
**Grafik 2: SFr.-Anleihen ausländischer Schuldner nach Art** (in Mrd. Franken)



**Grafik 3: Eigenkapitalbezogene Anleihen** (in Mrd. Franken)



**Grafik 4: Anleihen mit variablem Zinssatz und andere Anleihen** (nicht eigenkapitalbezogene Optionsanleihen und synthetische Anleihen) (in Mrd. Franken)



riablem Zinssatz (siehe Grafik 4). Deren Volumen nahm von 254 Mio. auf 879 Mio. Franken zu. Die Kapitalaufnahme mittels synthetischer Obligationen oder nicht eigenkapitalbezogener Optionsanleihen stieg von 40 Mio. auf 258 Mio. Franken. Die Volumina in diesen Marktsegmenten blieben aber bescheiden.

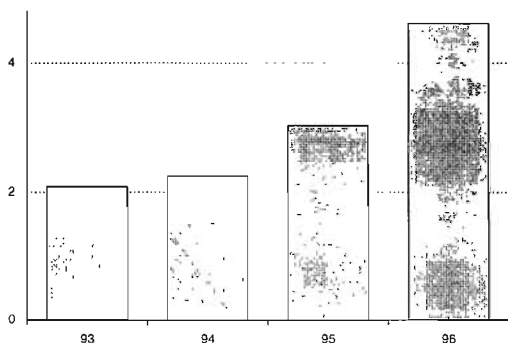
### 3.3. Medium-Term Notes

Die im Rahmen von *Medium-Term Notes* Programmen (MTN) aufgelegten Schweizer-Franken-Tranchen ausländischer Schuldner gewannen seit 1993 kontinuierlich an Bedeutung (siehe Grafik 5).

1996 betrug das Volumen 4.6 Mrd. Franken (+52%). Dies entspricht einem Anteil von 13% am Total aller ausländischen Anleihen in Franken.

Im September 1996 liess die Schweizer Börse die Tranchen der MTN-Programme englischen Rechts zur Kotierung zu. Dieser Entscheid weist auf das zunehmende Gewicht dieser Art von Anleihen hin.

**Grafik 5: SFr.-Tranchen von Euro Medium-Term Notes Programmen (Ausländische Schuldner, in Mrd. Franken)**

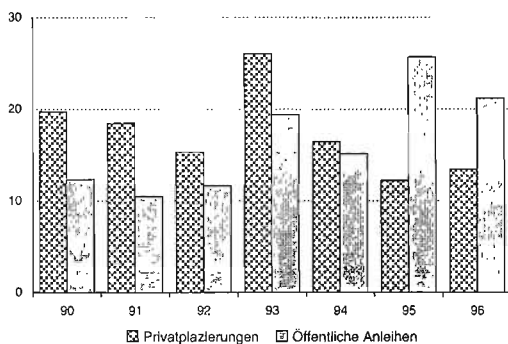


### 3.4. Öffentliche Anleihen und Privatplatzierungen

Das Volumen der öffentlich aufgelegten Anleihen fiel 1996 um knapp 20 Prozent. Dagegen nahmen die Privatplatzierungen erstmals seit zwei Jahren wieder zu (+10%).

In den vergangenen Jahren war das Volumen der Privatplatzierungen – mit Ausnahme der Jahre 1995 und 1996 – stets grösser als jenes der öffentlichen Anleihen (siehe Grafik 6). Der Aufschwung der öffentlich aufgelegten Anleihen in den Jahren 1995 und 1996 dürfte teilweise mit der Zinsentwicklung – tiefe Zinsen begünstigen erfahrungsgemäss die Emission von *Straights* – sowie mit der Zurückhaltung der japanischen Schuldner, die vor allem eigenkapitalbezogene Anleihen emittierten, zusammenhängen. Normalerweise ist der Anteil der öffentlichen Anleihen bei den *Straights* höher als bei den eigenkapitalbezogenen Anleihen. Ausserdem führt die kontinuierliche

**Grafik 6: Gliederung des Emissionsvolumens nach privaten und öffentlichen Platzierungen (in Mrd. Franken)**



Vereinfachung der Emissionsabwicklung sowie der Druck zur Senkung der Margen bei den Banken dazu, dass sich der Kostenvorteil der Privatplatzierungen gegenüber den öffentlichen Anleihen verringert. Ferner sind die öffentlichen Anleihen im Sekundärmarkt leichter handelbar.

### 3.5. Aufstockung von Anleihen

Die Möglichkeit, früher emittierte Anleihen aufzustocken, findet immer grösseren Anklang. Im Verlaufe des Jahres 1996 legten die Emittenten insgesamt 40 zusätzliche Tranchen in der Gesamthöhe von beinahe 5 Mrd. Franken auf. Bei einem guten Teil der Anleihen wurde der Emissionsbetrag sogar mehrmals aufgestockt. Der Bund wendet im Inlandbereich seit einiger Zeit ein ähnliches Verfahren mit Erfolg an.

### 3.6. Laufzeiten der Anleihen

Die Investoren bevorzugten Papiere mit Laufzeiten bis zu 5 Jahren (siehe Tabelle 3). Diese Entwicklung wurde durch die tiefen nominellen Zinssätze gefördert. Anleihen mit einer Laufzeit von weniger oder gleich fünf Jahren stellten 72% (Vorjahr 60%) des gesamten Emissionsvolumens dar.

Bei den Papieren mit einer Laufzeit von 6 bis 9 Jahren nahm das Emissionsvolumen stark ab. Die

**Tabelle 3: Emissionensvolumen nach Laufzeiten (in % des Jahresvolumens)**

	weniger als 5 J.	5 J.	6-7 J.	8-9 J.	10 J.	mehr als 10 J.
1990	25,7	35,7	2,0	1,1	18,5	8,2
1991	37,5	26,4	0,8	1,4	20,7	3,2
1992	34,3	16,6	2,0	7,1	20,2	5,9
1993	41,8	16,4	9,5	4,3	13,8	3,7
1994	60,0	16,5	6,8	3,1	3,7	0,7
1995	42,6	17,8	10,8	6,1	9,1	2,2
1996	52,7	19,0	4,9	2,7	12,1	0,5

Zurückhaltung im Bereich der mittelfristigen Anleihen beeinflusste aber kaum die Nachfrage nach Anleihen mit langen Laufzeiten. Die Anleihen mit einer Laufzeit von zehn und mehr Jahren erreichten einen Anteil von 13% (11%) des gesamten Emissionsvolumens. Dank einer Rendite von über 4% waren diese während gewisser Phasen des Jahres von bestimmten, insbesondere institutionellen Investoren gesucht.

