

**Geld, Wahrung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No 2
Juni/juin 1997**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	95
Sommaire	96
Sommario	97
Abstracts	98
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	99
Situation économique et monétaire	123
<hr/>	
Jakob Schönenberger: Eröffnungsansprache an der General- versammlung vom 18. April 1997	149
Jakob Schönenberger: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 18 avril 1997	151
<hr/>	
Hans Meyer: Generalversammlungsreferat vom 18. April 1997	155
Hans Meyer: Exposé à l'Assemblée générale du 18 avril 1997	161
<hr/>	
Daniel Heller: Zinskurven und ihr Informationsgehalt für die Geldpolitik der SNB	167
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	177
Chronique monétaire	177

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 99–121)

Das Wirtschaftswachstum im OECD-Raum verstärkte sich im ersten Quartal 1997. Die wichtigsten Impulse gingen weiterhin von den angelsächsischen Ländern aus. Während das kräftige Wachstum in den Vereinigten Staaten breit abgestützt blieb, bildete in Grossbritannien die Konsumnachfrage die treibende Kraft. In Deutschland, Frankreich und in Japan stützte sich die Konjunkturbelebung nach wie vor hauptsächlich auf die Exporte. In Italien zeigten sich noch kaum Zeichen einer konjunkturellen Belebung. Die italienische Zentralbank nahm deshalb die Leitzinsen deutlich zurück. Während die Banque de France die Zinssätze ebenfalls leicht senkte, blieb die Geldpolitik in Deutschland und Japan unverändert. Angesichts des starken Wirtschaftswachstums erhöhten die amerikanische und die britische Zentralbank die Leitzinsen.

In der Schweiz deuten viele Indikatoren darauf hin, dass der Konjunkturrückgang im ersten Quartal zum Stillstand gekommen ist. Das Bruttoinlandprodukt blieb gegenüber der Vorperiode weitgehend unverändert. Die Zahl der Arbeitslosen nahm saisonbereinigt weiter zu. Immerhin erhöhte sich die Zahl der offenen Stellen leicht. Die Teuerung blieb tief. Die Notenbankgeldmenge wuchs stark und lag weiterhin über dem mittelfristigen Zielpfad. Die Giro Guthaben und vor allem der Notenumlauf stiegen unerwartet kräftig. Die kurz- und langfristigen Zinssätze sanken in der ersten Hälfte des Quartals, stiegen aber in der zweiten Hälfte wieder leicht an und lagen schliesslich im April bei durchschnittlich 1,8% resp. 3,6%. Die Nationalbank reagierte auf die deutliche Höherbewertung des Frankens im Mai mit einer Ausweitung der Liquidität. In der Folge bildeten sich die kurzfristigen Zinssätze weiter zurück.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 149–160)

Der Präsident des Bankrats, Jakob Schönenberger, ging der Frage nach, ob die Funktion des Bankrats noch zeitgemäss umschrieben ist. Die

überaus langen Auseinandersetzungen bei der Gründung der Nationalbank führten zu einer Regelung der Kompetenzen, die günstige Voraussetzungen schuf für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik. Die klare Trennung von Leitung und Aufsicht gibt dem Direktorium den nötigen Spielraum für eine unabhängige Geldpolitik und schützt die Nationalbank ausreichend vor politischen Pressionen. Die im Vergleich mit der Privatwirtschaft grosse Anzahl der Ratsmitglieder scheint jedoch nicht mehr zeitgemäss zu sein.

Für den Präsidenten des Direktoriums, Hans Meyer, steht die Nationalbank vor zwei Herausforderungen. Einerseits muss sie sich bemühen, die hart errungene Preisstabilität zu bewahren. Angesichts der drohenden Deflation ging man zu einer grosszügigen Geldpolitik über. Um kein neues Inflationspotential zu schaffen, darf sich das hohe Geldmengenwachstum aber nicht noch lange fortsetzen. Auf unerwartete Entwicklungen, die der schweizerischen Wirtschaft schaden könnten, wird man angemessen reagieren, ohne das Ziel der Preisstabilität aus den Augen zu verlieren. Andererseits gilt es für die Nationalbank, die Reform der schweizerischen Geldverfassung über die Runden zu bringen. Dabei soll nicht nur die Verfassung an die stark geänderten Währungsverhältnisse angepasst werden, vielmehr soll die Nationalbank gestärkt aus dem Revisionsprozess hervorgehen. Abschliessend tritt Herr Meyer für die Schweizerische Stiftung für Solidarität ein.

Zinskurven und ihr Informationsgehalt für die Geldpolitik der SNB (S. 167–176)

In diesem Aufsatz werden Zinskurven für die Schweiz geschätzt und hinsichtlich ihres Informationsgehaltes für die Geldpolitik untersucht. Es geht darum, aufgrund des Zinsverlaufes herauszufinden, ob die seit einiger Zeit expansive Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank bereits zu einem Anstieg der Inflationserwartungen geführt hat. Die Studie kommt zum Schluss, dass die Zinssätze keine Indizien enthalten, dass die Märkte einen Anstieg der Inflation antizipieren.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 123–147)

Dans la zone de l'OCDE, la croissance économique s'est renforcée au premier trimestre de 1997. Comme précédemment, les principales impulsions sont venues des pays anglo-saxons. L'essor de l'économie américaine a continué à reposer sur une large assise, tandis que la demande de consommation a joué un rôle moteur au Royaume-Uni. Une fois encore, la reprise de la conjoncture en Allemagne, en France et au Japon s'est appuyée avant tout sur les exportations. L'économie italienne n'a par contre guère montré de signes de redémarrage. Aussi la Banque d'Italie a-t-elle réduit nettement ses taux directeurs. La Banque de France a légèrement abaissé ses taux, alors que la politique monétaire est restée inchangée en Allemagne et au Japon. Les banques centrales américaine et britannique ont relevé leurs taux directeurs, étant donné la forte croissance de leur économie.

En Suisse, de nombreux indicateurs donnent à penser que le repli de la conjoncture a pris fin au premier trimestre. Le produit intérieur brut n'a guère varié d'un trimestre à l'autre. Le nombre des chômeurs a une fois encore augmenté en données corrigées des variations saisonnières, mais celui des places vacantes a légèrement progressé. Le renchérissement est demeuré bas. La monnaie centrale, en forte expansion, a continué à évoluer au-dessus de son sentier de croissance. Les avoirs en comptes de virements et, surtout, les billets en circulation se sont accrus avec une vigueur inattendue. Les taux d'intérêt à court et long terme ont fléchi durant la première moitié du trimestre, puis augmenté légèrement. En avril, ils s'inscrivaient en moyenne à respectivement 1,8% et 3,6%. La Banque nationale a réagi, en mai, à la sensible revalorisation du franc. Elle a ainsi fortement relevé les liquidités, ce qui a entraîné une baisse des taux à court terme.

Assemblée générale des actionnaires (p. 151–166)

Dans son allocution, M. Jakob Schönenberger, président du Conseil de banque, a examiné si le rôle du Conseil de banque est toujours adapté à notre temps. Les discussions fort longues qui ont

précédé la fondation de la Banque nationale ont débouché, pour ce qui a trait aux attributions des divers organes, sur une réglementation qui a créé des conditions propices à la conduite d'une politique monétaire axée sur la stabilité. La séparation très claire entre les fonctions de direction et celles de surveillance donne à la Direction générale la marge de manœuvre qui est nécessaire à la conduite d'une politique monétaire autonome et met la Banque nationale suffisamment à l'abri des pressions politiques. Le nombre des membres du Conseil, élevé en comparaison de ce qu'on observe dans l'économie privée, paraît toutefois ne plus correspondre à notre époque.

Pour M. Hans Meyer, président de la Direction générale, la Banque nationale est confrontée à deux défis. Elle doit, premièrement, préserver la stabilité des prix si durement acquise. Etant donné la déflation menaçante, l'institut d'émission a assoupli sa politique monétaire. Pour éviter la création d'un potentiel inflationniste, il ne faut pas que la forte expansion de la masse monétaire se prolonge trop longtemps. En cas d'évolution inattendue qui pourrait porter préjudice à l'économie suisse, il s'agira de réagir de manière appropriée, sans perdre de vue l'objectif de la stabilité des prix. La Banque nationale devra aussi, deuxièmement, mener à bien la réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie. Il faudra adapter la constitution aux conditions monétaires qui ont fortement évolué, mais aussi veiller à ce que le statut d'autonomie de l'institut d'émission sorte renforcé du processus de révision. Enfin, M. Meyer s'est prononcé en faveur du projet de Fondation suisse pour la solidarité.

La structure des taux d'intérêt et sa signification pour la politique monétaire de la BNS (p. 167–176)

L'étude détermine les courbes de taux d'intérêt pour la Suisse et les analyse sous l'angle de la politique monétaire. Le but est d'établir si la politique expansionniste menée actuellement par la Banque nationale a provoqué une hausse des anticipations inflationnistes. Empiriquement, aucun indice ne semble étayer cette thèse.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 99–147)

Durante il primo trimestre del 1997, la crescita economica nella zona dell'OCSE si è rinvigorita. Ancora una volta, gli impulsi principali sono provenuti dai paesi anglosassoni. Mentre la vigorosa crescita in atto negli Stati Uniti è legata a varie componenti, in Gran Bretagna lo stimolo più importante è venuto dalla domanda dei consumatori. In Germania, Francia e Giappone, la ripresa è ancora fondata in prima linea sulle esportazioni. In Italia non si sono ancora visti segni di una congiuntura più vivace. La Banca d'Italia ha perciò ridotto considerevolmente i tassi ufficiali. Anche la Banque de France ha operato un lieve calo dei tassi, mentre in Germania e in Giappone la politica monetaria è rimasta invariata. Vista la forte crescita economica, le banche centrali degli Stati Uniti e della Gran Bretagna hanno aumentato i tassi ufficiali.

In Svizzera, parecchi indicatori portano a credere che il rallentamento congiunturale ha preso fine durante il primo trimestre dell'anno. Il prodotto interno lordo è rimasto invariato rispetto al periodo precedente. Il numero dei disoccupati depurato dei fattori stagionali ha continuato ad aumentare. Al contempo è tuttavia leggermente aumentato anche il numero dei posti di lavoro disponibili. Il rincaro è rimasto contenuto. La base monetaria è fortemente aumentata e si è mantenuta al di sopra della direttrice di crescita a media scadenza. Gli averi in conto giro e, soprattutto, le banconote in circolazione hanno registrato una crescita inattesa. I tassi d'interesse a breve e a medio termine sono calati durante la prima metà del trimestre ma si sono leggermente ripresi durante la seconda metà; in aprile si situavano in media intorno all'1,8% per i primi e 3,6% per i secondi. La Banca nazionale ha reagito al forte apprezzamento del franco nel mese di maggio con un considerevole aumento dell'offerta di liquidità. I tassi d'interesse a breve sono in seguito chiaramente calati.

Assemblea generale degli azionisti (p. 149–166)

Il presidente del Consiglio di banca, Jakob Schönenberger, si è domandato se la funzione di quest'ultimo, com'è descritta dalla legge, sia ancora conforme alle esigenze attuali. I lunghissimi dibattiti che hanno preceduto la fondazione della

Banca nazionale hanno condotto a una ripartizione della competenza conveniente per una politica monetaria volta alla stabilità. Separando nettamente la direzione dalla vigilanza, si è conferito alla Direzione generale il margine di manovra necessario per una politica monetaria autonoma e si è istituita una sufficiente protezione dell'istituto monetario da pressioni politiche. Tuttavia, l'elevato numero di membri dell'attuale Consiglio di banca appare anacronistico se comparato con ciò che avviene nell'economia privata.

Secondo il presidente della Direzione generale, Hans Meyer, la Banca nazionale si trova attualmente confrontata a due sfide. Da un lato deve adoperarsi per mantenere la stabilità dei prezzi, conseguita con grandi difficoltà. Visto il pericolo di deflazione, la politica monetaria è stata allentata. Se si vuole evitare di creare un nuovo potenziale inflazionistico, la forte crescita monetaria non deve tuttavia più continuare a lungo. A sviluppi imprevisti, che potrebbero recar danno all'economia svizzera, si reagirà in modo appropriato, senza perdere d'occhio l'obiettivo di stabilità dei prezzi. D'altro lato, la Banca nazionale deve concludere con successo la riforma della costituzione monetaria svizzera. Non si tratta soltanto di adeguare la Costituzione alle circostanze considerevolmente modificate in ambito monetario, ma anche di fare in modo che la Banca nazionale esca rinforzata dal processo di revisione. Infine, Hans Meyer si è espresso a favore della Fondazione svizzera per la solidarietà.

La struttura dei tassi di interesse e il suo significato per la politica monetaria (p. 167–176)

In questo articolo vengono calcolate delle curve dei rendimenti per la Svizzera. In seguito viene analizzata l'informazione che queste curve contengono per la politica monetaria. In particolare, si vuole osservare se le curve dei rendimenti rivelano delle anticipazioni inflazionistiche più elevate in ragione della politica monetaria espansiva attualmente praticata dalla Banca nazionale. Lo studio giunge alla conclusione che le curve dei rendimenti non mostrano un aumento delle anticipazioni inflazionistiche.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 99–147)

Economic growth in the OECD countries strengthened in the first quarter of 1997. The chief stimuli again emanated from the Anglo-Saxon countries. While the vigorous growth remained broadly based in the United States, consumer demand was the driving force in the United Kingdom. In Germany and France, as well as in Japan, the economic revival was still mainly propelled by exports. Italy as yet witnessed no signs of a pickup in business activity. The Italian central bank therefore lowered benchmark rates significantly. The Banque de France also slightly reduced interest rates; monetary policy in Germany and Japan, however, remained unchanged. The strong economic expansion induced the Federal Reserve and the Bank of England to raise their key rates.

In Switzerland numerous factors seem to show that the economic decline came to a halt in the first quarter. Gross domestic product remained largely unchanged from the previous period. Unemployment continued to rise on a seasonally-adjusted basis. Nevertheless, there was a slight increase in the number of unfilled jobs. Inflation remained at a low level. The monetary base expanded markedly and continued to exceed the medium-term target path. Sight deposit balances and particularly banknote circulation rose more vigorously than expected. Short- and long-term interest rates declined in the first half of the quarter, only to move up again somewhat in the second half; in April, they averaged 1.8% and 3.6% respectively. The Swiss National Bank reacted to the distinctly stronger Swiss franc in May with a liberal supply of liquidity. Consequently, short-term interest rates receded markedly.

General Meeting of Shareholders (pp. 149–166)

In his speech the President of the Bank Council, Jakob Schönenberger, addressed the question of whether the function of the Bank Council is still defined in keeping with the times. The prolonged discussions during the establishment of the Na-

tional Bank culminated in a regulation of responsibilities, which created favourable conditions for a stability-oriented monetary policy. The clear division between management and supervision provides the Governing Board with the necessary leeway for conducting an independent monetary policy and adequately protects the National Bank from political pressures. The large number of members in the Bank Council compared to the private sector, however, seems somewhat outdated.

The Chairman of the Governing Board, Hans Meyer, sees the National Bank confronted with two challenges. On the one hand, it must maintain the price stability it made such great efforts to achieve. Under the threat of deflation, monetary policy was relaxed. Yet the money supply may not be allowed to expand at the present high rate much longer if a new inflation potential is to be avoided. The Bank will react appropriately to any unexpected developments, which could prove detrimental to the Swiss economy without losing sight of the goal of price stability. On the other hand, the National Bank is faced with the task of bringing the reform of the Swiss monetary structure to a successful conclusion. Not only is the Constitution to be adapted to the radically changed monetary situation, but the National Bank's position is also to be reinforced by the revision. To end with, Hans Meyer, expressed his full support for the Swiss Foundation for Solidarity.

Yield curves and their information content for the SNB's monetary policy (pp. 167–176)

In this paper, zero-coupon yield curves are estimated for Switzerland. They are then analysed with respect to their information content for monetary policy. Specifically, the question of whether the current expansionary policy of the Swiss National Bank has led to an increase in inflation expectations is investigated. It is found that the latest movements in the yield curve provide no indication of higher inflation expectations.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrats vom 13. Juni 1997*

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

1. Ausland

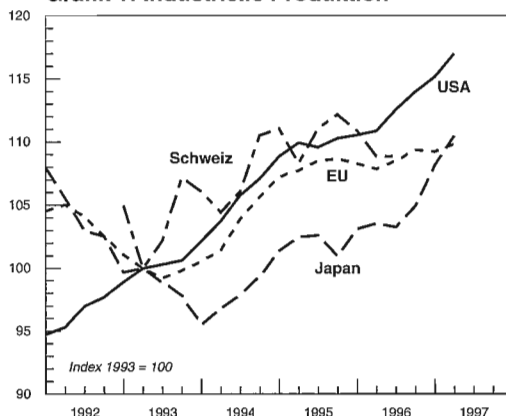
Konjunkturerwicklung

Im ersten Quartal 1997 verstärkte sich das Wirtschaftswachstum im OECD-Raum. In den Vereinigten Staaten blieb es breit abgestützt, während in Grossbritannien die starke Konsumnachfrage die treibende Kraft bildete. Die Konjunkturbelebung auf dem europäischen Kontinent stützte sich vor allem auf die Exporte. In Deutschland und Frankreich nahmen die Ausfuhren deutlich zu. Beide Länder profitierten von der dynamischen Entwicklung des Welthandels und der markanten Höherbewertung des Dollars. Dagegen stiegen der private Konsum und die Investitionstätigkeit nach wie vor nur bescheiden. Die italienische Wirtschaft zeigte noch kaum Zeichen einer konjunkturellen Belebung. Immerhin schätzten die Unternehmer die Aussichten wieder etwas optimistischer ein. In Japan kam die Konjunkturerholung wieder in Fahrt, nachdem sie im Laufe von 1996 etwas ins Stocken geraten war.

Die OECD erhöhte ihre Wachstumsprognose für das Jahr 1997. Sie rechnet nun mit einem Anstieg des realen Bruttosozialprodukts der OECD-Länder von durchschnittlich 2,8%, nachdem sie im Dezember 1996 noch eine Zunahme von 2,4% erwartet hatte. Das Wachstum wurde vor allem für die Vereinigten Staaten und Japan nach oben revidiert. In den europäischen Ländern fiel die Prognose dagegen mit 2,5% nur geringfügig höher aus als vor einem halben Jahr.