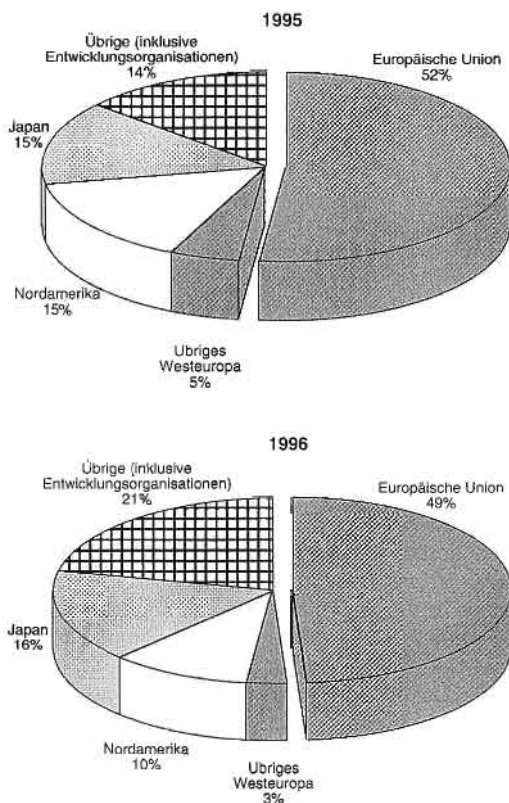
### 3.7. Geographische Verteilung der Anleihen ausländischer Schuldner

Die Schuldner aus den Industrieländern verringerten ihre Schweizer-Franken-Anleihen im Jahre 1996 um 14% auf 28.5 Mrd. Franken überdurchschnittlich stark. Damit entfielen auf diese Länder noch 82% (88%) der neuen Auslandsemissionen. Der Anteil der westeuropäischen Staaten sank von 57% auf 52%, derjenige Nordamerikas von 15% auf 10% (siehe Grafik 7).

Die japanischen Schuldner emittierten mit 5,7 Mrd. Franken geringfügig mehr Obligationen als im Vorjahr. Der Anteil der von Japanern begebenen Anleihen ist allerdings seit dem Ende der achtziger Jahre stark rückläufig (siehe Grafik 8). Die extrem volatile Börsenentwicklung in Japan und die fragile finanzielle Lage japanischer Unternehmen in den letzten Jahren machten japanische Options- und Wandelanleihen unattraktiv.

Das japanische Finanzministerium gab im Jahre 1996 bekannt, dass es die Möglichkeit prüfe, japanische Anleihen, die ausserhalb Japans begeben werden (vor allem in London und in der Schweiz), der Verrechnungssteuer zu unterstel-

**Grafik 7: SFr.-Anleihen ausländischer Schuldner nach ausgewählten Ländergruppen (in % des Jahresvolumens)**

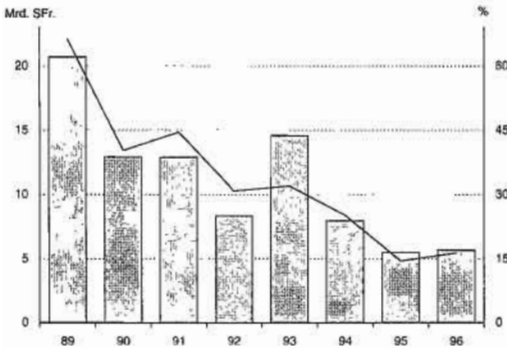


<sup>1</sup> Für eine detaillierte Aufteilung vergleiche Monatsbericht SNB, Tabellen D11<sub>2</sub> und D11<sub>3</sub>

len. Damit möchte es verhindern, dass die japanischen Staatsangehörigen, die in der Regel zu den Hauptabnehmern dieser Papiere gehören, Steuern hinterziehen können. Diese Bekanntmachung sorgte in der Schweiz wie in London für einige Beunruhigung. Eine solche Entwicklung könnte einen Teil der japanischen Emissionshäuser dazu bewegen, ihre Präsenz in der Schweiz zu überdenken.

Die Emissionstätigkeit von Schuldnern aus den übrigen Ländern nahm stark zu. Der Anteil der *Offshore*-Zentren in der Karibik stieg von 7% auf 13%. Diese Zunahme ist zum grossen Teil auf die

**Grafik 8: SFr.-Anleihen japanischer Schuldner** (in Mrd. Franken, Anteil am Gesamtbetrag ausländischer Anleihen in %)



Kapitalaufnahme durch multinationale Unternehmen zurückzuführen.

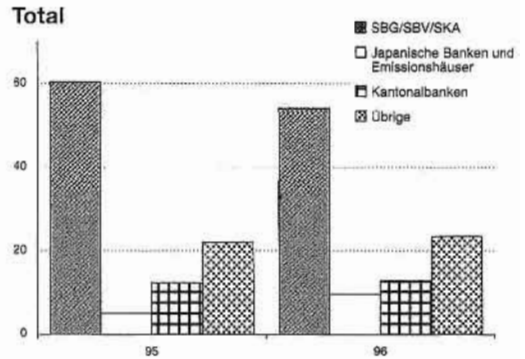
Die internationalen Entwicklungsorganisationen beanspruchten wie bereits im Vorjahr rund 1% des Emissionsvolumens. Die Kapitalaufnahme dieser Institute nahm in den vergangenen Jahren auf dem Schweizer Kapitalmarkt kontinuierlich ab. Diese Entwicklung widerspiegelt in erster Linie das rückläufige Emissionsvolumen der Weltbank.