Die anhaltend gute Konjunkturlage in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien war von einem weiteren Anstieg der Beschäftigung begleitet. Die Arbeitslosenquote bildete sich deutlich zurück. In den Vereinigten Staaten fiel sie im April

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quellen: OECD, Main Economic Indicators; BFS

auf 4,9%; dies entspricht dem tiefsten Wert seit 1973. In Deutschland, Frankreich und Italien nahm dagegen die Arbeitslosenquote weiter leicht zu. Im Durchschnitt der EU betrug sie 10,9% und lag damit gleich hoch wie im vierten Quartal 1996.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung bildete sich im OECD-Raum zurück. Im März betrug sie 2,8%, gegenüber 3,3% im Dezember 1996 (ohne Türkei und neue Mitglied-länder¹).

Wirtschaftspolitik

Die amerikanische Zentralbank erhöhte im März den Tagesgeldsatz (Federal Funds Rate) um einen viertel Prozentpunkt auf 5,5%. Damit wirkte sie

* Der Bericht wurde am 22. Mai 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.

¹ Tschechische Republik, Ungarn, Polen, Korea.

der wachsenden Inflationsgefahr entgegen. Anfang Mai hob auch die britische Zentralbank den Leitzins um einen viertel Prozentpunkt an, nachdem er bereits im Oktober 1996 leicht auf 6% erhöht worden war. Die neue britische Regierung gewährte der Bank of England unmittelbar nach ihrem Amtsantritt Anfang Mai in der Zinspolitik Autonomie. Die Deutsche Bundesbank und die Bank von Japan liessen die Geldpolitik unverändert, während die französische Zentralbank den Interventionssatz nochmals geringfügig senkte. Die Banca d'Italia nahm dagegen die Leitzinsen angesichts der schwachen Konjunktur und der sinkenden Teuerung im Januar deutlich zurück.

Die langfristigen Zinssätze erhöhten sich in den ersten Monaten des Jahres in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien leicht. In den meisten Ländern Kontinentaleuropas bildeten sie sich dagegen nochmals zurück.

Die Finanzpolitik der europäischen Länder stand weiterhin im Zeichen der Konvergenzkriterien von Maastricht. Das italienische Parlament verabschiedete ein Zusatzbudget, damit die für 1997 geplante Reduktion des Staatsdefizits auf 3% des Bruttoinlandprodukts erreicht werden kann.

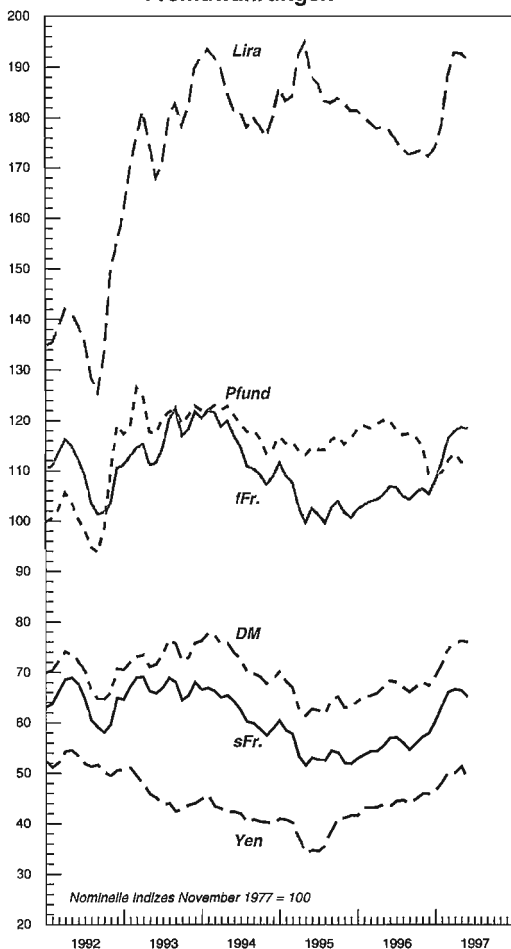
Devisenmarkt

Der Dollar gewann von Januar bis April weiterhin an Wert. Das anhaltend kräftige Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten sowie Zinsvorteile gegenüber Europa und Japan verliehen ihm Auftrieb. In der ersten Mai-Hälfte schwächte er sich indessen deutlich ab. Die amerikanische Währung legte von Januar bis April gegenüber der D-Mark insgesamt um 10%, gegenüber dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken um 3% bzw. 6,5% an Wert zu. Der reale, handelsgewichtete Wechselkurs des Dollars lag im ersten Quartal um 5,7% höher als vor Jahresfrist.

Wegen des weiterhin starken irischen Pfundes blieb der Abstand zwischen der schwächsten und der stärksten Währung im Wechselkursmechanismus des EWS von rund 10% auch im ersten Quartal bestehen. Die italienische Lira löste den französischen Franc im Februar als schwächste Währung ab. Vorübergehend weitete sich die Spanne zum irischen Pfund auf 11% aus.

Die D-Mark gab gegenüber den meisten wichtigen Währungen nach. Gegenüber dem französischen Franc sank sie im April auf 3,36 Francs, einen seit 1993 nicht mehr erreichten Tiefstand. Einzig gegenüber der ebenfalls zur Schwäche neigenden italienischen Lira notierte sie gleich fest wie zu Jahresbeginn. Der reale, handelsgewichtete Wechselkurs der D-Mark und des Franc lagen im ersten Quartal um 4,9% bzw. 3,3% unter dem Vorjahresstand, während derjenige der Lira um 5,7% darüber lag.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Das britische Pfund wertete sich dank der anhaltend günstigen Konjunkturlage gegenüber den meisten Währungen weiter auf. Ende April notierte es bei einem Kurs von 2,81 D-Mark und lag damit um 6,9% höher als zu Jahresbeginn. Das Pfund erreichte damit das höchste Kursniveau seit seinem Ausscheiden aus dem Wechselkursmechanismus des EWS im September 1992. Wie der Dollar verlor auch das Pfund im Mai wieder an Wert. Real und handelsgewichtet lag es im ersten Quartal um 16,5% über dem Vorjahresstand.

Der japanische Yen blieb im ersten Quartal gegenüber dem Dollar unter Druck. Mit 127 Yen pro Dollar sank er im April auf einen mehrjährigen Tiefstand, erstarbte aber im Mai wieder kräftig. Sein realer, handelsgewichteter Wechselkurs lag im ersten Quartal um 11,3% tiefer als vor Jahresfrist.

Europäische Integration

Das Europäische Währungsinstitut (EWI) äusserte sich in einem weiteren Bericht zur künftigen europäischen Geldpolitik. Die Europäische Zentralbank (EZB) wird zwischen einem Inflations- und einem Geldmengenziel wählen müssen. Gemäss dem EWI weisen beide geldpolitischen Strategien Vor- und Nachteile auf. Unabhängig von der gewählten Strategie müssen die folgenden fünf Aspekte beachtet werden: Die EZB muss – erstens – ihre Definition der Preisstabilität bekanntgeben, um die Transparenz und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu erhöhen. Zweitens muss sie Ziele veröffentlichen, anhand deren das Publikum ihre Leistungen beurteilen kann. Die Ziele dienen auch dazu, der Öffentlichkeit die Geldpolitik zu erklären. Die EZB muss – drittens – ein breites Spektrum von Indikatoren heranziehen, die Auskunft über Risiken im Hinblick auf die Preisstabilität geben. Viertens sollte die EZB den Geldagregaten bei der Formulierung ihrer Geldpolitik eine privilegierte Rolle zukommen lassen. Schliesslich muss die EZB Techniken entwickeln, um die Inflationsrate und andere wichtige ökonomische Variablen prognostizieren zu können.

Internationale Währungszusammenarbeit

Der Internationale Währungsfonds und die Welt-

bank begannen mit der Umsetzung der Entschuldungsinitiative für hochverschuldete arme Mitgliedsländer (HIPC-Initiative). Im April wurde beschlossen, Uganda als erstem Land auf Frühling 1998 einen Teil seiner Schulden zu erlassen, falls es weiterhin erfolgreich ein wirtschaftliches Anpassungsprogramm durchführt.

2. Schweiz

In der Schweiz kam der Konjunkturrückgang im ersten Quartal zum Stillstand. Gegenüber der Vorperiode blieb das reale Bruttoinlandprodukt [weitgehend unverändert]. Es lag aber immer noch um 1% unter dem entsprechenden Vorjahreswert (4. Quartal 1996: -0,6%). Der private Konsum zeigte Zeichen einer Erholung. Dagegen bildeten sich die Ausrüstungsinvestitionen leicht, die Bauinvestitionen erneut stark zurück. Die Importe nahmen deutlich stärker zu als die Exporte.

Wichtige vorlaufende Indikatoren deuten auf eine konjunkturelle Besserung hin. Gemäss der monatlichen Konjunkturumfrage der KOF/ETH hellte sich die Lage in der Industrie im ersten Quartal etwas auf. Der Indikator Geschäftsgang verbesserte sich erstmals leicht. Für die kommenden Monate erwarten sowohl die binnen- als auch die exportorientierten Unternehmen steigende Bestellungen.

Noch keine Besserung zeigte sich am Arbeitsmarkt. Nachdem die Arbeitslosenquote saisonbereinigt im ersten Quartal auf 5,4% gestiegen war, stabilisierte sie sich im April auf diesem Stand.

Die durchschnittliche Teuerung blieb von Januar bis April tief bei durchschnittlich 0,7%. In den beiden ersten Monaten zogen die Preise für Ausländgüter wechselkursbedingt spürbar an, doch dämpften die tieferen Heizölpreise im März und April den Preisauftrieb wieder.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im ersten Quartal durchschnittlich 32,5 Mrd. Franken. Gegenüber dem vierten Quartal 1996 erhöhte sie sich um 2,2% (auf das Jahr hochgerechnet 9,2%). Zum unerwartet starken Wachstum – die Prognose der Nationalbank wurde um 0,7 Mrd. überschritten – trugen sowohl ein kräfti-

ger Anstieg des Notenumlaufs als auch der Giro-
guthaben bei. Für das zweite Quartal rechnet
die Nationalbank mit einem durchschnittlichen
Stand der Notenbankgeldmenge von 32,9 Mrd.
Franken.

Der Dreimonatssatz des Frankens am Euromarkt
sank bis Mitte Februar auf knapp 1,6%. Danach
zog er leicht an. Im Mai bildete er sich erneut
stark zurück, nachdem die Nationalbank die Li-
quidität stark ausgeweitet hatte, um der Aufwer-
tungstendenz des Frankens entgegenzuwirken.
Die an der Durchschnittsrendite der Bundesobli-
gationen gemessenen langfristigen Zinssätze bil-
deten sich im Februar um rund 0,4 Prozent-
punkte auf 3,3% zurück. Bis April erhöhten sie
sich wieder auf durchschnittlich 3,6%. Parallel
zum Zinsrückgang am Geldmarkt sanken sie im
Mai erneut.

Nachdem der reale, exportgewichtete Franken bis
Januar markant gesunken war, verharrte er in den
folgenden zwei Monaten auf dem tieferen Stand.
Im Durchschnitt des ersten Quartals lag er real
um 11,2% unter dem entsprechenden Vorjahres-
niveau.

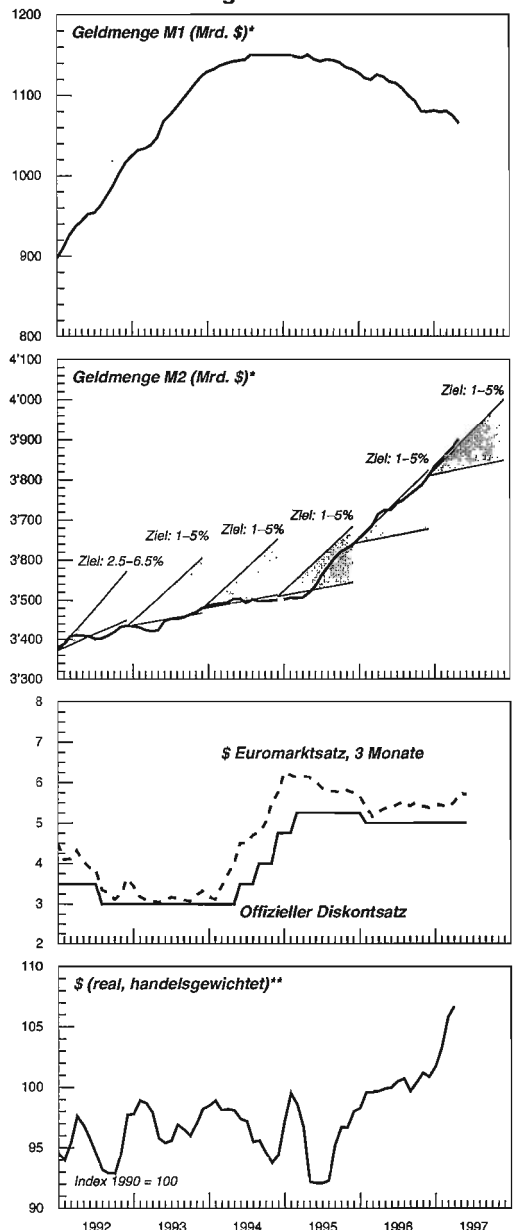
B. Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrielländern

Vereinigte Staaten

Die amerikanische Wirtschaft lief im ersten Quar-
tal 1997 auf Hochtouren. Das reale Bruttoinland-
produkt lag um 4,1% über dem entsprechenden
Vorjahresstand, verglichen mit 3,1% in der Vor-
periode. Der private Konsum und die Unterneh-
mensinvestitionen blieben die Hauptstützen des
anhaltenden Aufschwungs, auch wurden die La-
ger kräftig erhöht. Die Bauinvestitionen und der
staatliche Konsum stiegen dagegen weniger stark
als im Vorquartal. Das Wachstum der Exporte so-
wie der Importe zog beträchtlich an.

Die Produktion der verarbeitenden Industrie
wuchs im ersten Quartal aufs Jahr hochgerechnet
um 5,6%, verglichen mit 4,1% in der Vorperiode.
Die Kapazitätsauslastung stieg von 83,3% auf
83,7%; dies entspricht dem höchsten Stand seit
fast zwei Jahren.

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

Aufgrund der regen Nachfrage und der niedrigen
Lagerbestände dürfte die Industrieproduktion

weiterhin kräftig zunehmen. Der steigende Index der Frühindikatoren sowie die gute Konsumentenstimmung deuten ebenfalls auf ein anhaltend starkes Wirtschaftswachstum hin.

Der amerikanische Arbeitsmarkt befand sich im ersten Quartal in ausgesprochen guter Verfassung. Die Beschäftigung nahm gegenüber der Vorperiode beschleunigt zu und übertraf das Vorjahresniveau um 2,6%. Der Beschäftigungsanstieg war ausschliesslich auf die Erhöhung der Erwerbsquote (Anteil der Erwerbstätigen an der erwerbsfähigen Bevölkerung) zurückzuführen, während die Arbeitslosenquote bei 5,3% verharrte. Im April bildete sich die Arbeitslosenquote deutlich auf 4,9% zurück. Trotz der starken Nachfrage nach Arbeitskräften blieb der Lohnanstieg bescheiden.

Die Teuerung auf Konsumentenstufe schwächte sich im ersten Quartal leicht von 3,2% auf 3% ab. Unter Ausklammerung der Energie- und Nahrungsmittelpreise (Kernrate) blieb sie mit 2,7% nahezu stabil. Auf Produzentenstufe ging die Teuerung deutlich zurück. Im Vorjahresvergleich betrug der Preisanstieg noch 2,1%, verglichen mit 3% in der Vorperiode.

Die amerikanische Zentralbank erhöhte Ende März den angestrebten Satz für Tagesgeld (Federal Funds Rate) von 5,25% auf 5,5%. Die Zentralbank begründete die Zinserhöhung mit der angesichts des starken Wirtschaftswachstums zunehmenden Inflationsgefahr. Der Dreimonatssatz am Eurodollarmarkt stieg von 5,4% im Januar auf 5,7% im April, die Rendite langfristiger Staatsanleihen um ebenfalls 0,3 Prozentpunkte auf 6,9%.

Die breiten Geldaggregate M_2 und M_3 wuchsen im ersten Quartal um hochgerechnet 6,1% bzw. 7,8% und lagen damit über dem jeweiligen Zielkorridor von 1–5% bzw. 2–6%. Nach einer vorübergehenden Stabilisierung im vierten Quartal 1996 schrumpfte die Geldmenge M_1 im ersten Quartal 1997 erneut. Damit setzte sich eine seit zwei Jahren zu beobachtende Tendenz fort.

Japan

In Japan kam die wirtschaftliche Erholung im vier-

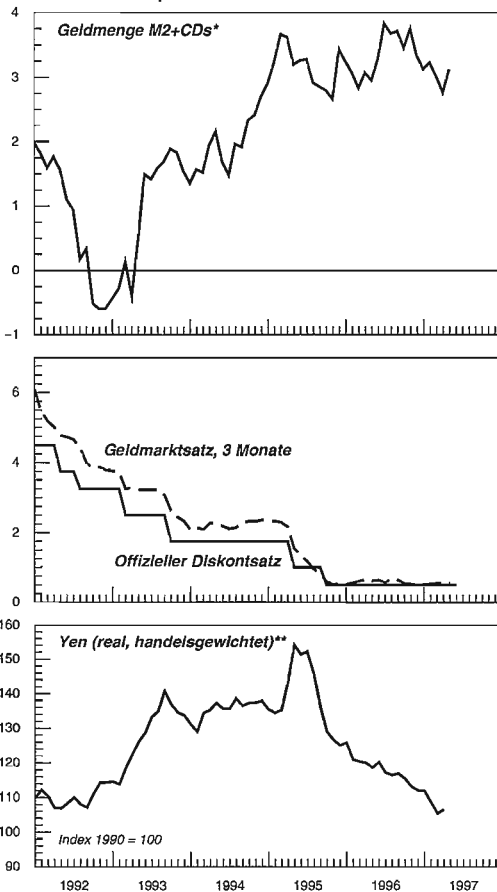
ten Quartal 1996 wieder in Gang, nachdem sie in den beiden Vorquartalen ins Stocken geraten war. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber der Vorperiode um 1%, verglichen mit 0,3% im dritten Quartal. Gegenüber dem Vorjahr betrug der Zuwachs 3,1%. Die Erholung war breit abgestützt: Neben den Exporten und den Ausrüstungsinvestitionen erhöhten sich auch der private Konsum und die privaten Bauinvestitionen wieder. Die öffentliche Bautätigkeit, die im ersten Halbjahr 1996 aufgrund staatlicher Förderungsmassnahmen stark zugenommen hatte, bildete sich im vierten Quartal erneut zurück und lag geringfügig unter dem Stand des Vorjahres.