#### 4. Marktanteile der Finanzintermediäre

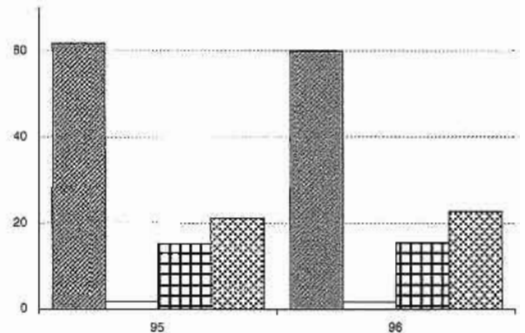
Die Grossbanken wirkten im Jahre 1996 bei 54% der Schweizer-Franken-Anleihen als Federführer (siehe Grafik 9). Ihr Marktanteil fiel damit gegenüber dem Vorjahr, als er noch 60% betragen hatte, deutlich. Dagegen verdoppelten die japanischen Institute ihren Marktanteil von 5% auf 10%, während derjenige der Kantonalbanken (mit 13%) und der übrigen Banken<sup>1</sup> nahezu unverändert blieb.

Im Segment der öffentlich aufgelegten Anleihen veränderten sich die Marktanteile kaum. Bei den Privatplazierungen verschob sich das Geschäft von den Grossbanken zu den japanischen Instituten. Die Grossbanken büssten sowohl im Inland wie auch im Auslandgeschäft markant an Bedeutung ein.

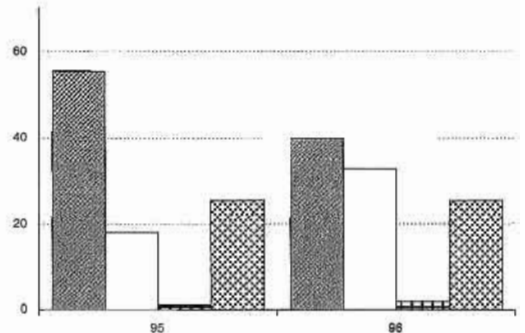
**Grafik 9: Marktanteile ausgewählter Bankengruppen** (Anteil am gesamten Emissionsvolumen in %)



#### Öffentliche Anleihen



#### Privatplazierungen



<sup>1</sup> Die Schweizerische Nationalbank, welche für die Begebung der Anleihen der Eidgenossenschaft verantwortlich ist, gehört der Kategorie «Übrige» an. 1996 machten die Anleihen der Eidgenossenschaft 8 % des inländischen Emissionsvolumens aus (1995: 7 Prozent).

Die Banken gingen im Jahre 1996 vermehrt dazu über, Anleihen mit mehreren Federführern zu begeben (*Joint-lead*). Neben der kleineren Verantwortung des einzelnen Institutes erhalten die verschiedenen Federführer eine grössere Publizität,

da sie in den Inseraten und Prospekten an prominenter Stelle erscheinen. Im Jahre 1996 wurden 31 Anleihen dieser Art im Betrag von 3.7 Mrd. Franken begeben.





# Emissions d'emprunts en francs suisses en 1996

Depuis le 1<sup>er</sup> février 1995, les banques sont tenues, sur la base de l'article 7 de la loi sur les banques, d'annoncer à la Banque nationale les émissions d'emprunts en francs suisses. Cette annonce obligatoire a remplacé dans ses grandes lignes le régime de l'autorisation qui régissait les exportations de capitaux, suite à la révision de la loi sur les banques dans le cadre de Swisslex. La Banque nationale est ainsi en mesure de garder une vue d'ensemble sur l'évolution des opérations d'émission effectuées en francs suisses. Sur la base de ces données, l'évolution de l'activité d'émission en 1996 est commentée ci-après. Il est à noter que des informations détaillées sur les opérations effectuées sur le marché primaire par les débiteurs suisses sont disponibles à partir de 1995 seulement. En revanche, les données concernant les exportations de capitaux permettent de donner une image fidèle des activités des débiteurs étrangers sur le marché suisse des capitaux, même pour la période avant 1995.

Les émissions d'emprunts en francs suisses ont atteint 57,6 milliards de francs en 1996 en chiffres bruts, diminuant ainsi de 9% par rapport à 1995. Le volume de l'activité a reculé tant dans le secteur domestique que dans celui des débiteurs étrangers. Cette baisse s'explique partiellement par le net affaiblissement du franc suisse en 1996. En outre, les craintes relatives au projet d'Union monétaire se sont relâchées, comme en témoigne le rapprochement des taux d'intérêt des pays membres de l'Union européenne. Le franc suisse a ainsi perdu de son attrait en tant que monnaie d'émission. Au contraire de l'évolution en Suisse, la collecte globale de fonds sur les marchés internationaux des émissions s'est effectuée à un rythme très soutenu en 1996. Par conséquent, la part du franc suisse à l'activité internationale a diminué. Elle a enregistré en 1996 son niveau historique le plus bas.

Depuis 1993, une part grandissante des emprunts étrangers en francs suisses figure dans le cadre de programmes d'émission de notes à moyen terme (MTN). Le volume des tranches en francs suisses de ces programmes s'est de nouveau accru en 1996. La technique dite de la réou-

verture (*reopening*), consistant à ajouter de nouvelles tranches fongibles à des emprunts émis précédemment, a rencontré un succès croissant dans le secteur étranger. Cette évolution devrait exercer un effet favorable sur le marché secondaire tant en termes de liquidité que de volumes.

## 1. Emprunts en francs suisses: volume total

Les quatre cinquièmes du volume des emprunts ont été émis dans le secteur classique à taux fixe (*straights*), comme au cours de 1995. Les *straights* ont atteint un volume de 47,2 milliards de francs, soit une baisse de 11% par rapport à 1995. Comme la hausse des emprunts à option n'a pas suffi à compenser la nette contraction des convertibles, les emprunts liés ont diminué de 17% à près de 8 milliards de francs. Les autres catégories d'emprunts (titres à taux variable et obligations synthétiques ou assorties d'options non liées aux actions) ont en revanche connu une évolution favorable. Leur volume a plus que doublé, atteignant 2,5 milliards de francs en 1995 (voir tableau 1).

Le volume de l'activité a diminué aussi bien dans le secteur domestique (-11%) que dans celui des débiteurs étrangers (-9%). Par conséquent, d'une année à l'autre, la part des emprunts domestiques au total des émissions est restée stable à 40%.