Im ersten Quartal 1997 erholte sich die Konjunktur weiter. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stieg im Vorjahresvergleich mit 6,4% deutlich kräftiger als in der Vorperiode. Infolge der Tieferbewertung des Yen wirkte wiederum hauptsächlich die Auslandnachfrage konjunkturstützend. In der jüngsten Umfrage beurteilten vor allem die exportorientierten Unternehmen die Wirtschaftsaussichten zuversichtlicher. Die auf den Binnenmarkt ausgerichteten Unternehmen rechnen mit vorgezogenen Käufen von Konsumgütern, da im zweiten Quartal die Mehrwertsteuersätze angehoben werden.

Gemäss den jüngsten Prognosen dürfte das japanische Bruttoinlandprodukt im Jahre 1997 um rund 2% wachsen. Trotz der wirtschaftlichen Aufhellung fällt damit die Zuwachsrate erheblich tiefer aus als im Vorjahr (3,7%). Bremsend wirkt hauptsächlich die Verschärfung der Haushaltspolitik: Um das Staatsdefizit zu reduzieren, erhöhte die Regierung auf Anfang April die Mehrwertsteuer und die Belastung der privaten Einkommen, was den privaten Konsum dämpfen dürfte. Zudem beschränkte die Regierung die öffentliche Bautätigkeit, um das Ausgabenwachstum abzuschwächen.

Die Preise blieben im ersten Quartal annähernd stabil. Während die Konsumentenpreise um 0,6% stiegen, schwächte sich der Preisrückgang auf der Grosshandelsstufe auf 0,2% ab (4. Quartal 1996: -0,6%). Im April zog die Teuerung auf Konsumstufe aufgrund der Erhöhung der Mehrwertsteuer auf 1,9% an.

Grafik 4: Japan



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

** Quelle: OECD

Auf dem Arbeitsmarkt besserte sich die Lage. Die Zahl der Beschäftigten lag um 1,6% über dem Vorjahreswert, und das Verhältnis zwischen angebotenen Stellen und Stellensuchenden erhöhte sich von 0,67 auf 0,74. Die Arbeitslosenquote verharrte bei 3,3%.

Die Güterausfuhren nahmen im ersten Quartal deutlich zu, doch wuchsen die Einfuhren wiederum stärker. Während das kräftige Wachstum der Ausfuhren auf die Abschwächung des Yen zurückzuführen ist, widerspiegelt die Zunahme der Einfuhren hauptsächlich eine Verlagerung arbeitsintensiver Prozesse ins Ausland. Der Überschuss der Handelsbilanz bildete sich gegenüber

dem Vorjahr von 2,4 Bio. auf 2,2 Bio. Yen oder 1,7% des Bruttoinlandprodukts zurück.

Die japanischen Währungsbehörden setzten im ersten Quartal ihre grosszügige Geldpolitik fort. Der Diskontsatz verharrte bei 0,5%. Der Dreimonatssatz des Yen am Euromarkt betrug 0,4%. Die Rendite für langfristige Staatsanleihen ging geringfügig auf 2,6% zurück und lag damit um fast zwei Prozentpunkte tiefer als vor zwei Jahren. Die Geldmenge M_2+CD lag um 3% über dem Vorjahresniveau und wuchs damit erneut weniger stark als in der Vorperiode.

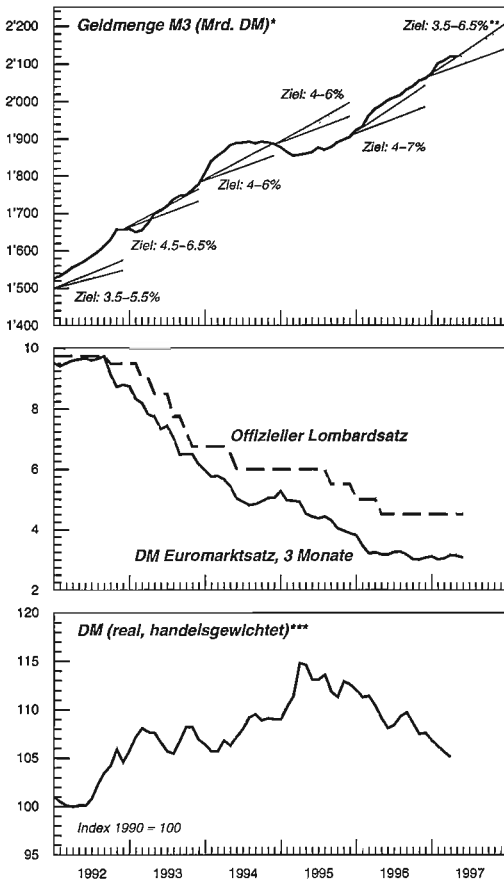
Für das Ende März abgeschlossene Finanzjahr wiesen wiederum viele japanische Banken Verluste aus. Diese waren in erster Linie die Folge des Rückgangs der Immobilienpreise und der Aktienkurse. Die Regierung leitete Massnahmen zur Stützung des Immobilienmarktes ein. Insbesondere wurden Bauvorschriften gelockert und Steuersätze gesenkt.

Deutschland

In Deutschland verlor die Konjunkturerholung im vierten Quartal 1996 an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt stagnierte gegenüber der Vorperiode, lag aber um 2,2% über dem Vorjahreswert. Während der Konsum und die Bauinvestitionen im Vorjahresvergleich verlangsamt wuchsen, zogen die Exporte und die Ausrüstungsinvestitionen an. Auch die Lager wurden erhöht. Die insgesamt steigende Inlandnachfrage belebte die Importe stark, die in den vorangegangenen zwei Quartalen annähernd unverändert geblieben waren.

Im ersten Quartal 1997 gewann die Konjunktur an Kraft. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 2,8% über dem Vorjahresstand. Die Produktion der verarbeitenden Industrie belebte sich spürbar. Sie stieg um 4,2%, verglichen mit einem Zuwachs von 2,5% in der Vorperiode. Die Kapazitätsauslastung erhöhte sich von 83% auf 84,1%. Während der Auftragseingang aus dem Ausland, insbesondere der ausländischen Investitionsgüterindustrie, stark zunahm, stagnierte die Nachfrage aus dem Inland. In der Bauindustrie bildete sich der Bestellungseingang weiter zurück. Zur Stützung der Bauindustrie verabschiedete die Regie-

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

zung im März ein Stimulierungsprogramm, mit dem insbesondere Baukredite verbilligt werden sollen.

Die deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute schätzen das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts für das Jahr 1997 auf 2,3%. Im Vorjahr hatte der Zuwachs 1,4% betragen. Als treibende Kräfte sehen die Konjunkturrexperten die Exporte und die Ausrüstungsinvestitionen, während der Konsum nur wenig steigen und die Bautätigkeit weiter sinken dürfte. Trotz der wirtschaftlichen Belebung wird die Arbeitslosigkeit erneut zunehmen.

Die Zahl der Beschäftigten war im ersten Quartal weiterhin rückläufig. Sie lag um 1,5% unter dem Stand des Vorjahres. Die Arbeitslosenquote stieg auf 11,3% und übertraf den Vorjahreswert um einen Prozentpunkt. Die Teuerung auf Konsumstufe erhöhte sich von 1,4% auf 1,7%. Die Produzentenpreise, die im vergangenen Jahr rückläufig gewesen waren, stiegen im ersten Quartal um 0,6%.

Die Deutsche Bundesbank liess im ersten Quartal ihre Geldpolitik unverändert. Der Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte verharrte bei 3%, der Diskont- und der Lombardsatz bei 2,5% bzw. 4,5%. Die beiden Leitzinssätze waren letztmals im April 1996 gesenkt worden. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen bildete sich von 5,9% im vierten auf 5,6% im ersten Quartal zurück und lag um einen halben Prozentpunkt unter dem Vorjahresniveau.

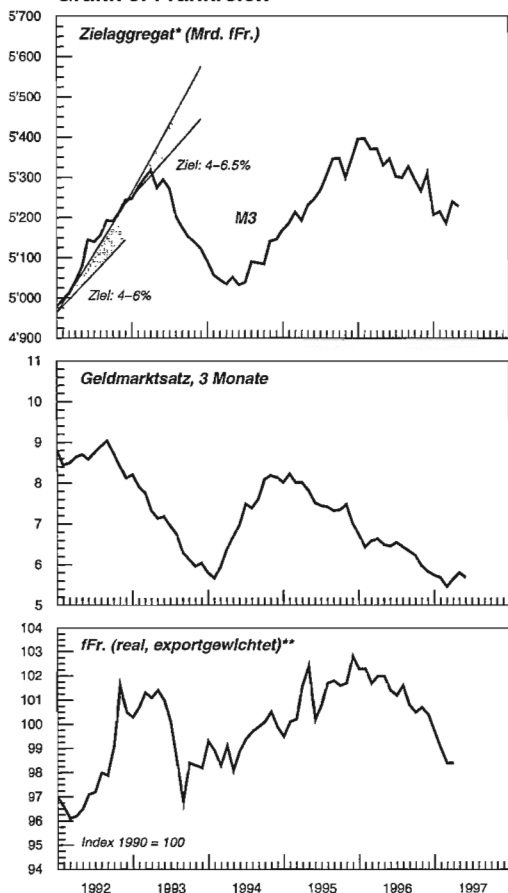
Die Geldmenge M_3 wuchs im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode um 9,7% (auf Jahresbasis hochgerechnet) und lag damit weiterhin über dem Zielkorridor von 3,5–6,5%. Die Zuwachsrate bildete sich indessen im Verlauf des ersten Quartals zurück. Während der Bargeldumlauf unverändert blieb und die Sichteinlagen deutlich schrumpften, erhöhten sich die Termingelder und die Spareinlagen.

Frankreich

In Frankreich hellte sich die Konjunkturlage im vierten Quartal 1996 auf. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm zwar gegenüber der Vorperiode nur wenig zu, übertraf aber den Vorjahresstand um 2% (3. Quartal: 1,6%). Zum Wachstum trugen hauptsächlich die Exporte und der Konsum bei. Die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen ebenfalls, während der Lagerabbau weiter anhielt und die Bauinvestitionen sich weiter abschwächten. Aufgrund der anziehenden Nachfrage belebten sich die Importe.

Im ersten Quartal 1997 setzte sich die Konjunkturerholung verhalten fort. Gemäss ersten Schätzungen nahm das reale Bruttoinlandsprodukt weiter leicht zu und lag um 0,9% über dem Vorjahresstand. Die Industrieproduktion (ohne Bauwirtschaft) stieg um 1,2%, verglichen mit 2,2% in der

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

Vorperiode. Gemäss den Unternehmensumfragen vom März wird die Industrieproduktion in den nächsten Monaten beschleunigt steigen. Die Auftragsbestände, insbesondere aus dem Ausland, wuchsen deutlich. Dagegen verschlechterte sich die Konsumentenstimmung im März wieder, nachdem sie sich zuvor während fünf Monaten von ihrem tiefen Niveau erholt hatte.

Auf dem Arbeitsmarkt blieb die Lage im ersten Quartal unverändert. Die Beschäftigung stagnierte gegenüber der Vorjahresperiode und lag leicht über dem Stand der Vorperiode. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich auf 12,8%, vergli-

chen mit 12,1% vor Jahresfrist. Die Teuerung war weiter rückläufig und betrug im März 1,1%.

Die französische Zentralbank lockerte ihre Geldpolitik im ersten Quartal vorsichtig. Ende Januar senkte sie den Interventionsatz geringfügig auf 3,1%. Der Pensionsatz wurde bei 4,6% belassen. Am Euromarkt bildete sich der Dreimonatsatz im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,1 Prozentpunkte auf 3,2% zurück. Die Rendite zehnjähriger Staatsobligationen sank von 5,9% auf 5,6%.

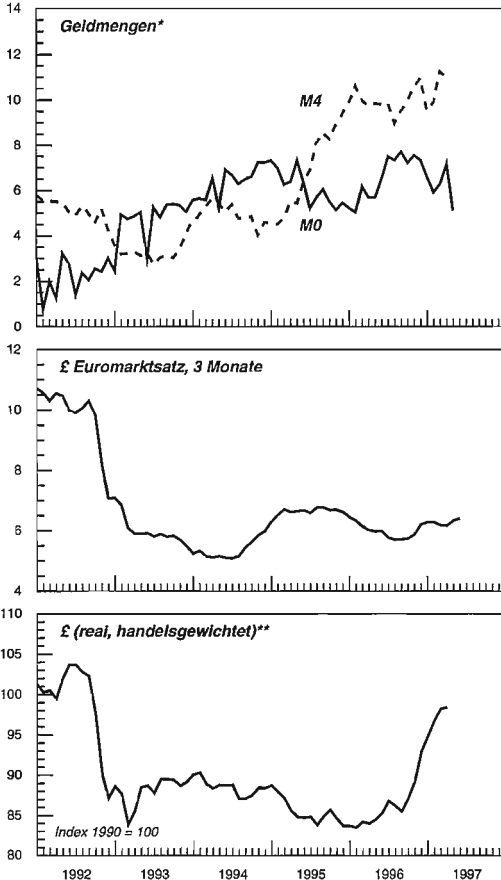
Die Geldmenge M₃ begann im Dezember 1996 beschleunigt abzunehmen. Im ersten Quartal lag sie um 3,2% unter ihrem Vorjahresniveau. Dennoch bestätigte die französische Zentralbank das mittelfristige Wachstumsziel von durchschnittlich 5% für M₃. Gleichzeitig bekräftigte sie ihre Absicht, den Aussenwert des Franc stabil zu halten. Die gesamte inländische Verschuldung, welche die französische Zentralbank ebenfalls als geldpolitischen Indikator heranzieht, verzeichnete auch im ersten Quartal rückläufige Zuwachsraten.

Grossbritannien

Im Grossbritannien gewann das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 1996 an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im Jahresvergleich um 2,6% zu, gegenüber 2,1% im dritten Quartal. Die wichtigste Antriebsfeder blieb der private Konsum, der um 4% stieg. Trotz der markanten Höherbewertung des Pfundes gewannen auch die Exporte an Dynamik. Sie erhöhten sich gegenüber dem Vorjahr um 6,2%. Die Bautätigkeit und der staatliche Konsum verzeichneten geringere Wachstumsraten und die Ausstattungsinvestitionen stagnierten. Die kräftige Binnennachfrage widerspiegelte sich in stark steigenden Importen.

Im ersten Quartal 1997 setzte sich der Konjunkturaufschwung fort. Die Produktion der arbeitenden Industrie zog an. Die privaten Konsumausgaben legten ebenso stark zu wie im Vorquartal. Gemäss ersten Schätzungen wuchs das Bruttoinlandprodukt beschleunigt und übertraf den Vorjahreswert um 2,9%. Die Frühindika-

Grafik 7: Grossbritannien



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

** Quelle: OECD

toren deuteten indessen darauf hin, dass sich im weiteren Verlauf des Jahres das Wachstum abschwächen dürfte.

Die Arbeitslosenquote verringerte sich im ersten Quartal von 6,9% auf 6,3%. Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung erhöhte sich geringfügig auf 2,7%. Die Basisteuerung, welche die Hypothekarzinsen nicht enthält, sank von 3,1% auf 2,9%. Auf Produktionsstufe liess der Preisauftrieb deutlich nach. Er betrug 1,2%, gegenüber 2% in der Vorperiode.

Angesichts des starken Wachstums setzten die britischen Währungsbehörden den Leitzinssatz

Anfang Mai um einen viertel Prozentpunkt auf 6,25% hinauf. Der Satz war letztmals im Oktober 1996 erhöht worden. Die britische Zentralbank begründete die Zinserhöhung damit, dass die Teuerung über dem Ziel von 2,5% liege. Der Dreimonatssatz am Interbankmarkt stieg von Februar bis Mai um 0,2 Prozentpunkte auf 6,4%, die Rendite langfristiger Staatsanleihen erhöhte sich im gleichen Zeitraum um einen halben Prozentpunkt auf 7,7%.

Gemäss dem Inflationsbericht der Bank of England vom Mai 1997 kann eine weitere Zinserhöhung nicht ausgeschlossen werden. Die kurzfristige Inflationsaussicht sei zwar gut, langfristige bestehe jedoch weiterhin die Gefahr, das mittelfristige Inflationsziel nicht einhalten zu können.

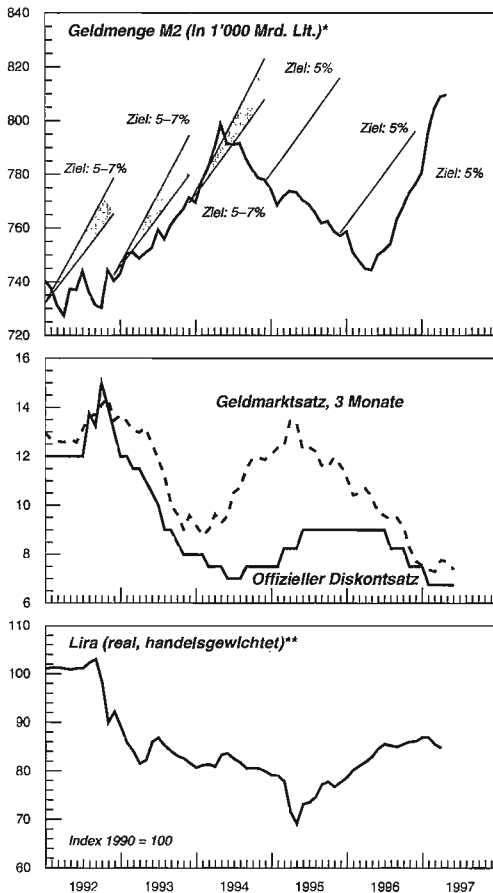
Die Geldmenge M_0 lag im ersten Quartal um 6,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand, womit sich ihr Wachstum abschwächte. Das breit definierte Geldaggregat M_4 stieg dagegen stärker als in der Vorperiode. Das Wachstum beider Aggregate übertraf wiederum den angestrebten Bereich von 0–4% bzw. 6–9%.