## 2. Emprunts de débiteurs suisses

D'une année à l'autre, le volume des émissions de débiteurs suisses a baissé, en chiffres bruts, de 2,7 milliards pour s'établir à 22,9 milliards de francs. Les emprunts de débiteurs suisses se sont essentiellement concentrés sur le secteur *straights*, dont la part au total s'est élevée à 96%. Le volume des emprunts liés s'est réduit de moitié, pour s'inscrire à 840 millions de francs, malgré la bonne performance de la bourse.

Le recueil de capitaux de la Confédération a atteint, en chiffres bruts, 4,6 milliards de francs en 1996, contre 3,8 milliards de francs en 1995. La

**Tableau 1: Emprunts en francs suisses<sup>1</sup>**  
(en milliards de francs<sup>2</sup>)

Débiteurs suisses et étranger		1995	1996
Emprunts classiques à taux fixe		52,9	47,2
Emprunts liés à des actions		9,6	8,0
dont:	emprunts convertibles	5,4	2,5
	emprunts à option	4,1	5,5
Autres		1,2	2,5
dont:	emprunts à taux variable	1,1	1,9
	obligations assorties d'options non liées à des actions ou obligations synthétiques	0,1	0,5
<b>Total</b>		<b>63,6</b>	<b>57,6</b>
Débiteurs suisses		1995	1996
Emprunts classiques à taux fixe		23,9	22,1
Emprunts liés à des actions		1,6	0,8
dont:	emprunts convertibles	0,9	0,3
	emprunts à option	0,6	0,5
Autres		0,2	-
dont:	emprunts à taux variable	0,2	-
	obligations assorties d'options non liées à des actions ou obligations synthétiques	-	-
<b>Total</b>		<b>25,6</b>	<b>22,9</b>
Débiteurs étrangers		1995	1996
Emprunts classiques à taux fixe		29,0	25,1
Emprunts liés à des actions		8,0	7,1
dont:	emprunts convertibles	4,5	2,1
	emprunts à option	3,5	5,0
Autres		1,0	2,5
dont:	emprunts à taux variable	0,9	1,9
	obligations assorties d'options non liées à des actions ou obligations synthétiques	0,1	0,5
<b>Total</b>		<b>37,9</b>	<b>34,7</b>

<sup>1</sup> Opérations annoncées par les banques (y compris les placements privés). Voir aussi Bulletin mensuel BNS, tableaux D11<sub>1</sub> et D13.

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

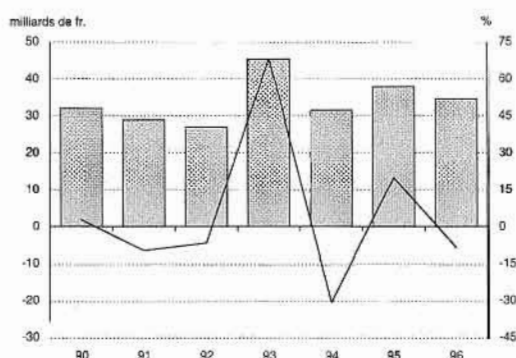
part de la Confédération au total des emprunts domestiques s'est ainsi accrue à 20%.

Les emprunts offerts en souscription publique ont encore joué un rôle prédominant. Les placements privés, bien qu'en progression par rapport à 1995, n'ont représenté que 5% de l'ensemble des emprunts domestiques.

### 3. Emprunts de débiteurs étrangers

Les nouvelles émissions de débiteurs étrangers se sont chiffrées à 34,7 milliards de francs en

**Graphique 1: Emprunts en francs suisses de débiteurs étrangers** (en milliards de francs, variation en % par rapport à l'année précédente)



1996, diminuant de 9% par rapport à 1995. Ce montant est proche de la moyenne des années nonante, mais bien inférieur au volume record de 45,4 milliards de francs atteint en 1993 (voir graphique 1).

#### 3.1. Part du franc suisse aux émissions internationales

En 1996, la collecte globale de fonds sur les marchés internationaux des émissions (émissions d'euro-obligations et d'autres obligations internationales) s'est effectuée à un rythme très soutenu. Le volume total de ces opérations a atteint 711 milliards de dollars pour l'ensemble de l'année, soit un chiffre dépassant de 60% environ le résultat de l'année précédente.

La part du franc suisse à l'activité internationale d'émission a passé de 5,6% au cours de 1995 à 3,3% en 1996 (voir tableau 2). Elle a ainsi enregistré un nouveau niveau le plus bas. Deux facteurs ont contribué en grande partie à cette évolution:

- d'une part, l'affaiblissement du franc suisse sur les marchés des changes a modéré l'activité d'émission en francs suisses;

- d'autre part, la confiance des investisseurs dans le projet d'Union monétaire s'est de nouveau

**Tableau 2: Emissions internationales selon les principales monnaies** (en % du volume total des émissions)

	1992	1993	1994	1995	1996
US\$	36,9	35,9	37,5	39,5	42,9
DM	10,4	11,8	7,8	15,5	14,0
Yen	11,2	9,6	13,3	12,6	8,8
£	7,6	10,8	8,8	5,9	8,8
FFr	7,5	8,7	7,0	2,8	6,4
Lire	2,5	3,1	5,5	3,8	4,9
SFr	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>3,3</b>
Ecu	6,8	1,6	2,0	1,7	0,7
Autres	11,3	12,4	13,3	12,6	10,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

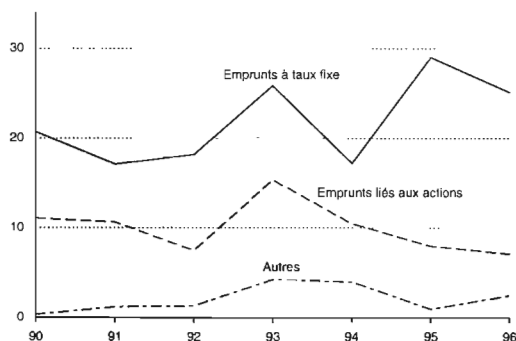
Source: OCDE, Tendances des marchés des capitaux.  
Ensemble des monnaies converties en dollars des Etats-Unis à un taux de change constant (fin 1990).

accrue au cours de l'année écoulée, réduisant ainsi l'attrait du franc suisse en tant que monnaie refuge.

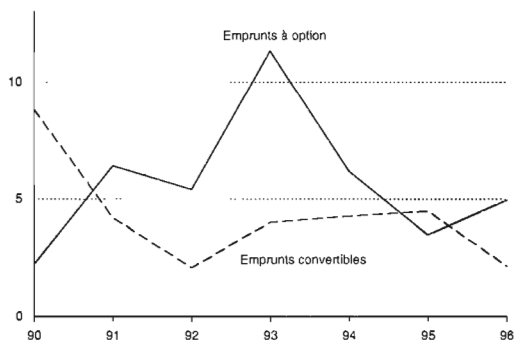
### 3.2. Principales catégories d'emprunts

Dans le secteur étranger, les emprunts *straight* ont régressé de 14% en 1996 pour s'établir à 25,1 milliards de francs (voir graphique 2). Les emprunts liés ont aussi accusé une baisse de 11% à 7,1 milliards (voir graphique 3). Les emprunts liés de débiteurs japonais ont sensiblement fléchi. Leur part au total dépassait encore

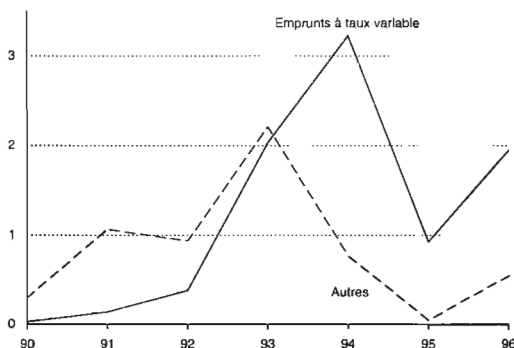
**Graphique 2: Emprunts de débiteurs étrangers par genre d'instrument** (en milliards de francs)



**Graphique 3: Emprunts liés à des actions** (en milliards de francs)



**Graphique 4: Emprunts à taux variable et autres emprunts** (obligations à option sans lien avec des actions et obligations synthétiques, en milliards de francs)



90% pendant les trois premières années de cette décennie. En 1996, cette part s'est réduite de moitié environ.

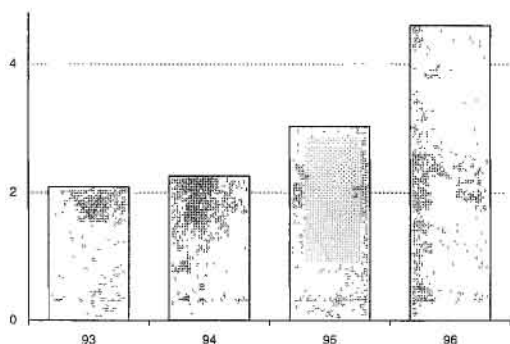
L'incertitude quant à l'évolution future des taux d'intérêt, associée au bas niveau historique des rémunérations, a en revanche soutenu l'activité dans le secteur des emprunts à taux variable, dont le volume a passé de 254 millions à 879 millions de francs (voir graphique 4). Les émissions d'obligations synthétiques ou assorties d'options non liées à des actions ont progressé de 40 millions à 258 millions de francs. Les volumes sont néanmoins restés peu importants dans ces segments.

### 3.3. Medium-Term Notes

Depuis 1993, une part grandissante des emprunts étrangers en francs suisses – toutes catégories confondues – figure dans le cadre de programmes d'émission de notes à moyen terme (MTN). En 1996, le volume de ces opérations atteignait 4,6 milliards de francs (+52%). Ce montant représentait 13% du total des emprunts étrangers (voir graphique 5).

En septembre 1996, la Bourse suisse a admis à la cote les tranches en francs suisses de programmes de MTN soumises au droit anglais. Cette décision témoigne de l'importance croissante de ce type d'opérations.

**Graphique 5: Tranches en francs suisses de programmes d'Euro-Medium-Term Notes (débiteurs étrangers, en milliards de francs)**

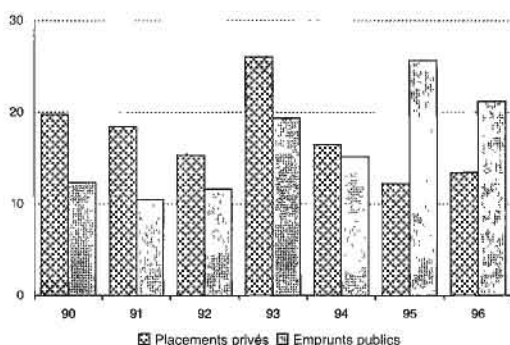


### 3.4. Emprunts en souscription publique et placements privés

Le volume des emprunts offerts en souscription publique a diminué en 1996 de près de 20% par rapport à l'année précédente. Les placements privés ont en revanche retrouvé le chemin de la croissance (+10%), après deux années de recul.

Au cours des dernières années, le volume des placements privés a toujours dépassé celui des emprunts publics, sauf en 1995 et 1996 (voir gra-

**Graphique 6: Répartition des émissions en placements privés et publics (en milliards de francs)**



phique 6). La reprise des emprunts publics en 1995 et 1996 semble en partie dépendre de l'évolution des taux d'intérêt – sachant que de bas taux d'intérêt favorisent habituellement les émissions de *strights* – ainsi que de la retenue des débiteurs japonais, qui émettent surtout des emprunts liés. En effet, la part des placements publics est d'habitude plus élevée dans le segment des *strights* que pour les émissions liées. De plus, la simplification progressive des procédures d'émission et les pressions à la baisse sur les marges bancaires ont réduit l'avantage en termes de coûts des placements privés par rapport aux emprunts publics. Ces derniers sont en outre plus faciles à négocier sur le marché secondaire.