Italien

In Italien schwächte sich die Konjunktur im vierten Quartal 1996 beträchtlich ab. Das reale Bruttoinlandprodukt sank gegenüber der Vorperiode um 0,2% und blieb damit gegenüber dem Vorjahr nahezu unverändert. Die Abschwächung ist auf die flauere Inlandnachfrage zurückzuführen. Während sich der private und der öffentliche Konsum weiterhin erhöhten, bildeten sich die Bauinvestitionen leicht und die Ausrüstungsinvestitionen markant zurück. Infolge der schleppenden Binnennachfrage nahmen die Importe erneut ab. Dagegen belebte sich die Exporttätigkeit wieder.

Im ersten Quartal 1997 hielt die Konjunkturflaute an. Das Bruttoinlandprodukt sank gegenüber dem Vorjahr um 0,5%. Die Industrieproduktion stieg im Vergleich mit dem Vorquartal saisonbereinigt um 1,4%, konnte ihr Vorjahresniveau jedoch noch nicht wieder erreichen. Aufgrund der jüngsten Umfragen bei den Unternehmen hellte sich die Stimmung auf. Die Produktionsaussichten und die Auftragseingänge besserten sich. Die

Grafik 8: Italien



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

** Quelle: OECD

Konsumentenstimmung erholte sich zögernd. Die im ersten Quartal kräftig steigenden Verkäufe von Automobilen sind jedoch in erster Linie auf staatliche Förderungsmaßnahmen zurückzuführen.

Die Beschäftigung sank im Laufe des ersten Quartals gegenüber der Vorperiode leicht und war damit gleich hoch wie vor Jahresfrist. Die Arbeitslosenquote nahm von 12% auf 12,2% zu.

Die Teuerung auf Konsumentenstufe sank im Laufe der ersten Monate des Jahres 1997 deutlich und betrug im April noch 1,7%. Auf Produzentenstufe erhöhten sich die Preise nur wenig. Die Löhne übertrafen ihren Vorjahreswert

um 4,5% und stiegen damit auch real beträchtlich.

Im Mai wurde vom Parlament ein Nachtrag zum Staatshaushalt 1997 angenommen. Damit soll vermieden werden, dass das Defizit den angestrebten Zielwert von 3% des Bruttoinlandprodukts überschreitet. Gemäss Schätzungen hätte es ohne Korrekturmassnahmen 3,8% betragen. Das Nachtragsgesetz sieht vorgezogene Steuerabgaben auf Pensionsgeldern, eine vereinfachte und zeitlich vorgezogene Einforderung von Steuern sowie bei verschiedenen Ministerien Ausgabenbeschränkungen vor.

Infolge des anhaltenden Teuerungsrückgangs senkte die italienische Zentralbank die Leitzinsen im Januar um je 0,75 Prozentpunkte auf 8,25% (Lombardsatz) bzw. auf 6,75% (Diskontsatz). Die Leitzinsen waren bereits im Juli und im Oktober des letzten Jahres gesenkt worden. Der Zinssatz für Dreimonatsgelder am Euromarkt ging von 7,4% im vierten auf 7,2% im ersten Quartal zurück, die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen von 7,9% auf 7,5%.

Das Jahreswachstum der Geldmenge M₂ zog im ersten Quartal mit 7,3% kräftig an. Es übertraf damit das von der italienischen Zentralbank festgelegte Wachstumsziel von 5%.

C. Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Realwirtschaftlicher Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

In der Schweiz mehren sich die Anzeichen, dass der konjunkturelle Tiefpunkt überschritten wurde. Das reale Bruttoinlandprodukt verharrte im ersten Quartal saisonbereinigt auf dem Stand der Vorperiode, nachdem es im vierten Quartal 1996 noch leicht gesunken war. Gegenüber dem ersten Quartal 1996 lag es immer noch um 1,0% tiefer. Die realen privaten Konsumausgaben stiegen gegenüber dem Vorjahr leicht, während der staatliche Konsum sank. Die Investitionsnachfrage bildete sich weiter zurück. Während die Importe leicht wuchsen, stagnierten die Exporte auf ihrem Vorjahresniveau.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1993	1994	1995	1996	1997					
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
USA ^{a)}	6,9	6,1	5,6	5,4	5,3	5,3	5,4	5,3	5,2	4,9
Japan	2,5	2,9	3,2	3,4	3,3	3,3	3,3	3,4	3,2	3,3
Deutschland	8,9	9,6	9,5	10,4	10,8	11,3	11,3	11,3	11,2	11,2
Frankreich ^{a)}	11,7	12,3	11,6	12,4	12,7	12,8	12,7	12,8	12,8	12,8
Grossbritannien ^{b)}	10,3	9,3	8,2	7,5	6,9	6,3	6,5	6,2	6,1	5,9
Italien	10,3	11,3	12,0	12,1	12,0	12,2	12,2			
Schweiz ^{c)}	4,5	4,7	4,2	4,7	5,1	5,4	5,3	5,4	5,4	5,4

^{a)} ab 1994 neue Erhebungsgrundlage

^{b)} ausgenommen Schulabgänger

^{c)} 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)

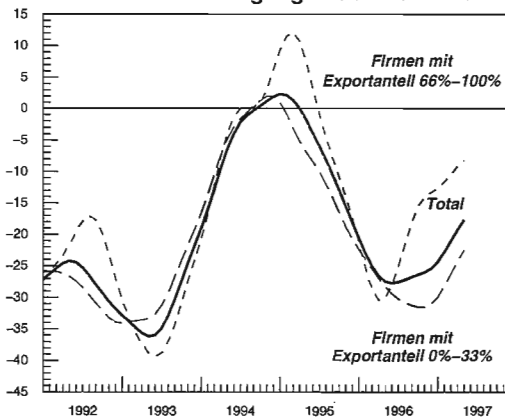
	1993	1994	1995	1996	1997					1997
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
USA	-99,9	-148,4	-148,2	-165,1	-30,4	-35,3	-40,6	-47,9	-41,4	
Japan	131,6	130,2	111,0	66,1	22,8	19,1	14,6	15,9	16,4	16,9
Deutschland ^{a)}	-14,4	-21,4	-23,9	-14,6	-8,5	-2,8	-6,3	-2,7	-2,7	-5,1
Frankreich ^{a)}	9,8	5,9	14,3	19,8	3,2	6,6	2,6	5,2	5,3	
Grossbritannien ^{a)}	-16,2	-3,7	-5,9	-0,0	-1,8	-2,1	1,2	-0,5	1,4	
Italien ^{a) b)}	10,2	14,1	26,8	41,0	6,2	6,3	10,7	14,7	9,4	
Schweiz ^{b)}	19,4	17,9	17,2	20,3	5,7	5,9	4,4	4,4	5,6	

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

^{b)} nicht saisonbereinigt

Die Ergebnisse des monatlichen Konjunkturtests der KOF/ETH fielen im ersten Quartal etwas günstiger als in den Vorquartalen aus. Der Indikator «Geschäftsgang in der Industrie insgesamt» verbesserte sich leicht, nachdem er seit dem ersten Quartal 1996 auf sehr tiefem Niveau seitwärts tendiert hatte. Diese Entwicklung ist auf den leichten Aufwärtstrend des Indikators «Geschäftsgang der binnenorientierten Unternehmen» zurückzuführen, während die Erholung des Geschäftsgangs der exportorientierten Unternehmen ins Stocken geriet. In beiden Kategorien lag der Indikator immer noch deutlich im negativen Bereich. Die Abnahme der Produktion und des Bestellungseingangs schwächte sich in der binnenorientierten Industrie im Vorjahresvergleich ab. Gegenüber der Vorperiode nahmen die Bestellungen sogar etwas zu. Die überwiegende Mehrzahl der befragten Unternehmen stufte jedoch den Auftragsbestand nach wie vor als zu klein und die Lagerbestände an Fertigprodukten als zu gross ein. Bei den Unternehmen mit hohem Exportanteil lag der Bestellungseingang im ersten Quartal über dem Vorjahresniveau. Die Auftragsbestände wurden zwar etwas positiver beurteilt als im vierten Quartal, doch gelten sie immer noch als deutlich zu klein. Der Auslastungsgrad der technischen

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie*

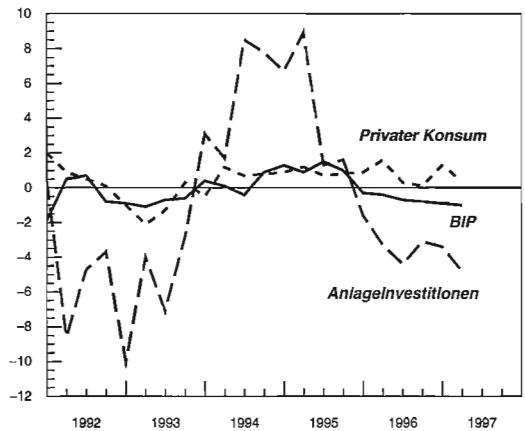


Geglättet, total und nach Exportanteilen

* 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

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt*



* Veränderung in Prozent gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: BfK

Kapazitäten stieg saisonbereinigt leicht an auf 83,6% (4. Quartal 1996: 83,1%). Dies dürfte vor allem auf die restrukturierungsbedingte Auscheidung von alten Produktionsanlagen zurückzuführen sein. Auf Branchenebene meldeten die Metall-, die Textil-, die Bekleidungs-, die Uhren- und die Holzindustrie eine deutliche Zunahme des durchschnittlichen Auslastungsgrades. Die übrigen Branchen verzeichneten keine nennenswerte Änderung der Kapazitätsauslastung.

Die bis anhin stark auseinanderklaffenden Zukunftserwartungen der binnen- und exportorientierten Unternehmen glichen sich etwas an. Beide Gruppen rechnen in den kommenden Monaten mit steigenden Bestellungen. Während die inländorientierten Unternehmen infolge der immer noch stark überhöhten Lager an Fertigprodukten keine Ausweitung der Produktion planen, dürfte die Produktion bei den exportorientierten Unternehmen steigen. Darauf deutet insbesondere die wachsende Nachfrage nach Vorprodukten hin.

Das von der KOF/ETH berechnete Konjunkturbarometer (ohne Aktienindex) nahm im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode erneut leicht zu. Die Aussichten für eine leichte konjunkturelle Belebung gegen Ende des laufenden Jahres bleiben damit intakt. Zum Wachstum trug vor allem der leichte Anstieg des Manpowerindex der of-

fenen Stellen bei. Bremsend wirkten die rückläufigen Zuwachsraten der realen Geldmenge M_1 . Die übrigen Komponenten (Beschäftigungsaussichten in der Industrie, Bauindikator und Arbeitsvorrat in der Maschinenindustrie) blieben im Vergleich zum Vorquartal unverändert. Im März lag das Barometer um 0,8% über dem Vorjahresstand.

Konsum

Die Ende 1996 festgestellte leichte Belebung des privaten Konsums setzte sich im ersten Quartal 1997 fort. Die realen Konsumausgaben nahmen gegenüber der Vorperiode zu und übertrafen das Vorjahresniveau um 0,4%.

Die realen Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag erhöhten sich saisonbereinigt. Im Vorjahresvergleich stiegen sie um 1,8%, nachdem sie im vierten Quartal noch um 1,6% abgenommen hatten. Die Verkäufe von Nahrungsmitteln sowie von Textil- und Bekleidungsartikeln nahmen überdurchschnittlich stark zu. Die leichte Erhöhung der Umsätze bei den dauerhaften Konsumgütern ist vor allem auf vermehrte Verkäufe von Personewagen zurückzuführen. Im Dienstleistungsbe- reich stieg die Anzahl der Hotelübernachtungen

inländischer Gäste zum erstenmal seit dem vier- ten Quartal 1994. Sie lagen um 1,6% höher als vor Jahresfrist.

Gemäss der monatlichen Umfrage der KOF/ETH erwarten die Detaillisten eine deutliche Verbesserung des Geschäftsganges in den nächsten sechs Monaten. Laut der im April durchgeführten Umfrage des Bundesamtes für Konjunkturfragen verbesserte sich der Konsumentenstimmungsindex weiter. Die Haushalte beurteilten die Sicherheit der Arbeitsplätze deutlich weniger negativ.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen nahmen im ersten Quar- tal saisonbereinigt ab. Sie lagen damit um 4,8% unter ihrem Vorjahresniveau.

Der Schrumpfungsprozess im Bausektor, der bereits zwei Jahre andauert, setzte sich fort. Die offenen Baukredite bildeten sich gegenüber dem Vorjahr nochmals um 17,2% zurück. Die Zementlieferungen sanken innert Jahresfrist um 5,5% (4. Quartal: -13,1%). Die Bauinvestitionen lagen im ersten Quartal 1997 um 8,7% unter ihrem Vorjahresstand.

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1993	1994	1995	1996	1997					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Importe von Investitionsgütern, real	-4,1	13,6	17,9	1,5	16,7	1,6	-1,1	7,3	-1,8	-2,7
Auftragseingang Maschinenindustrie aus dem Inland, nominal	-8,1	3,5	-7,0	-7,1	-20,1	-17,4	-3,4	-5,7	-1,7	-13,5
Zementlieferungen, real	-5,5	8,6	-7,8	-11,9	-10,9	-14,2	-11,3	-9,1	-13,1	-5,5
Offene Baukredite, nominal	-13,5	7,6	-5,3	-16,3	-9,0	-13,1	-13,8	-19,4	-18,9	-16,8
Auftragseingang im Bauhauptgewerbe, nominal, Total	5,9	5,0	-1,9	-16,6	-3,8	-15,0	-20,3	-13,9	-17,1	2,8
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal, Total	-3,4	-5,8	-1,0	-16,6	-1,0	-10,2	-15,8	-18,4	-21,8	-9,3
Bauteuerung ¹	3,4	1,5	2,7	0,8	2,4	1,0	0,7	0,7	0,9	0,1

¹ Produktionskostenindex Sparte 1 des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV)

Quellen: BFS, Eidgenössische Oberzolldirektion, SBV, Verein Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM)

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode²)

	1993 ^{a)}	1994 ^{a)}	1995 ^{a)}	1996 ^{a)}	1996 ^{a)}					1997
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Reale Ausfuhr	0,6	4,9	4,2	2,1	0,2	3,1	2,9	2,4	1,7	-1,6
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-1,7	9,4	0,4	1,8	-5,7	-2,3	-1,1	4,0	8,8	2,0
Investitionsgüter	-2,2	5,7	7,3	2,7	4,8	4,6	4,9	4,5	-1,1	-1,3
Konsumgüter	5,6	0,6	4,5	1,6	0,2	6,3	4,0	-1,1	-0,4	-5,1
Ausfuhrpreise	0,0	-0,7	-2,1	0,3	-1,6	-0,7	-1,0	-0,4	1,5	5,1
Reale Einfuhr	-1,2	9,4	6,5	1,5	3,6	2,6	-0,9	3,4	0,9	0,9
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-1,3	10,9	2,8	-2,4	-4,7	-1,8	-6,7	-0,5	-0,1	1,0
Investitionsgüter	-4,1	13,6	17,9	1,7	16,7	1,7	-0,6	7,3	-1,8	-2,7
Konsumgüter	1,5	6,4	2,9	4,2	2,4	6,4	3,8	4,0	2,5	-3,5
Einfuhrpreise	-2,2	-4,8	-2,3	-0,2	-2,8	-0,9	0,6	-1,1	0,8	6,1

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

² nicht arbeitstagbereinigt

^{a)} revidiert

Quelle: Eidgenössische Oberzoldirektion

Gemäss den Indikatoren des monatlichen Konjunkturtests und des vierteljährlichen Bautests der KOF/ETH dürfte sich der negative Trend im Bausektor allmählich abschwächen. In der Zulieferindustrie Steine und Erden verringerten sich die Auftragsbestände weniger stark als im Vorquartal. Der Indikator Geschäftsgang verbesserte sich leicht, wenn auch auf sehr tiefem Niveau. Die Bautätigkeit im Bauhauptgewerbe nahm innert Jahresfrist erneut ab. Der Rückgang war aber weniger ausgeprägt als in den vorangegangenen Quartalen. Der Arbeitsvorrat erhöhte sich auf 3,3 Monate (1. Quartal 1996: 3,1 Monate). Während im Hochbau die Auftragsbestände und die Geschäftslage deutlich weniger pessimistisch beurteilt wurden, verbesserte sich die Lage im Tiefbau kaum. Die Verlagerung der Bautätigkeit weg vom Neubau in die Bereiche Umbau und Renovationen setzte sich in beiden Sparten fort. Für die nächsten Monate erwarten die Bauunternehmer sowohl im Hoch- als auch im Tiefbau eine Abschwächung der rezessiven Entwicklung. Sie rechnen jedoch mit anhaltenden Preissenkungen und planen einen weiteren, wenn auch verlangsamt, Stellenabbau.

Das vom Bundesrat vorgeschlagene und vom Parlament in der Sondersession im April verabschiedete Investitionsprogramm könnte den öffentlichen Bau bereits im Jahre 1997 etwas beleben. Im Bereich Bauwirtschaft sieht das Programm Mehrausgaben in der Höhe von knapp

500 Mio. für den Unterhalt der Nationalstrassen, die Sanierung von Bundesbauten und für Beiträge an die Substanzerhaltung von Infrastrukturbauten der Kantone und Gemeinden vor.

Die Ausrüstungsinvestitionen sanken im ersten Quartal saisonbereinigt erneut. Sie lagen um 1,3% unter ihrem Vorjahreswert. Sowohl die Importe als auch die Binnenproduktion von Investitionsgütern nahmen ab. Gemäss der Quartalsumfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) bei seinen Mitgliedern schrumpften die Bestellungseingänge aus dem Inland gegenüber dem Vorjahresquartal stark. Im vierten Quartal 1996 waren sie nur leicht gesunken.

Aussenhandel

Der Aussenhandel belebte sich im ersten Quartal. Dies kommt allerdings nur in den arbeitstagbereinigten Zahlen zum Ausdruck. Die realen Güterexporte nahmen saison- und arbeitstagbereinigt deutlich zu, nachdem sie im Vorquartal gesunken waren. Im Vorjahresvergleich stiegen sie um knapp 3,5% (4. Quartal 1996: +1,7%). Die Ausfuhren von Rohstoff- und Halbfabrikaten erhöhten sich mit 7% überdurchschnittlich stark. Die Lieferungen von Investitionsgütern wuchsen um 3,5%, während jene von Konsumgütern stagnierten. Tabelle 3 weist die Veränderungsdaten der offiziellen Aussenhandelszahlen aus. Da sie nicht arbeits-

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹ (in Milliarden Franken)

	1994 ^{a)}	1995 ^{b)}	1996 ^{c)}	1995 ^{b)} 1996 ^{c)}					1997 ^{c)}	
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.		1. Q.
Einnahmen										
Warenexporte	99,4	99,8	102,2	26,2	25,1	25,5	24,6	27,1	26,4	
Spezialhandel (Total 2)	95,8	96,2	98,6	25,3	24,2	24,6	23,7	26,1	25,5	
Dienstleistungsexporte	31,4	30,9	31,7	6,4	8,4	7,6	9,0	6,7	8,6	
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	36,7	37,4	37,7	9,5	8,7	9,2	9,4	10,4	10,3	
Laufende Übertragungen aus dem Ausland	3,5	3,5	3,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	
Total Einnahmen	171,0	171,6	175,2	43,0	43,1	43,2	43,8	45,1	46,2	
Ausgaben										
Warenimporte	97,2	98,8	101,3	25,4	25,5	25,5	24,2	26,1	27,4	
Spezialhandel (Total 2)	92,6	94,5	96,7	24,2	24,3	24,4	23,1	24,9	26,1	
Dienstleistungsimporte	15,3	16,0	16,7	3,3	2,8	4,3	6,1	3,5	2,8	
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	25,9	23,4	23,7	5,7	5,6	5,8	6,0	6,3	6,4	
Laufende Übertragungen an das Ausland	8,2	8,4	8,5	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1	
Total Ausgaben	146,5	146,6	150,2	36,5	36,1	37,7	38,4	38,0	38,6	
Saldi										
Waren	2,2	1,0	1,0	0,8	-0,4	-0,0	0,4	1,0	-0,9	
Spezialhandel (Total 2)	3,2	1,8	1,9	1,0	-0,1	0,2	0,6	1,2	-0,7	
Dienste	16,1	14,9	15,0	3,1	5,6	3,3	2,9	3,2	5,8	
Arbeits- und Kapitaleinkommen	10,8	13,9	14,0	3,8	3,1	3,4	3,4	4,1	3,9	
Laufende Übertragungen	-4,7	-4,9	-4,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2	
Saldo der Ertragsbilanz	24,4	25,0	25,1	6,6	7,1	5,4	5,4	7,2	7,6	

¹ Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

a) revidiert

b) provisorisch

c) Schätzung

tagbereinigt sind, liegen sie ungefähr 5 Prozentpunkte tiefer.

Die Exporte der meisten wichtigen Industriebranchen nahmen gegenüber dem Vorjahr arbeitstagbereinigt deutlich zu. Bei der Maschinen- und Elektronikindustrie war der starke Zuwachs vor allem auf vermehrte Ausfuhren von Industriemaschinen zurückzuführen. Die Ausfuhren von Präzisionsinstrumenten, von Nahrungs- und Genussmitteln sowie von Textilerzeugnissen lagen wieder über dem Vorjahresniveau, nachdem sie in der Vorperiode gesunken waren. Die Exporte der Papier- und graphischen Industrie expandierten ebenfalls stärker. Dagegen verloren die Exporte der chemischen Industrie an Schwung. Dies war vor allem auf die stagnierenden bzw. sinkenden Ausfuhren von Pharma- und agrochemischen Produkten zurückzuführen. Der Rückgang der Ausfuhren bei der Uhrenindustrie ist hauptsächlich auf eine starke Sortimentsverschiebung zum

Luxussegment zurückzuführen und wird dadurch überschätzt.

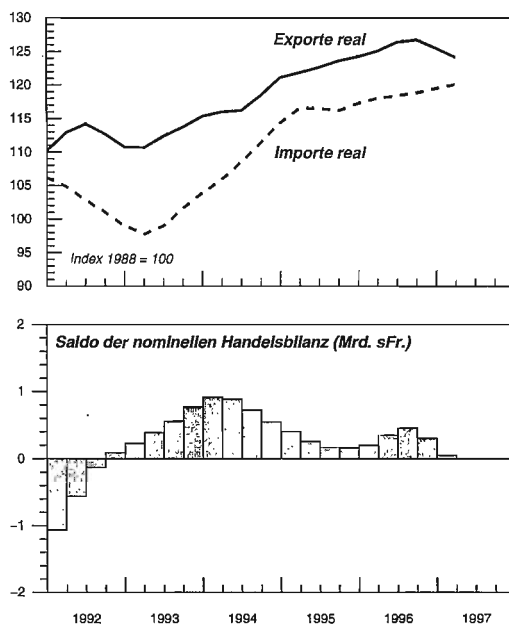
Nach Absatzmärkten gegliedert erhöhten sich die nominellen Exporte nach Europa, in die Vereinigten Staaten sowie in die Schwellenländer kräftig, während jene nach Japan und in die nichtölexportierenden Entwicklungsländer stagnierten. Die höheren Exporte nach Europa waren vor allem auf vermehrte Ausfuhren nach Deutschland, Italien und in die Benelux-Länder zurückzuführen. Die Exporte nach Frankreich stiegen leicht, nachdem sie in der Vorperiode stagniert hatten. Trotz der markanten Höherbewertung des Pfundes und der günstigen konjunkturellen Lage schwächte sich das Wachstum der Ausfuhren nach Grossbritannien ab. Die Lieferungen nach Spanien, Portugal und Griechenland expandierten hingegen mit zweistelligen Wachstumsraten. Teilweise bedingt durch die Erstarkung des Dollars wuchsen die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten noch stärker

als in der Vorperiode. Sie lagen arbeitstagbereinigt um knapp 17% über dem Vorjahresniveau. Auch die Verkäufe nach Zentraleuropa und in die asiatischen Schwellenländer erhöhten sich kräftig.

Die realen Einfuhren stiegen im ersten Quartal arbeitstag- und saisonbereinigt deutlich. Gegenüber dem Vorjahr nahmen sie um knapp 6% zu (4. Quartal 1996: 0,9%). Etwa ein Drittel dieses Zuwachses ist auf die Inkraftsetzung des neuen Mineralölsteuergesetzes zurückzuführen. Die bisher zollfrei oder -begünstigt gelagerten Mineralöle sind gemäss den Übergangsbestimmungen restlos dem Monat Januar zuzuschreiben. Die Einfuhren von Grundstoffen und Halbfabrikaten nahmen um 6% zu, nachdem sie in der Vorperiode stagniert hatten. Vermehrt importiert wurden vor allem Chemikalien, Metalle, Kunststoffe und Papier. Die Einfuhren von Investitionsgütern übertrafen ihr Vorjahresniveau um knapp 2,3% (4. Quartal 1996: -1,8%). Nach dem Rückgang in der Vorperiode wurden wieder vermehrt Industriemaschinen eingeführt. Noch stärker nahmen indessen die Einfuhren von Maschinen und Geräten des Dienstleistungsgewerbes zu. Bedingt durch die sinkenden Importe von Personenwagen und pharmazeutischen Produkten stiegen die Einfuhren von Konsumgütern nur leicht.

Gemessen am Mittelwert erhöhten sich die Ausfuhrpreise um 5,1% und die Importpreise um 6,1%.

Graphik 11: Aussenhandel*



* Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

Der kräftige Anstieg der Aussenhandelspreise ist teilweise auf die Abschwächung des Schweizer Frankens zurückzuführen. Sortimentsverschiebungen – insbesondere bei den Konsumgütern – dürften den Anstieg indessen etwas überzeichnen.

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1994	1995	1996	1995		1997							
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	-1,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,1	-0,4	-1,0	-0,8					
Vollzeitbeschäftigte ¹	-2,2	-1,3	-1,2	-1,4	-1,3	-0,8	-1,3	-1,3					
Arbeitslosenquote ^{2, 3}	4,7	4,2	4,7	4,2	4,6	4,5	4,5	5,1	5,7	5,7	5,7	5,6	5,5
Arbeitslose ³	171 038	153 316	168 630	151 860	165 354	162 164	163 900	183 101	204 666	205 501	206 291	202 207	197 732
Kurzarbeiter ³	22 600	9 917	13 060	9 756	17 055	15 655	6 942	12 585	14 809	14 948	16 252	13 227	9 410
Gemeldete offene Stellen ³	5 224	5 401	5 605	4 406	5 294	6 338	5 773	5 017	7 381	5 794	7 508	8 842	9 861

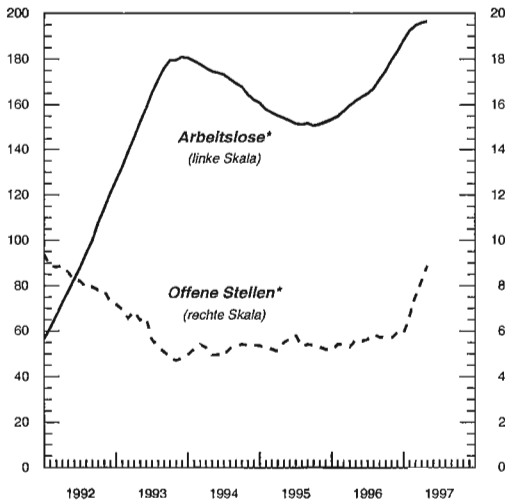
¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten.

Quellen: BIGA, BfS

Grafik 12: Arbeitsmarkt



* In Tausend, saison- und extremwertbereinigt

Quelle: BIGA

Die nominellen Einfuhren nahmen im ersten Quartal im Vorjahresvergleich stärker zu als die Ausfuhren. Der starke Anstieg der Importe ist auf den Sondereffekt Mineralöl zurückzuführen. Das Handelsbilanzdefizit erhöhte sich dadurch um 0,6 Mrd. auf 0,7 Mrd. Franken. Der Überschuss der Dienstleistungsbilanz stieg um 0,2 Mrd. auf 5,8 Mrd. Franken. Die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr erhöhten sich gegenüber der Vorjahresperiode leicht, während die Bankkommissionen erneut kräftig zunahmen. Der Überschuss in der Bilanz der Arbeits- und Kapitaleinkommen stieg wegen höheren Erträgen auf Devisen- und Portfolioanlagen gegenüber dem Vorjahresquartal um 0,8 Mrd. auf 3,9 Mrd. Franken. Der Aktivsaldo der Ertragsbilanz erhöhte sich im Vergleich zur Vorjahresperiode um 0,5 Mrd. auf 7,6 Mrd. Franken.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Zahl der Beschäftigten lag im ersten Quartal um 1% unter dem Vorjahresniveau. Wegen einer Umstellung in der Statistik sind die Angaben indessen noch provisorisch und mit früheren Werten nicht vergleichbar.

Der saisonbereinigte Manpower-Stellenindex zog im März leicht an. Im Durchschnitt des ersten

Quartals war er jedoch weiterhin leicht rückläufig. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen nahm zum ersten Mal seit Anfang der neunziger Jahre stark zu. Im ersten Quartal wurden 7500 offene Stellen gemeldet, gegenüber 5900 in der Vorperiode.

Die Zahl der Arbeitslosen stieg von Dezember bis März saisonbereinigt um 7700 auf 196 000 Personen. Damit erreichte die Arbeitslosenquote 5,4%, verglichen mit 4,4% im Vorjahr. Sie nahm in der deutschen Schweiz stärker zu als im Tessin und in der Westschweiz. In der deutschen Schweiz betrug die Arbeitslosenquote 4,7%, in der Westschweiz 7,2% und im Tessin durchschnittlich 7,9%. Nach Dauer der Arbeitslosigkeit gegliedert, stieg die Zahl der Arbeitslosen in allen drei Kategorien (bis 6 Monate, zwischen 6 und 12 Monaten und über 12 Monate). Die Anzahl der erst seit kurzem Arbeitslosen nahm indessen weniger stark zu als in der Vorperiode.

Im April waren 195 000 Personen ohne Arbeit. Damit blieb die Arbeitslosenquote saisonbereinigt bei 5,4%. Die Zahl der gemeldeten offenen Stellen erhöhte sich nochmals stark.

Die Zahl der von Kurzarbeit betroffenen Personen sank im ersten Quartal von 13 500 auf 10 300. Damit war sie um 1 500 tiefer als im Vorjahr. Der Bausektor war weiterhin der am stärksten betroffene Sektor.

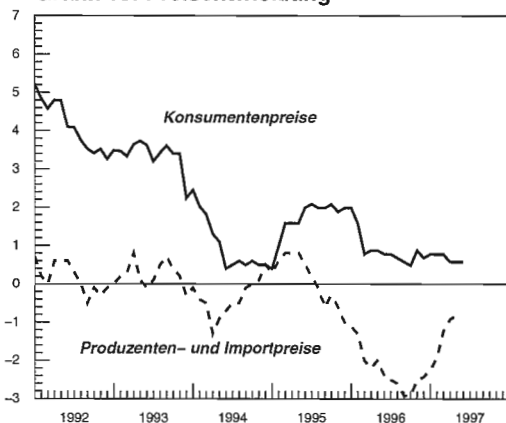
Preise

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung bildete sich im ersten Quartal um 0,1 Prozentpunkte auf durchschnittlich 0,7% zurück. Im Mai lag sie bei 0,6%.

Während der Preisanstieg bei den Waren im ersten Quartal unverändert 0,7% betrug, schwächte er sich bei den Dienstleistungen leicht von 0,8% auf 0,7% ab. Diese Entwicklung war auf die rückläufige Teuerung bei den öffentlichen Dienstleistungen zurückzuführen.

Die Teuerung bei den inländischen Gütern (Waren und Dienstleistungen) verharrte im ersten Quartal bei 0,7%. Bei den ausländischen Gütern beschleunigte sie sich von -0,2% im September

Grafik 13: Preisentwicklung*



* Veränderung in Prozent gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: BfS

1996 auf 1,3% im Februar. Dazu trugen einerseits der markante Preisanstieg beim Erdöl, andererseits die Abschwächung des Schweizer Frankens bei. Infolge der wieder sinkenden Erdölpreise fiel die Teuerung der Auslandgüter im März auf 0,2%. Sie lag damit im ersten Quartal mit 0,9% leicht tiefer als in der Vorperiode.

Der Rückgang des Preisindex des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) schwächte sich im ersten Quartal deutlich ab. Er lag noch um 1,3% unter seinem Vorjahresniveau, nach einer Abnahme von 2,3% im Jahre 1996. Sowohl die importierten als auch die binnenproduzierten Güter verbilligten sich weniger stark als im Vorquartal. Die Produzentenpreise sanken in der Jahresfrist um 1,5%, wobei sich fast alle Produktgruppen leicht verbilligten. Der Importpreisindex bildete sich im ersten Quartal um 0,9% zurück. Markante Preiserhöhungen verzeichneten nur die Mineralöl- und die landwirtschaftlichen Produkte.

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in Prozent ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in Prozent ²	NBGM ^{1,3}	SBNBGM ^{1,4}	Veränderung in Prozent ²	Veränderung in Prozent ⁶
1992	26 467	0,1	2 553	-9,9	29 020	29 056	-0,7	-1,0
1993	26 871	1,5	2 654	4,0	29 525	29 498	1,5	2,8
1994	27 369	1,9	2 681	1,0	30 051	30 070	1,9	0,6
1995 ⁵	27 573	0,7	2 574	-0,2	30 147	30 129	0,5	1,4
1996 ⁵	28 221	2,4	2 936	14,1	31 157	31 185	3,5	5,0
1996 ⁵ 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
1997 ⁵ 1. Q.	29 342	4,2	3 453	30,5	32 795	32 481	6,0 ^P	9,2 ^P
1996 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 ⁵ Jan.	29 870	4,7	3 289	27,1	33 159	32 350 ^P	5,9 ^P	11,4 ^P
Feb.	29 027	4,0	3 320	26,6	32 347	32 379 ^P	5,4 ^P	7,9 ^P
März	29 128	4,1	3 750	37,4	32 878	32 714 ^P	6,7 ^P	9,2 ^P
April	28 929	3,1	3 565	32,2	32 494	32 559 ^P	5,6 ^P	6,1 ^P
Mai	28 925	3,0	3 729	32,9	32 654	32 851 ^P	5,6 ^P	6,9 ^P

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

² Gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

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

⁵ 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 Veränderungsrate ab 1995 wurden auf der Basis bereinigter Werte berechnet, die im Monatsbericht Nr. 2/1995 veröffentlicht wurden.

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

^P provisorisch

2. Monetärer Bereich

Geldpolitik und Geldaggregate

Die Nationalbank war auch im ersten Quartal 1997 bestrebt, die Banken grosszügig mit Liquidität zu versorgen und die kurzfristigen Zinssätze tief zu halten. Sie setzte damit die im Jahre 1996 verfolgte Geldpolitik fort.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im Durchschnitt des ersten Quartals 32,5 Mrd. Franken und lag damit um 6% über dem Vorjahresstand. Gegenüber dem vierten Quartal 1996 betrug der Zuwachs 2,2% (auf das Jahr hochgerechnet 9,2%). Die kräftige Zunahme liess die Notenbankgeldmenge deutlich über den mittelfristigen Zielpfad hinauswachsen. Im ersten Quartal betrug der Abstand 3,5%.