### 3.5. Augmentation du montant des emprunts

La technique dite de la réouverture (*reopening*), qui consiste à ajouter de nouvelles tranches fongibles à des emprunts émis précédemment, rencontre un succès croissant dans le secteur étranger. En 1996, les émetteurs ont lancé 40 tranches supplémentaires d'emprunts déjà existants, pour un montant global avoisinant 5 milliards de francs. Le montant initial de bon nombre d'emprunts a ainsi été accru plusieurs fois. Cette pratique est similaire à celle qui a été adoptée avec succès par la Confédération depuis un certain temps dans le secteur domestique.

### 3.6. Durée des emprunts

En 1996, la demande de titres s'est surtout concentrée sur des durées allant jusqu'à 5 ans (voir tableau 3). Cette évolution a été favorisée par le bas niveau des rémunérations nominales. Les opérations d'une durée inférieure ou égale à cinq ans ont représenté 72% du montant total émis au cours de 1996, contre 60% en 1995.

Dans la catégorie intermédiaire, à savoir celle concernant les emprunts d'une durée comprise entre 6 et 9 ans, l'activité a par contre subi un net tassement. La retenue à l'égard des durées intermédiaires ne s'est cependant pas répercutée sur les emprunts à plus long terme. La part des emprunts de dix ans et plus a atteint environ 13% du total des émissions, contre 11% en 1995. Ces emprunts, grâce à des rendements supérieurs à 4%, ont profité temporairement de la demande de certaines catégories d'investisseurs, notamment des investisseurs institutionnels.

**Tableau 3: Répartition des émissions selon la durée des emprunts (en % du volume annuel)**

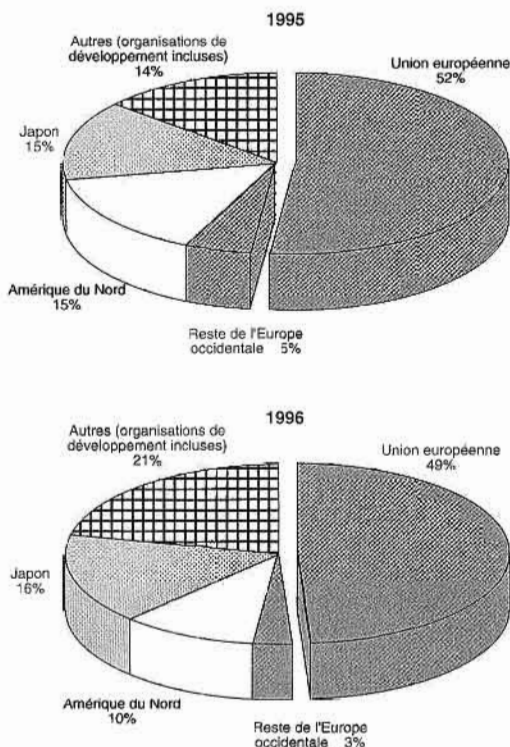
	moins de 5 ans	5 ans	6-7 ans	8-9 ans	10 ans	plus de 10 ans
1990	25,7	35,7	2,0	1,1	18,5	8,2
1991	37,5	26,4	0,8	1,4	20,7	3,2
1992	34,3	16,6	2,0	7,1	20,2	5,9
1993	41,8	16,4	9,5	4,3	13,8	3,7
1994	60,0	16,5	6,8	3,1	3,7	0,7
1995	42,6	17,8	10,8	6,1	9,1	2,2
1996	52,7	19,0	4,9	2,7	12,1	0,5

### 3.7. Répartition géographique des emprunts de débiteurs étrangers

En 1996, les débiteurs des pays industrialisés ont réduit à 28,5 milliards de francs (-14%) le volume de leurs emprunts en francs suisses. En d'autres termes, ces pays ont absorbé 82% des émissions étrangères, contre 88% en 1995. La part de l'Europe occidentale a diminué de 57% à 52%. Celle de l'Amérique du Nord s'est également tassée, passant de 15% à 10% (voir graphique 7).

Les débiteurs japonais ont émis des obligations pour un montant (5,7 milliards de francs) légère-

**Graphique 7: Emprunts en francs suisses de débiteurs étrangers selon les principaux groupes de pays<sup>1</sup> (en % du volume annuel)**

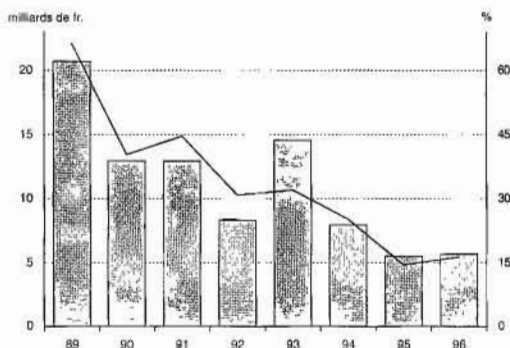


<sup>1</sup> Pour plus de détails, voir Bulletin mensuel BNS, tableaux D11<sub>2</sub> et D11<sub>3</sub>.

ment supérieur à celui de l'année précédente. Depuis la fin des années quatre-vingt, la part du Japon au total des emprunts a diminué sensiblement (voir graphique 8). Les mouvements plutôt erratiques de la bourse et la fragilité financière des entreprises nippones ont affaibli la demande d'obligations à option et convertibles japonaises au cours des dernières années.

Le Ministère des finances japonais a annoncé, en 1996, qu'il étudie la possibilité de soumettre à l'impôt anticipé les emprunts japonais émis hors du Japon, principalement à Londres et en Suisse. Il souhaite ainsi empêcher que les ressortissants

**Graphique 8: Emprunts en francs suisses de débiteurs japonais** (en milliards de francs, part en % au total des emprunts étrangers)



japonais – qui sont généralement parmi les principaux preneurs de tels effets – puissent se soustraire au fisc. Ce projet a soulevé une vague d'inquiétudes, autant en Suisse qu'à Londres. Une telle mesure pourrait amener une partie des intermédiaires japonais à reconsidérer leur présence en Suisse.