Der Anstieg der Notenbankgeldmenge gegenüber dem Vorquartal fiel stärker als erwartet aus. Die Prognose der Nationalbank von 31,8 Mrd. Franken wurde um 0,7 Mrd. Franken übertroffen. Dies war hauptsächlich auf den unerwartet starken An-

Tabelle 7: Geldaggregate¹ (Definition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
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 ^P	11,9	12,2	7,2
1996 2. Q. ^P	12,9	14,2	7,4
1996 3. Q. ^P	11,2	10,9	7,4
1996 4. Q. ^P	10,2	9,1	7,8
1997 1. Q. ^P	9,7	6,5	7,2
1996 Sept. ^P	11,9	11,3	7,6
1996 Okt. ^P	10,3	10,0	7,3
1996 Nov. ^P	9,7	8,6	8,0
1996 Dez. ^P	9,7	7,9	7,0
1997 Jan. ^P	11,1	7,5	7,4
1997 Feb. ^P	11,0	7,1	8,1
1997 März ^P	7,0	4,9	5,9
1997 April ^P	8,3	5,4	6,1
1997 Mai ^P	12,3	8,2	6,7

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

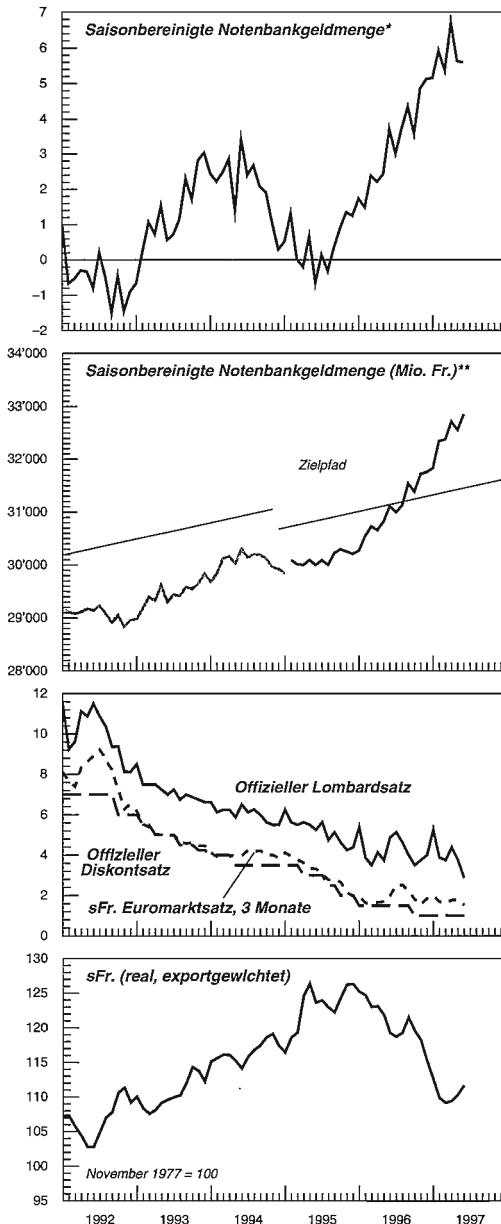
^P provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen + Transaktionskonti

M₂ = M₁ + Spareinlagen

M₃ = M₂ + Termineinlagen

Grafik 14: Schweiz



* Veränderung in Prozent gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

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

stieg des Notenumlaufs zurückzuführen. Er lag im ersten Quartal um 4,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die zweite Komponente der Notenbankgeldmenge, die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank, lag im ersten Quartal um 30,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Giro Guthaben machen weniger als 10% der Notenbankgeldmenge aus und schwanken erfahrungsgemäss deutlich stärker als die Notenbankgeldmenge.

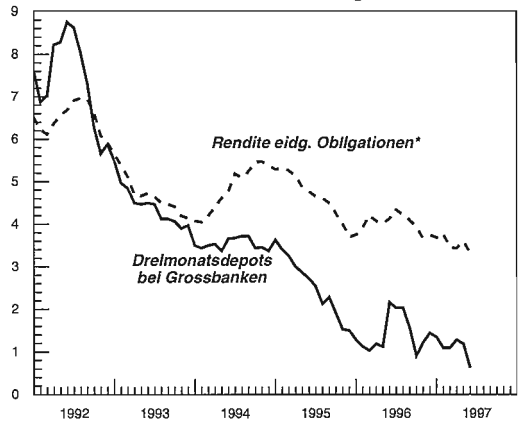
Die Gründe für den massiven Anstieg des Notenumlaufs sind nicht klar. Die Nachfrage nach dem grössten Notenabschnitt (1000-Franken-Noten) nahm überdurchschnittlich stark zu. Diese Entwicklung steht nicht im Zusammenhang mit dem Konjunktur- und Zinsverlauf. Die Nachfrage nach den kleineren Notenabschnitten, die im allgemeinen enger mit der Konjunktorentwicklung verknüpft ist, stieg nur mässig. Gemessen am Anstieg der Notenbankgeldmenge wird der Expansionsgrad der Geldpolitik im ersten Quartal stark überzeichnet.

Der Verlauf der Geldaggregate M_1 , M_2 und M_3 bestätigt das Bild einer lockeren Geldpolitik. Die Geldmenge M_1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen, Transaktionskonti) übertraf im ersten Quartal ihren Vorjahresstand um 9,7%. M_2 , das sich aus M_1 und den Spareinlagen zusammensetzt, legte innert Jahresfrist um 6,5% zu, während M_3 , das zusätzlich die Termineinlagen einschliesst um 7,2% zunahm. Die verhältnismässig ruhige Situation bei den kurzfristigen Zinssätzen trug dazu bei, dass sich die verschiedenen Geldaggregate recht gleichmässig entwickelten. Dies lässt sich nicht nur an den Jahreswachstumsraten ablesen, sondern auch an den saisonbereinigten Veränderungen der drei Geldaggregate gegenüber der Vorperiode (3,2%, 2,2% bzw. 2,2% nicht annualisiert).

Geldmarkt

Die Frankensätze am Geldmarkt bildeten sich nach Jahresbeginn vorerst leicht zurück. Sie stiegen aber im März aufgrund von Anspannungen am Geldmarkt und der leichten Verschärfung der amerikanischen Geldpolitik wieder. Im Vergleich zur Vorperiode erhöhte sich der Tagesgeldsatz

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

im ersten Quartal um durchschnittlich 0,1 Prozentpunkte auf 1,7%. Die Sätze für dreimonatige Eurofrankeneinlagen sanken dagegen um 0,1 Prozentpunkte auf 1,7% und für Depots bei Grossbanken um 0,2 Prozentpunkte auf 1,1%, während sich die Emissionsrendite für eidgenössische Geldmarktbuchforderungen (gemessen an der jeweils letzten Auktion des Monats) um 0,2 Prozentpunkte auf 1,6% erhöhte. Nachdem sich der Tagesgeldsatz bereits im April auf 1,4% ermässigt hatte, sank er bis Ende Mai aufgrund der starken Liquiditätsausweitung unter die 1%-Marke. Gleichzeitig fiel der dreimonatige Eurofrankensatz auf rund 1,1%.

Die Zinsdifferenzen am Euromarkt zwischen dreimonatigen D-Mark bzw. Dollareinlagen einerseits und Frankeneinlagen andererseits weiteten sich im ersten Quartal vorerst nur geringfügig aus. Für D-Mark-Anlagen stieg die Zinsdifferenz von 1,3 Prozentpunkten im vierten Quartal 1996 auf 1,4 Prozentpunkte, für Dollaranlagen von 3,6 auf 3,7 Prozentpunkte. Bis Ende Mai stieg die Differenz allerdings auf 2,0 bzw. 4,6% an.

Devisenmarkt

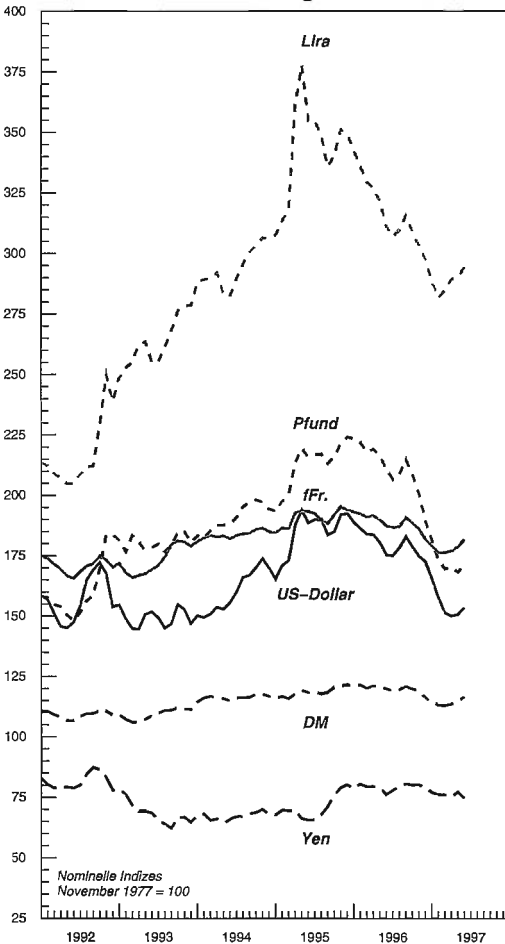
Nach dem starken Rückgang im vierten Quartal schwächte sich der nominelle, exportgewichtete Wechselkurs des Frankens von Januar bis April

nur noch leicht ab. Im April lag der Franken gegenüber dem Dollar mit 1,46 Franken um 9,4% tiefer als im Januar. Gegenüber dem britischen Pfund schloss er um 4,5% schwächer als im Januar. In der ersten Maihälfte gewann er indessen gegenüber beiden Währungen wieder deutlich an Wert. Im Vergleich zur D-Mark und den anderen am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen festigte sich der Franken leicht. Mitte Mai wurde er mit 84,35 Franken pro 100 DM um 3,2% höher als im Januar gehandelt. Gegenüber dem französischen Franc und der italienischen Lira legte er um 3,1% bzw. 3,8% an Wert zu. Dagegen bildete sich der Franken gegenüber

dem japanischen Yen im gleichen Zeitraum um 3,4% zurück.

Der exportgewichtete, reale Wechselkurs des Frankens ging von Januar bis April nicht mehr weiter zurück. Im April lag er um 11,2% unter seinem Vorjahreswert (4. Quartal 1996: -8,3%). Gegenüber der D-Mark sank der reale Ausssenwert des Frankens um 6,9%; gegenüber dem französischen Franc um 8,5% und der italienischen Lira 15,2%. Gegenüber dem amerikanischen Dollar büsste der Franken im Vergleich zum Vorjahr sogar 18,7% an Wert ein. Am stärksten fiel die Abschwächung gegenüber dem britischen Pfund (-23,4%) aus. Gegenüber dem japanischen Yen verlor der Franken real 5% an Wert.

Grafik 16: Frankenurse in wichtigen Fremdwährungen



Kapitalmarkt und Zinsstruktur

Im Laufe der ersten fünf Monate des Jahres 1997 sanken die schweizerischen Kapitalmarktsätze. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen betrug Ende Mai noch knapp 3,3%, gegenüber 3,8% zu Beginn des Jahres. Die Renditedifferenz zwischen eidgenössischen Obligationen und dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft sank von 2,2 auf 1,7 Prozentpunkte. Die Zinskurve wurde somit deutlich flacher.

Die Sätze neuer Kassenobligationen der Kantonalbanken gingen von durchschnittlich 3,4% zu Jahresbeginn auf 3% Anfang Mai zurück. Die Sätze der Kantonalbanken auf neuen ersten Hypotheken mit variabler Verzinsung sanken gleichzeitig von 4,8% auf 4,5%. Die entsprechenden Sätze auf alten Hypotheken gaben dagegen nur geringfügig nach. Die Zinssätze auf gewöhnlichen Spareinlagen verminderten sich von Januar bis Mai von durchschnittlich 2,1 auf knapp 1,9%.

An der Börse Schweiz stieg der Swiss-Performance-Aktienindex im Laufe der ersten fünf Monate des Jahres um rund 30%.

Im ersten Quartal wurden Schweizer-Franken-Anleihen von insgesamt 16,8 Mrd. Franken zur Zeichnung aufgelegt. Das Anleihensvolumen lag damit nur geringfügig unter dem entsprechenden Vorjahresstand, nachdem es in den zwei voran-

Tabelle 8: Schweizerfranken-Anleihen¹ (in Milliarden Franken²)

	1996	1996				1997
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Total	57,7	16,9	14,1	16,1	10,6	16,8
Straights	47,2	14,6	11,0	13,4	8,2	13,6
Eigenkapitalbezogene Anleihen	7,9	1,7	2,5	2,3	1,4	1,4
Andere ³	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0	1,8
Total Inländische Schuldner						
Straights	22,0	5,4	5,5	6,6	4,5	6,0
Eigenkapitalbezogene Anleihen	0,9	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5
Andere ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	23,0	5,6	6,0	6,7	4,7	6,6
Total Ausländische Schuldner						
Straights	25,1	9,1	5,5	6,8	3,7	7,5
Eigenkapitalbezogene Anleihen	7,0	1,6	2,0	2,2	1,2	0,9
Andere ³	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0	1,8
Total	34,7	11,3	8,1	9,4	5,9	10,2

¹ Von den Banken gemeldete Geschäfte, nach Begebungsdatum

² Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

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

gegangenen Quartalen spürbar abgenommen hatte. Das Emissionsgeschäft war im Januar und Februar sehr lebhaft. Der Anstieg der Renditen im März verunsicherte jedoch die Marktteilnehmer und dämpfte die Emissionstätigkeit.

Im Inlandbereich nahm das Emissionsvolumen gegenüber dem Vorjahr um 18% zu. Das Volumen der gewöhnlichen Anleihen (Straights) stieg um 11%, jenes der eigenkapitalbezogenen Anleihen sogar um mehr als das Vierfache. Unter den eigenkapitalbezogenen Anleihen befanden sich ausschliesslich Wandelanleihen. Ihr Anteil am inländischen Emissionstotal nahm innert Jahresfrist von 2% auf 8% zu.

Im Gegensatz zur Entwicklung bei den Inländischen Schuldnern ging die Kapitalaufnahme ausländischer Schuldner weiter zurück (-9%). Sowohl die Emissionen gewöhnlicher (-18%) als auch eigenkapitalgebundener Anleihen fielen (-43%). Dagegen stieg das Emissionsvolumen bei den übrigen Anleihearten (Anleihen mit variablem Zinssatz, synthetische Obligationen und Anleihen mit nicht eigenkapitalbezogenen Optionen) wiederum massiv (+209%). Die variabel verzinslichen Anleihen erreichten mit einem Volumen von 1,7 Mrd. Franken den höchsten je gemessenen Quartalswert. Aufgrund der unterschiedlichen Entwicklung nahm der Anteil der Straights

am Gesamtbetrag ausländischer Anleihen innert Jahresfrist von 81% auf 73% ab. Der Anteil westeuropäischer Emittenten stieg von 51% im Vorjahr auf 60%, derjenige nordamerikanischer Schuldner von 17% auf 19%. Dagegen bildete sich der Anteil japanischer Schuldner deutlich von 16% auf 9% zurück, während jener der übrigen Ländergruppen insgesamt von 16% auf 12% sank.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der Banken erreichte am Ende des ersten Quartals 1630 Mrd. Franken und übertraf damit den Vorquartalswert um 10,5%, wobei ein Teil dieses Anstiegs auf Wechselkursveränderungen – insbesondere auf den höher bewerteten Dollar – zurückzuführen war. Im Vorjahresvergleich wuchs das Bilanzsummentotal um 20,3%.

Die Nettofinanzaktiva (flüssige Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) nahmen von Ende 1996 bis Ende März um 18,4% zu. Ende März hielten die Banken zwar weniger flüssige Mittel als drei Monate zuvor; bereinigt um den Jahresultimo ergab sich aber eine leichte Zunahme von 3%. Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen Mittel) belief

Tabelle 9: Bankbilanzen

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

	1992	1993	1994	1995	1996			1997	Stand (in Mrd. Fr.)
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	
Bilanzsumme	3,3	5,8	0,8	9,7	16,5	18,2	14,0	20,3	1 630,0
Netto-Finanzaktiva¹	15,8	12,3	3,8	32,4	38,1	25,2	25,0	33,9	275,0
Flüssige Mittel	-2,5	1,2	-6,2	1,4	1,7	14,7	17,3	17,4	11,4
Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.)	-7,1	-26,1	-26,2	-3,0	4,4	2,4	1,5	16,8	16,8
Wechsel und Geldmarktpapiere	16,0	1,3	12,2	19,9	34,1	35,3	8,1	14,4	57,7
Wertschriften	6,3	41,3	1,5	12,2	14,5	23,8	28,0	30,4	189,2
Kredite	1,9	1,6	0,6	-2,5	2,2	5,2	8,3	8,9	785,1
Inländische Kredite	1,7	0,9	2,4	2,4	3,8	3,2	2,7	1,7	591,6
Debitoren	0,3	-2,8	0,6	0,8	2,8	3,9	-1,6	-2,7	140,3
Bewilligte Baukredite	-5,8	-12,4	0,5	-13,2	-19,6	-19,9	-16,2	-14,6	21,7
Beanspruchte Baukredite	-0,8	-13,5	-4,3	-12,0	-21,8	-19,7	-16,0	-11,1	12,6
Hypotheken	3,5	1,8	3,9	3,4	4,9	3,2	4,3	3,3	427,9
Ausländische Kredite	2,6	4,0	-5,4	-19,7	-3,6	13,2	33,9	39,4	193,5
Kundengelder	3,2	2,4	2,0	0,6	7,3	8,3	11,8	14,3	835,2
Kreditoren auf Sicht	5,1	19,8	-4,9	6,8	19,9	24,4	19,9	18,8	129,9
Kreditoren auf Zeit	2,4	-8,3	6,8	-7,8	3,4	6,0	19,6	27,3	362,8
Spar- und Depositenkonti	7,4	21,5	4,8	12,1	14,0	11,5	8,0	5,3	279,2
Kassenobligationen	-2,0	-12,5	-11,4	-8,2	-13,0	-13,1	-13,8	-11,1	63,3
Obligationen und Pfandbriefe	5,7	5,7	2,6	8,4	5,8	3,3	5,4	8,2	99,2
Treuhandgelder	0,8	-10,8	-4,3	-7,9	9,4	14,6	21,5	23,9	326,2

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

sich in der Unterlegungsperiode vom 20. Februar 1997 bis zum 19. März 1997 auf 125% und entsprach damit dem Vorjahreswert.

Der Saldo im Interbankgeschäft betrug am Ende des ersten Quartals 16,8 Mrd. Franken. Das letzte Mal hatten die Banken im Herbst 1989 einen derart hohen Überschuss der Interbankguthaben über ihre Verpflichtungen ausgewiesen. In der Folge sanken die Interbankguthaben – vor allem gegenüber ausländischen Banken – und erreichten im Jahre 1994 einen Tiefstand von minus 32,1 Mrd. Franken. Die Banken stockten ihre Finanzaktiva im ersten Quartal 1997 auch in Form von Wechseln und Geldmarktpapieren (+10,9%) sowie Wertschriften (+14,3%) auf.

Die Kredite erhöhten sich von Januar bis März um 3,5%. Die Auslandskredite nahmen teilweise wechselkursbedingt innert Quartalsfrist um 13,4% zu. Das inländische Kreditvolumen, rund drei Viertel des Totals, wuchs dagegen nur leicht um 0,6%. Anders als im vierten Quartal 1996

wuchsen die Debitoren im ersten Quartal mit 1,5% stärker als die Hypothekarforderungen (+0,4%). Die Entwicklung der Baukredite widerspiegelt die nach wie vor schlechte Baukonjunktur: Das Volumen der bewilligten Kredite verringerte sich per Ende des ersten Quartals gegenüber der Vorperiode um 4%, die Beanspruchung von Baukrediten um 1,6%. Die offenen Limiten, d.h. die Differenz zwischen den Bewilligungen und Beanspruchungen, sanken um 7,1%.

Die Kundengelder der Banken erreichten Ende März 835,2 Mrd. Franken und lagen damit um 7,9% über dem Stand von Ende 1996. Auch diese Zunahme spiegelt teilweise die Höherbewertung des Dollars und anderer ausländischer Währungen. Die auf Franken lautenden Kundengelder nahmen lediglich um 3% zu. Im Gegensatz zum Vorquartal, in dem die Kreditoren auf Sicht leicht geschrumpft waren, wiesen die Banken per Ende des ersten Quartals eine Zunahme ihrer Sichtverbindlichkeiten von 11,3% aus. Auch die auf

Schweizer Franken lautenden Kreditoren auf Sicht wuchsen mit 9% deutlich. Die Kreditoren auf Zeit stiegen mit 13,7% noch etwas stärker als die Sichteinlagen, wobei der auf Schweizer Franken lautende Anteil nur um 5,1% wuchs. Die Einlagen auf Spar- und Depositenheften nahmen von Ende 1996 bis Ende März um 2,2% zu. Die Bestände an Kassenobligationen waren weiterhin rückläufig; sie nahmen im Vorquartalsvergleich um 3,2% ab. Dieser Rückgang wurde durch einen

Anstieg bei den übrigen Obligationen von 4,4% weitgehend ausgeglichen.

Die von den Banken verwalteten Treuhandgelder erreichten Ende März einen Stand von 326,2 Mrd. Franken, was im Vorquartalsvergleich einer Zunahme von 7,4% entspricht. Rund ein Fünftel der Treuhandgelder stammte aus dem Inland; fast alle Gelder wurden im Ausland plaziert.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 13 juin 1997*

A. Aperçu

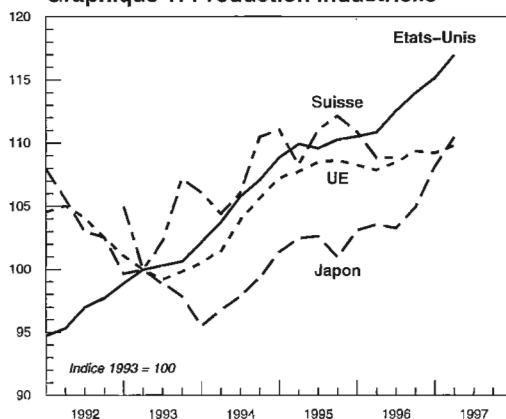
1. Etranger

Evolution de la conjoncture

Au premier trimestre de 1997, la croissance économique s'est renforcée dans la zone de l'OCDE. Elle a une fois de plus reposé sur une large assise aux Etats-Unis, alors que la forte demande de consommation a joué un rôle moteur au Royaume-Uni. L'amélioration de la conjoncture sur le continent européen s'est appuyée surtout sur les exportations. L'Allemagne et la France ont tiré profit de l'évolution dynamique du commerce mondial et de la revalorisation sensible du dollar. Ces deux pays ont en effet augmenté notablement leurs exportations. La consommation privée et les investissements ont toutefois continué à ne progresser que modestement. L'économie italienne n'a guère montré de signes de redémarrage, mais les entreprises ont de nouveau porté des jugements un peu plus optimistes sur les perspectives. Au Japon, la reprise de la conjoncture a retrouvé de la vigueur, après s'être quelque peu enlisée au cours de l'année dernière.

L'OCDE a révisé à la hausse ses prévisions de croissance pour 1997. Depuis, elle estime que le produit national brut réel des pays membres devrait augmenter de 2,8% en moyenne; en décembre 1996, elle tablait sur une progression de 2,4%. La révision a porté surtout sur les chiffres concernant les Etats-Unis et le Japon. La prévision de croissance pour les pays européens, soit

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et OFS

2,5%, n'est que faiblement supérieure au taux retenu six mois auparavant.

La bonne conjoncture dont les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont continué à bénéficier s'est accompagnée d'une nouvelle amélioration de l'emploi. Le taux de chômage a sensiblement diminué. Aux Etats-Unis, il est tombé à 4,9% en avril, sa valeur la plus faible depuis 1973. En Allemagne, en France et en Italie par contre, le taux de chômage a encore légèrement augmenté. En moyenne de l'UE, il s'est maintenu à son niveau élevé du quatrième trimestre de 1996, soit à 10,9%.

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement a quelque peu faibli dans la zone de l'OCDE. Abstraction faite de la Turquie et des nouveaux Etats membres¹, il s'inscrivait à 2,8% en mars, contre 3,3% en décembre 1996.

Politique économique

En mars, la Réserve fédérale américaine a porté de 5,25% à 5,5% le taux des fonds fédéraux pour contrer le danger croissant d'un retour de l'infla-

* Le rapport a été approuvé le 22 mai. 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.

¹ République tchèque, Hongrie, Pologne et Corée.

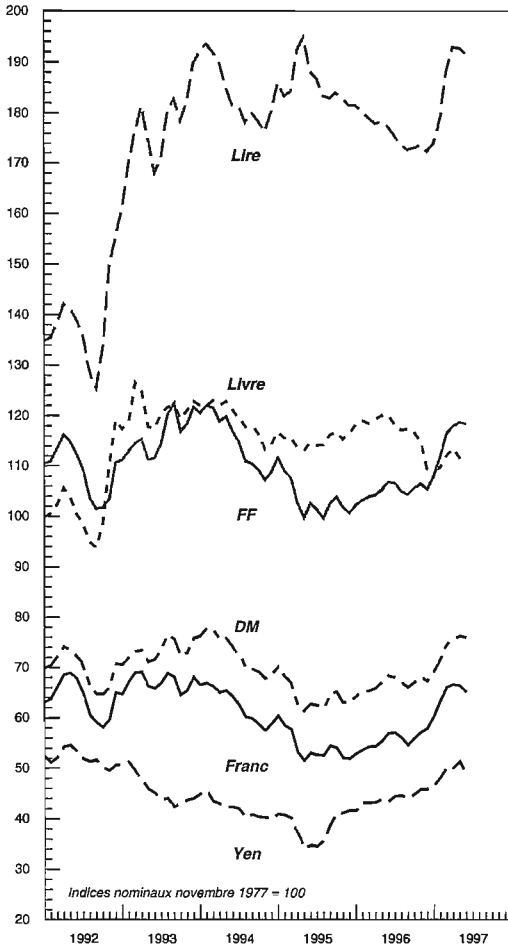
tion. Au début de mai, la Banque d'Angleterre a relevé à son tour d'un quart de point son taux directeur; elle l'avait déjà augmenté légèrement en octobre 1996 pour l'amener à 6%. Peu après son entrée en fonction au début de mai, le nouveau gouvernement britannique a rendu la Banque d'Angleterre autonome pour ce qui a trait à la conduite de la politique des taux d'intérêt. La Banque fédérale d'Allemagne et la Banque du Japon ont maintenu inchangée leur politique monétaire, alors que la Banque de France a encore réduit quelque peu le taux des appels d'offres. En revanche, la faible conjoncture et la décreue du ren-

chérissement ont incité la Banque d'Italie à abaisser fortement ses taux directeurs en janvier.

Au cours des premiers mois de l'année, les taux d'intérêt à long terme se sont légèrement redressés aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Ils ont en revanche continué à fléchir dans la plupart des pays d'Europe continentale.

La politique budgétaire des pays européens est restée marquée par les critères de convergence du traité de Maastricht. Le Parlement italien a voté une série de mesures budgétaires pour que le déficit public puisse être réduit à 3% du produit intérieur brut, comme cela avait été prévu.

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



Marchés des changes

Entre janvier et avril, le dollar a poursuivi son mouvement de hausse. Il a été stimulé par la croissance économique toujours vigoureuse aux Etats-Unis et par les écarts entre taux d'intérêt, les placements étant plus attrayants aux Etats-Unis qu'en Europe et au Japon. La monnaie américaine a toutefois faibli nettement dans la première quinzaine de mai. Entre janvier et avril, le dollar a repris 10% au mark allemand, 3% au yen japonais et 6,5% au franc suisse. Au premier trimestre, son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, dépassait de 5,7% le niveau observé un an auparavant.

En raison de la fermeté constante de la livre irlandaise, l'écart entre la plus forte et la plus faible des monnaies participant au mécanisme de change du SME s'élevait à 10%, au premier trimestre également. En février, la lire italienne est devenue la monnaie la plus faible du mécanisme, à la place du franc français. L'écart par rapport à la livre irlandaise s'est temporairement creusé pour atteindre 11%.

Le mark allemand a cédé du terrain face à la plupart des monnaies importantes. En avril, il valait 3,36 francs français, soit un cours qui n'avait plus été observé depuis 1993. La lire italienne, qui a subi elle aussi une tendance à la baisse, a été la seule monnaie vis-à-vis de laquelle le mark ne s'est pas effrité depuis le début de l'année. Au premier trimestre, le cours réel du mark, pondéré

par le commerce extérieur, était inférieur de 4,9% au niveau enregistré un an auparavant. Celui du franc français a diminué de 3,3%, alors que celui de la lire a augmenté de 5,7%.

Grâce à la conjoncture toujours favorable au Royaume-Uni, la livre sterling a continué à se raffermir face à la plupart des monnaies. A fin avril, elle valait 2,81 marks allemands, d'où une revalorisation de 6,9% depuis le début de l'année. La livre a ainsi retrouvé un niveau qu'elle n'avait plus atteint depuis sa sortie, en septembre 1992, du mécanisme de change du SME. Comme le dollar, la livre a cédé du terrain en mai. Son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, a augmenté de 16,5% entre le premier trimestre de 1996 et la période correspondante de 1997.

Face au dollar, le yen japonais a encore subi des pressions à la baisse au premier trimestre. En avril, le dollar s'échangeait à 127 yens; il s'agissait, pour le yen, du cours le plus bas depuis plusieurs années. La monnaie japonaise s'est toutefois vigoureusement redressée en mai. Au premier trimestre, le cours réel du yen, pondéré par le commerce extérieur, était inférieur de 11,3% à son niveau des trois premiers mois de 1996.

Intégration européenne

L'Institut monétaire européen (IME) a présenté un nouveau rapport sur la future politique monétaire européenne. La Banque centrale européenne (BCE) devra choisir entre deux stratégies qui sont fondées l'une sur le ciblage monétaire et l'autre sur le ciblage d'un taux d'inflation. Selon l'IME, ces deux stratégies comportent des avantages et des inconvénients. Quelle que soit la stratégie choisie, il faudra tenir compte de cinq éléments. Premièrement, la BCE devra, pour accroître la transparence et la crédibilité de sa politique monétaire, définir ce qu'elle entend par stabilité des prix. Deuxièmement, elle devra publier des objectifs pour que le public puisse évaluer ses résultats; ces objectifs serviront également à expliquer la politique monétaire au public. Troisièmement, la BCE devra recourir à une large gamme d'indicateurs pour déceler les risques pesant sur la stabilité des prix. Quatrièmement, la BCE devra, en formulant sa politique, attribuer un

rôle particulier aux agrégats monétaires. Enfin, il faudra qu'elle développe des outils pour faire des prévisions portant sur l'inflation et d'autres importantes variables économiques.

Coopération monétaire internationale

Le Fonds monétaire international et la Banque mondiale ont commencé à mettre en œuvre leur initiative en faveur des pays pauvres très endettés (initiative PPTE). En avril, ils ont décidé d'accorder à un premier pays – l'Ouganda – une réduction de dette, qui interviendra au printemps de 1998, à condition que ce pays continue à appliquer avec succès un programme d'ajustement économique.

2. Suisse

En Suisse, la conjoncture s'est stabilisée au premier trimestre. Par rapport à la période précédente, le produit intérieur brut réel n'a quasiment pas varié. En comparaison annuelle toutefois, il a encore reculé de 1% (-0,6% au quatrième trimestre de 1996). Des signes de reprise ont été observés du côté de la consommation privée. Par contre, les investissements ont légèrement diminué dans le domaine des biens d'équipement et poursuivi leur fort repli du côté de la construction. La croissance des importations a été nettement supérieure à celle des exportations.

D'importants indicateurs avancés laissent entrevoir une amélioration de la conjoncture. Selon l'enquête mensuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la situation de l'industrie s'est quelque peu redressée au premier trimestre. Les entreprises – qu'elles soient à vocation fortement exportatrice ou produisent avant tout pour le marché intérieur – tablent sur une augmentation des commandes au cours des prochains mois.

Aucune amélioration n'a été observée sur le marché du travail. Le taux de chômage, après correction des variations saisonnières, s'est considérablement accru pour atteindre 5,4% au premier trimestre. Il est resté à ce niveau en avril.

Entre janvier et avril, le renchérissement s'est maintenu à un niveau bas, soit à une moyenne de 0,7%. Au cours des deux premiers mois de l'année, les biens étrangers ont sensiblement renchéri à cause de l'affaiblissement du franc suisse; la baisse du mazout a toutefois modéré la hausse des prix en mars et en avril.

La monnaie centrale désaisonnalisée s'élevait à 32,5 milliards de francs en moyenne du premier trimestre; elle dépassait ainsi de 2,2% son niveau du quatrième trimestre de 1996 (9,2% en taux annualisé). Cette croissance étonnamment forte – l'agrégat a atteint 0,7 milliard de plus que le montant prévu par la Banque nationale – est due à une vigoureuse expansion tant des billets en circulation que des avoirs en comptes de virements. Pour le deuxième trimestre, la Banque nationale table sur un volume moyen de monnaie centrale désaisonnalisée de 32,9 milliards de francs.

Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois s'est replié, passant à un peu moins de 1,6% à la mi-février. Après une légère hausse, il est reparti nettement à la baisse en mai, la Banque nationale ayant fortement accru les liquidités pour contrer la tendance à la revalorisation du franc. Mesurés au rendement moyen des obligations de la Confédération, les taux d'intérêt à long terme ont diminué d'environ 0,4 point pour s'établir à 3,3% en février. Ils ont ensuite augmenté, de sorte qu'ils atteignaient en moyenne 3,6% en avril. Comme pour les taux à court terme, une nouvelle baisse a été enregistrée en mai.

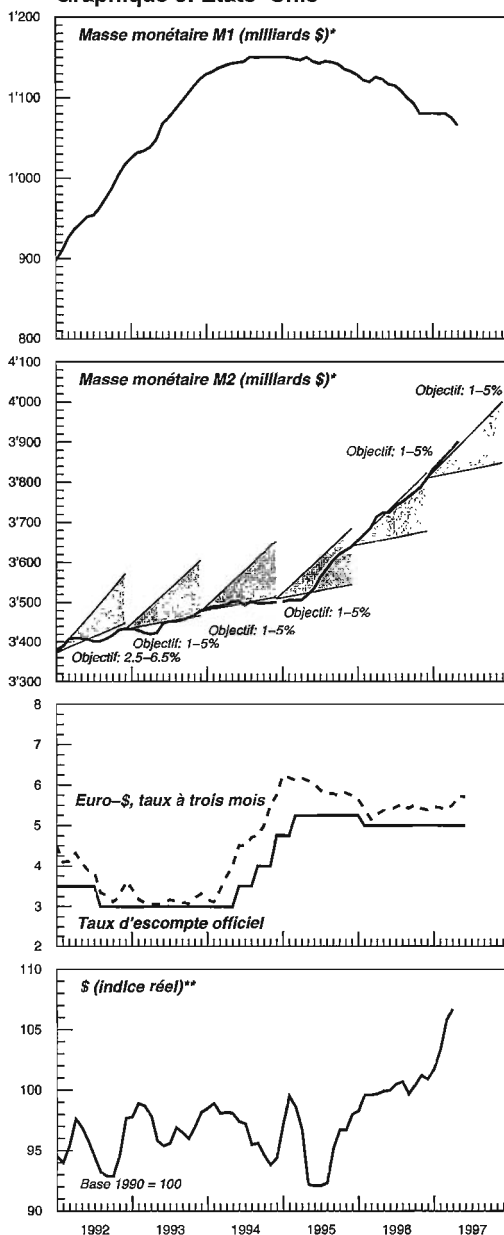
Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, a fortement fléchi jusqu'en janvier; les deux mois suivants, il est resté à ce bas niveau. En moyenne du premier trimestre, il était inférieur de 11,2% à son niveau de la période correspondante de 1996.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

L'économie américaine a tourné à plein régime au premier trimestre de 1997. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel s'est accru de 4,1%, contre 3,1% à la période précédente. La

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

consommation privée et les investissements des entreprises sont restés les principaux soutiens de cet essor économique ininterrompu; la forte progression des stocks y a aussi contribué. Les investissements en constructions et la consommation publique n'ont par contre pas augmenté autant qu'au trimestre précédent. La croissance des exportations et des importations s'est nettement accélérée.

Au premier trimestre, la production de l'industrie manufacturière s'est accrue de 5,6% en taux annualisé, contre 4,1% à la période précédente. Le taux d'utilisation des capacités de production est passé de 83,3% à 83,7%; il a ainsi atteint son niveau le plus élevé depuis près de deux ans.

La production industrielle devrait continuer d'augmenter à un rythme soutenu, étant donné la vive demande et le bas niveau des stocks. La hausse de l'indice des indicateurs avancés ainsi que la bonne tenue de l'indice de confiance des consommateurs préfigurent également la poursuite d'une vigoureuse croissance économique.

Au premier trimestre, la situation sur le marché du travail a été particulièrement bonne. L'emploi a progressé plus rapidement que pendant la période précédente; il était supérieur de 2,6% au niveau observé un an auparavant. Cette amélioration a découlé exclusivement d'une hausse du taux d'activité (part des personnes actives occupées dans la population en âge d'exercer une activité). Le taux de chômage s'est en effet maintenu à 5,3%. En avril, il a fortement reculé pour s'établir à 4,9%. Malgré la demande soutenue de main-d'œuvre, l'augmentation des salaires est demeurée modeste.

Mesuré au prix à la consommation, le renchérissement a légèrement faibli au premier trimestre, passant de 3,2% à 3%. L'inflation de base (abstraction faite de l'énergie et des produits alimentaires) est restée à peu près stable à 2,7%. La hausse des prix à la production a marqué une nette diminution; en comparaison annuelle, elle n'était plus que de 2,1%, contre 3% au trimestre précédent.