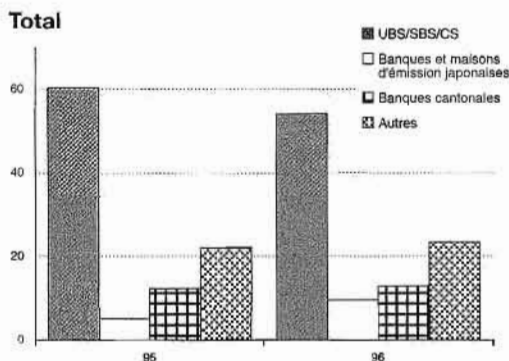
En ce qui concerne les autres groupes de pays, l'activité d'émission s'est fortement accrue. La part des centres *offshore* des Caraïbes au total des emprunts a passé de 7% à 13%. Cette augmentation est en grande partie le reflet de recueils de capitaux par des entreprises multinationales.

Les organisations internationales de développement ont absorbé environ 1% du total des émissions, comme en 1995. Les prélèvements effectués par ces institutions sur le marché suisse des capitaux ont fortement diminué au cours des dernières années. Cette évolution reflète principalement la baisse du volume des emprunts de la Banque mondiale.

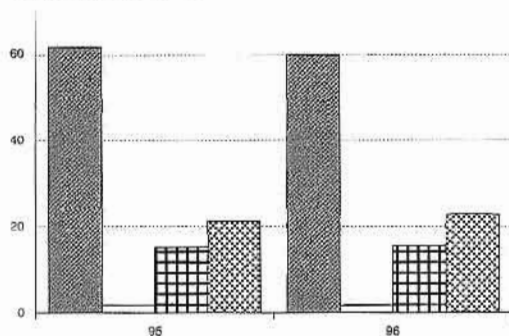
#### 4. Parts de marché des intermédiaires financiers

En 1996, les grandes banques suisses ont assumé le rôle de chefs de file pour 54% du total des emprunts en francs suisses (voir graphique

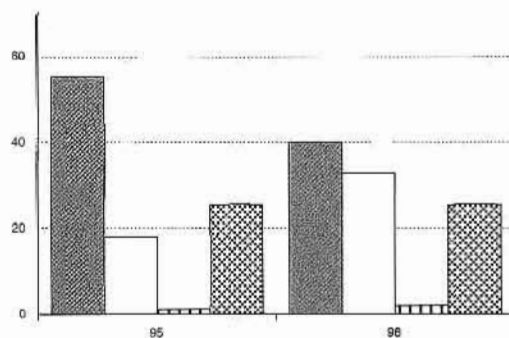
**Graphique 9: Parts de marché des principales catégories de banques** (en % du total)



#### Emprunts publics



#### Placements privés



<sup>1</sup> La Banque nationale suisse, qui opère sur le marché des émissions exclusivement pour le compte de la Confédération, est incluse dans la catégorie «autres établissements». En 1996, les emprunts émis par la Confédération ont représenté 8% du total des emprunts en francs suisses (1995: 7%).

9). En 1995, leur part de marché atteignait 60%. Elle s'est ainsi sensiblement réduite d'une année à l'autre. En revanche, la part de marché des intermédiaires financiers japonais a doublé, passant de 5% à 10%, alors que celles des banques cantonales (12%) et des autres établissements<sup>1</sup> ont pratiquement stagné.

Les parts de marché sont restées à peu près stables dans le secteur des emprunts offerts en souscription publique. Dans le secteur des placements privés, l'activité s'est transférée essentiellement de la catégorie des grandes banques vers celle des intermédiaires financiers japonais. Les grandes banques ont enregistré un affaiblissement

de leur position concurrentielle, tant dans le segment domestique que dans le compartiment étranger.

En 1996, les banques ont utilisé fréquemment une nouvelle procédure d'émission qui consiste à émettre des emprunts sous la direction conjointe de plusieurs chefs de file. Cette nouvelle pratique du *joint-lead* permet de partager les responsabilités du chef de file entre plusieurs établissements. Ceux-ci bénéficient en outre d'une publicité supplémentaire, puisque leur nom figure en évidence sur les annonces et les prospectus. En 1996, 31 emprunts pour un montant total de 3,7 milliards de francs ont été lancés de cette façon.





# Geld- und währungspolitische Chronik

## Chronique monétaire

---

### **Botschaft zur Reform der Bundesverfassung**

Am 20. November 1996 verabschiedete der Bundesrat den überarbeiteten Entwurf für eine neue Bundesverfassung zusammen mit der Botschaft. Die Nachführung der Geld- und Währungsverfassung bildet einen wesentlichen Bestandteil dieses Reformvorhabens. Artikel 89 des Verfassungsentwurfs ersetzt die bisherigen Bestimmungen von Art. 38 BV (Münzartikel) und Art. 39 BV (Notenbankartikel). Der konzis abgefasste Artikel über die Geld- und Währungspolitik schliesst die Kluft zwischen geschriebener und gelebter Währungsordnung. Der Schweizer Franken wird von seiner rechtlichen Bindung an das Gold gelöst. Damit wird die Realität des Übergangs zu flexiblen Wechselkursen anerkannt und die Übereinstimmung mit den völkerrechtlichen Verpflichtungen der Schweiz im Rahmen des IWF hergestellt. Die Unabhängigkeit der Nationalbank wird in der Verfassung verankert und die Nationalbank zur Bildung ausreichender Währungsreserven aus ihren Erträgen verpflichtet. Die Pflicht zur Bildung ausreichender Währungsreserven ist das funktionale Äquivalent für den Verzicht auf die verfassungsrechtliche Deckung des Notenumlaufs mit Gold und Devisen.

### **Message concernant la réforme de la constitution fédérale**

Le 20 novembre 1996, le Conseil fédéral a approuvé le projet remanié de nouvelle constitution fédérale et le message y afférent. La mise à jour des dispositions sur la monnaie est un point important de la réforme proposée. L'article 89 du projet de constitution doit remplacer les dispositions qui, aujourd'hui, figurent dans les articles 38 et 39 (articles sur la monnaie et sur l'institut d'émission). Cet article sur la politique monétaire, très concis, comblera le fossé existant entre le régime monétaire ancré dans les textes et celui qui est appliqué. Le franc suisse ne sera plus légalement rattaché à l'or, d'où la reconnaissance d'une réalité, le passage aux changes flottants, et la prise en compte des engagements de droit international que la Suisse a contractés en adhérant au FMI. L'autonomie de la Banque nationale sera ancrée dans la constitution, et l'institut d'émission sera tenu de constituer, à partir de ses revenus, des réserves monétaires suffisantes. L'obligation de constituer des réserves monétaires suffisantes prendra le relais de la couverture des billets par de l'or et des devises, couverture qui ne sera plus exigée par la constitution.



# Quarterly Bulletin, 1, March 1997

## Abstracts

### **Economic and monetary developments**

Business activity continued to improve in the OECD countries in the fourth quarter of 1996. In the United States, the pace of economic growth accelerated. Supported by strong domestic demand, the British economy exhibited further vigorous expansion. In continental Europe and Japan, by contrast, the economic stimuli emanated predominantly from exports, while domestic demand remained muted. Given lacklustre growth, the central banks of France and Italy again relaxed their monetary policies. In the United States, in Japan and in Germany benchmark rates were left unchanged. The British monetary authorities slightly lifted the benchmark rate at the end of October.

In Switzerland, real gross domestic product again fell short of the previous year's level in the fourth quarter. Domestic demand weakened significantly. Major factors were the steady decline of building investments and the substantial reduction of stocks. By contrast, exports of goods and services expanded slightly compared to a year earlier. The situation on the labour market deteriorated markedly. The unemployment rate rose by more than a percentage point from the previous year's level. Measured by consumer prices, inflation increased slightly owing to the decline of the Swiss franc. The seasonally-adjusted monetary base rose vigorously in the fourth quarter, removing it further from the medium-term target path. Both sight deposits at the SNB as well as bank note circulation expanded to an unexpected degree. Money market rates continued to fall. The growing interest rate advantage of DM and dollar investments contributed to the marked depreciation of the Swiss franc.

### **A Monetary Conditions Index for Switzerland**

The Monetary Conditions Index (MCI) - a combination of interest rates and exchange rates - has been in use in Canada as a short-term guideline for monetary policy for several years and has, in the meantime, also attracted the attention of other central banks. In this paper, an MCI for Switzerland is developed, and its suitability as a guideline for monetary policy is compared to that of the monetary aggregates. We conclude that the MCI is not as useful as a monetary policy indicator as the monetary aggregates.

### **Swiss franc bonds in 1996**

Since 1 February 1996, the banks have been obliged, under Article 7 of the Banking Law, to report the issue of Swiss franc bonds to the Swiss National Bank. In 1996, the gross volume of new issues of Swiss franc bonds shrank by 9% to Sfr 57.6 billion. Four-fifths of this amount were accounted for by straights. Borrowing declined both in the Swiss and foreign sectors, partly due to a considerable weakening of the Swiss franc during the year under review. In contrast to developments in Switzerland, borrowing on the international financial markets showed a marked increase. The market share of the Swiss franc in 1996 is thus likely to have reached a historically low level.

### **Economic and monetary developments**

Business activity continued to improve in the OECD countries in the fourth quarter of 1996. In the United States, the pace of economic growth accelerated. Supported by strong domestic demand, the British economy exhibited further vigorous expansion. In continental Europe and Japan, by contrast, the economic stimuli emanated predominantly from exports, while domestic demand remained muted. Given lacklustre growth, the central banks of France and Italy again relaxed their monetary policies. In the United States, in Japan and in Germany benchmark rates were left unchanged. The British monetary authorities slightly lifted the benchmark rate at the end of October.

In Switzerland, real gross domestic product again fell short of the previous year's level in the fourth quarter. Domestic demand weakened significantly. Major factors were the steady decline of building investments and the substantial reduction of stocks. By contrast, exports of goods and services expanded slightly compared to a year earlier. The situation on the labour market deteriorated markedly. The unemployment rate rose by more than a percentage point from the previous year's level. Measured by consumer prices, inflation increased slightly owing to the decline of the Swiss franc. The seasonally-adjusted monetary base rose vigorously in the fourth quarter, removing it further from the medium-term target path. Both sight deposits at the SNB as well as bank note circulation expanded to an unexpected degree. Money market rates continued to fall. The growing interest rate advantage of DM and dollar investments contributed to the marked depreciation of the Swiss franc.

**Yvan Lengwiler**

## **A Monetary Conditions Index for Switzerland**

The Monetary Conditions Index (MCI) - a combination of interest rates and exchange rates - has been in use in Canada as a short-term guideline for monetary policy for several years and has, in the meantime, also attracted the attention of other central banks. In this paper, an MCI for Switzerland is developed, and its suitability as a guideline for monetary policy is compared to that of the monetary aggregates. We conclude that the MCI is not as useful as a monetary policy indicator as the monetary aggregates.

## **Swiss franc bonds in 1996**

Since 1 February 1996, the banks have been obliged, under Article 7 of the Banking Law, to report the issue of Swiss franc bonds to the Swiss National Bank. In 1996, the gross volume of new issues of Swiss franc bonds shrank by 9% to Sfr 57.6 billion. Four-fifths of this amount were accounted for by straights. Borrowing declined both in the Swiss and foreign sectors, partly due to a considerable weakening of the Swiss franc during the year under review. In contrast to developments in Switzerland, borrowing on the international financial markets showed a marked increase. The market share of the Swiss franc in 1996 is thus likely to have reached a historically low level.

## **Chronicle of monetary events**

### **Message concerning the reform of the Federal Constitution**

On 20 November 1996 the Federal Council passed the revised draft of a new Federal Constitution with the relevant message. The inclusion of an article on the monetary structure is an important element of the reform project. Article 89 of the draft Constitution replaces the former provisions in Art. 38 (coinage clause) and Art. 39 (central bank clause) of the Federal Constitution. The concisely worded article on monetary policy closes the gap between the monetary order in its written form and its practical application. The legal link between the Swiss franc and gold will be severed, clear evidence that the transition to flexible exchange rates has been accepted as a reality. At the same time, this move takes due account of Switzerland's international law commitments within the IMF. The Swiss National Bank's independence will be embodied in the Constitution, and the National Bank will be obligated to create adequate foreign currency reserves from its earnings. The obligation to create adequate foreign currency reserves replaces the constitutional obligation to provide cover for banknotes in circulation in gold and foreign exchange.