A fin mars, la banque centrale américaine a relevé de 5,25% à 5,5% le niveau visé du taux de l'ar-

gent au jour le jour (taux des fonds fédéraux). Elle a justifié ce relèvement par les pressions inflationnistes de plus en plus menaçantes, conséquence de la vive croissance économique. Sur le marché des euro-dollars, la rémunération des dépôts à trois mois a progressé, passant de 5,4% en janvier à 5,7% en avril; le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a lui aussi augmenté de 0,3 point pour s'inscrire à 6,9%.

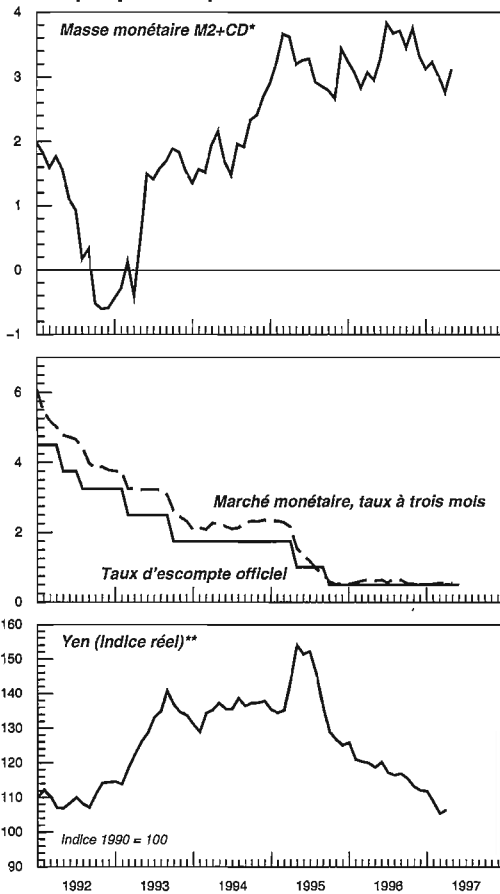
Au premier trimestre, les agrégats monétaires M_2 et M_3 se sont accrus de respectivement 6,1% et 7,8% en taux annualisés. Tous deux évoluaient ainsi au-dessus des corridors de croissance, fixés entre 1 et 5% pour M_2 et entre 2 et 6% pour M_3 . Après s'être temporairement stabilisée au quatrième trimestre de 1996, la masse monétaire M_1 a de nouveau diminué au premier trimestre de 1997. Elle a ainsi renoué avec la tendance observée depuis deux ans.

Japon

Au quatrième trimestre de 1996, l'économie nipponne a redémarré, après avoir marqué le pas au cours des deux trimestres précédents. D'un trimestre à l'autre, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1%, contre 0,3% à la période précédente. En comparaison annuelle, sa croissance s'est inscrite à 3,1%. La reprise a reposé sur une large assise: les exportations et les investissements en biens d'équipement, mais aussi la consommation privée et les investissements privés en constructions sont repartis à la hausse. La construction publique, qui avait été vigoureusement stimulée au premier semestre de 1996 par des mesures d'encouragement de l'Etat, a de nouveau reculé au quatrième trimestre pour tomber légèrement au-dessous du niveau observé un an auparavant.

La conjoncture a continué de se raffermir au premier trimestre de 1997. En comparaison annuelle, la production de l'industrie manufacturière a augmenté de 6,4%, soit à un rythme nettement plus élevé qu'à la période précédente. A la suite de la baisse du yen, la demande étrangère est redevenue le principal moteur de la conjoncture. Lors de la dernière enquête, les perspectives économiques ont été jugées avec plus de confiance, en

Graphique 4: Japon



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

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

particulier par les entreprises à vocation exportatrice. Quant aux entreprises axées sur le marché intérieur, elles tablaient sur des achats anticipés de biens de consommation, en prévision du relèvement de la TVA au deuxième trimestre.

Selon les dernières prévisions, le produit intérieur brut japonais progressera de 2% environ en 1997. En dépit de l'embellie conjoncturelle, la croissance économique sera donc nettement plus faible qu'en 1996 (3,7%), en raison surtout de l'adoption d'une politique budgétaire plus restrictive. Pour réduire le déficit public, le gouvernement a en effet relevé, début avril, la TVA ainsi que

la charge fiscale grevant les ménages, ce qui devrait ralentir la consommation privée. Par ailleurs, il a mis un frein à la construction publique en vue de modérer l'expansion des dépenses.

Les prix sont restés à peu près stables au premier trimestre. En un an, les prix à la consommation ont augmenté de 0,6%, et le recul des prix du commerce de gros a marqué un ralentissement, puisqu'il s'est inscrit à 0,2%, contre 0,6% au quatrième trimestre de 1996. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement s'est accéléré en avril pour atteindre 1,9%; le relèvement de la TVA explique ce mouvement.

La situation s'est améliorée sur le marché du travail. En comparaison annuelle, l'emploi a progressé de 1,6%, et le rapport entre le nombre de places vacantes et celui des demandeurs d'emploi a passé de 0,67 à 0,74. Le taux de chômage s'est quant à lui maintenu à 3,3%.

Au premier trimestre, les exportations de marchandises ont enregistré une nette expansion, mais la croissance des importations a été une fois encore plus forte. Si l'essor des exportations est lié à l'affaiblissement du yen, la hausse des importations a résulté pour l'essentiel de la délocalisation à l'étranger de productions pour lesquelles le facteur travail est dominant. En comparaison annuelle, l'excédent de la balance commerciale a reculé, passant de 2,4 billions de yens à 2,2 billions, soit à 1,7% du produit intérieur brut.

La Banque du Japon a poursuivi sa politique monétaire souple au premier trimestre. Le taux de l'escompte est resté inchangé à 0,5%, et la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-yens s'est établie à 0,4%. Le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a légèrement faibli; il est tombé à 2,6%, soit une baisse de près de deux points en l'espace de deux ans. La masse monétaire M_2+CD dépassait de 3% le niveau observé un an auparavant; sa progression a ainsi marqué un nouveau ralentissement.

Pour de nombreuses banques nipponnes, l'exercice 1996, clos à fin mars, s'est soldé encore par des pertes dues principalement à la chute des prix immobiliers et des cours des actions. Le gou-

vement a pris des mesures pour soutenir le marché immobilier; il a notamment assoupli des prescriptions en matière de construction et abaissé divers taux d'imposition.

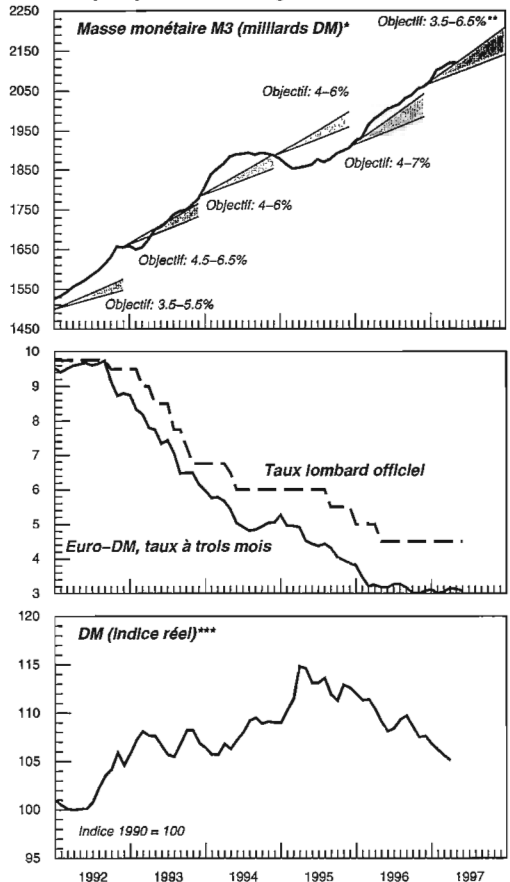
Allemagne

Au quatrième trimestre de 1996, la reprise conjoncturelle a perdu de sa vigueur en Allemagne. Le produit intérieur brut réel a stagné par rapport à la période précédente, mais dépassait encore de 2,2% le niveau observé un an auparavant. En comparaison annuelle, la croissance de la consommation et des investissements en constructions a marqué le pas, tandis que celle des exportations et des investissements en biens d'équipement s'est accélérée. Les stocks ont eux aussi augmenté. Le raffermissement de la demande intérieure a fortement stimulé les importations, lesquelles étaient restées approximativement stables au cours des deux trimestres précédents.

La conjoncture a gagné en vigueur au premier trimestre de 1997. Le produit intérieur brut a progressé de 2,8% en comparaison annuelle. La production de l'industrie manufacturière a enregistré une forte poussée. Elle s'est accrue de 4,2%, contre 2,5% à la période précédente. Le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté, passant de 83% à 84,1%. Les entrées de commandes en provenance de l'étranger ont enregistré une hausse sensible, notamment dans l'industrie des biens d'équipement. Par contre, la demande de la clientèle allemande a stagné. Les entrées de commandes ont encore diminué dans le domaine de la construction. En vue de soutenir cette industrie, le gouvernement a mis sur pied, en mars, un programme de relance qui prévoit en particulier de réduire le coût de certains crédits de construction.

Selon les estimations des instituts allemands de recherches conjoncturelles, le produit intérieur brut réel s'accroîtra de 2,3% en 1997. L'année précédente, il avait progressé de 1,4%. De l'avis des spécialistes, les exportations et les investissements en biens d'équipement seront les principaux soutiens de la croissance, alors que la consommation ne devrait que peu aug-

Graphique 5: Allemagne



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

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

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

menter et que l'activité faiblira sans doute encore dans la construction. Bien que l'économie enregistre une reprise, le chômage continuera à monter.

L'emploi a poursuivi son mouvement de repli au premier trimestre. En l'espace d'une année, il a reculé de 1,5%. Le taux de chômage atteignait 11,3%, dépassant ainsi d'un point le niveau observé un an auparavant. Le renchérissement – prix à la consommation – s'est accéléré, passant de 1,4% à 1,7%. Les prix à la production, qui

avaient diminué en 1996, ont augmenté de 0,6% au premier trimestre.

La Banque fédérale d'Allemagne n'a pas modifié sa politique au premier trimestre. Le taux appliqué aux prises en pension de titres est resté à 3%, le taux de l'escompte, à 2,5%, et le taux lombard, à 4,5%. Le dernier abaissement des deux taux directeurs remonte à avril 1996. Entre le quatrième trimestre de 1996 et les trois premiers mois de 1997, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a fléchi de 0,3% pour s'établir à 5,6%; en l'espace d'une année, il a perdu un demi-point.

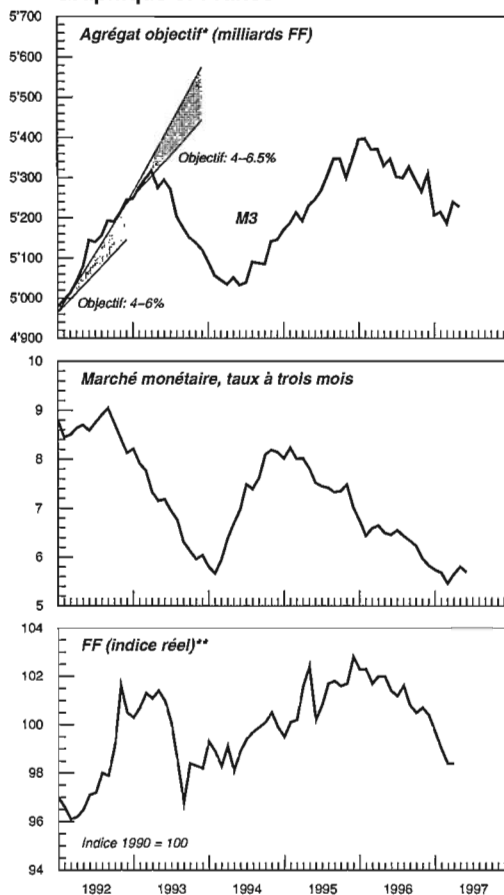
Au premier trimestre, la masse monétaire M_3 s'est accrue de 9,7% en taux annualisé. Une fois encore, elle évoluait au-dessus de son corridor de croissance, fixé entre 3,5 et 6,5%. Son rythme d'expansion a toutefois faibli au cours du premier trimestre. Le numéraire en circulation est demeuré inchangé et les dépôts à vue ont nettement diminué, alors que les dépôts à terme et les fonds d'épargne ont augmenté.

France

Au quatrième trimestre de 1996, la conjoncture s'est améliorée en France. Le produit intérieur brut réel n'a enregistré qu'une légère hausse d'un trimestre à l'autre, mais a progressé de 2% en comparaison annuelle (troisième trimestre: 1,6%). La croissance a été soutenue principalement par les exportations et la consommation. Les investissements en biens d'équipement ont eux aussi augmenté, alors que les stocks ont continué à diminuer et que les investissements en constructions ont encore faibli. Quant aux importations, elles ont été stimulées par une demande plus forte.

La reprise conjoncturelle s'est poursuivie lentement au premier trimestre de 1997. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a marqué un nouveau et léger accroissement; il était ainsi supérieur de 0,9% au niveau observé un an auparavant. La hausse de la production industrielle (sans la construction) a passé de 2,2% au quatrième trimestre de 1996 à 1,2% au trimestre suivant. D'après les enquêtes menées

Graphique 6: France



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

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

en mars auprès des entreprises, elle devrait s'accélérer au cours des prochains mois. Les carnets de commandes ont enregistré une nette progression, grâce notamment aux ordres de la clientèle étrangère. Le climat de consommation, par contre, a subi une nouvelle détérioration en mars; après être tombé à un bas niveau, il s'était amélioré pendant cinq mois consécutifs.

Sur le marché du travail, la situation est restée inchangée au premier trimestre de 1997. L'emploi a stagné en comparaison annuelle, mais a augmenté légèrement d'un trimestre à l'autre. Du pre-

mier trimestre de 1996 au trimestre correspondant de l'année suivante, le taux de chômage s'est accru de 0,7% pour atteindre 12,8%. Le renchérissement a marqué un nouveau ralentissement; il était de 1,1% en mars.

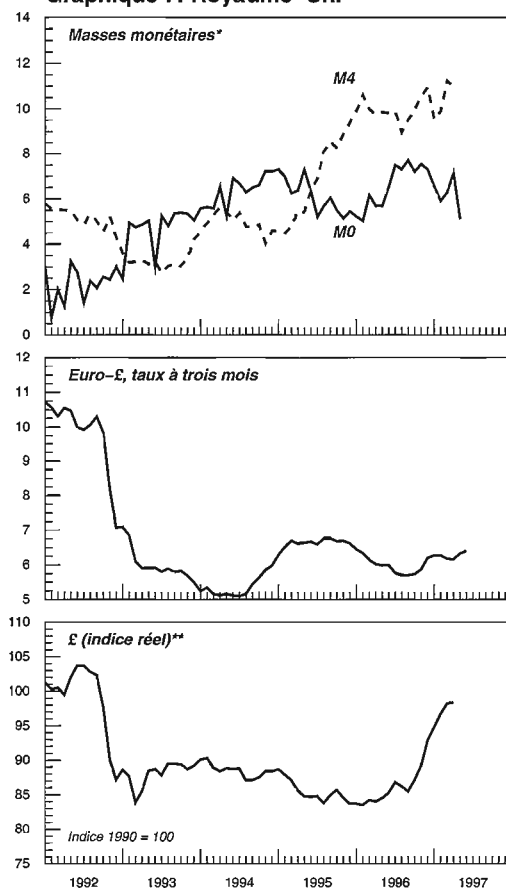
Au premier trimestre de 1997, la Banque de France a assoupli prudemment sa politique monétaire. A fin janvier, elle a réduit quelque peu le taux des appels d'offres, le fixant à 3,1%. Le taux des prises en pension a été maintenu à 4,6%. Par rapport au quatrième trimestre de 1996, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a diminué de 0,1 point pour s'inscrire à 3,2%. Quant au rendement des titres émis à dix ans par l'Etat, il a passé de 5,9% à 5,6%.

En décembre 1996, le reflux de la masse monétaire M_3 s'est accéléré. Au premier trimestre de 1997, cet agrégat était inférieur de 3,2% à son niveau de la période correspondante de l'année précédente. L'institut d'émission français a cependant fixé une nouvelle fois à 5% l'objectif de croissance à moyen terme de M_3 . Il a également réaffirmé son intention de préserver la stabilité de la valeur extérieure du franc français. Le taux de croissance de l'endettement intérieur total, que la Banque de France utilise aussi comme indicateur monétaire, a marqué un repli au premier trimestre également.

Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, la croissance économique a été plus vigoureuse au quatrième trimestre de 1996. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,6%, contre 2,1% au troisième trimestre. Avec une hausse de 4%, la consommation privée est restée le principal moteur de la conjoncture. Malgré la forte revalorisation de la livre sterling, les exportations ont enregistré une accélération de leur croissance. Par rapport au quatrième trimestre de 1995, elles ont progressé de 6,2%. La construction et la consommation publique ont crû à un rythme plus lent, et les investissements en biens d'équipement ont stagné. Les importations, en revanche, ont marqué une nette expansion, du fait de la demande intérieure soutenue.

Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

La reprise de la conjoncture a continué au premier trimestre de 1997. La production de l'industrie manufacturière a enregistré une progression. En outre, la consommation privée s'est accrue autant qu'au trimestre précédent. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut a augmenté plus rapidement; il dépassait ainsi de 2,9% le niveau observé un an auparavant. Toutefois, d'après les indicateurs avancés, la croissance devrait faiblir durant le reste de l'année.

Au premier trimestre de 1997, le taux de chômage a passé de 6,9% à 6,3%. Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement est monté

légèrement pour s'inscrire à 2,7%. Après une baisse de 0,2%, l'inflation de base, qui est calculée sans les taux hypothécaires, était de 2,9%. La hausse des prix à la production s'est ralentie sensiblement: de 2% au quatrième trimestre de 1996, elle est descendue à 1,2% au trimestre suivant.

Etant donné la forte croissance économique, les autorités monétaires britanniques ont relevé leur taux directeur d'un quart de point, le portant à 6,25% au début de mai. Ce taux n'avait plus été modifié depuis octobre 1996. La Banque d'Angleterre a justifié cette mesure par le fait que le renchérissement dépassait son objectif fixé à 2,5%. Entre février et mai, le taux des dépôts interbancaires à trois mois a augmenté de 0,2 point pour atteindre 6,4%. Au cours de la même période, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a progressé d'un demi-point, passant ainsi à 7,7%.

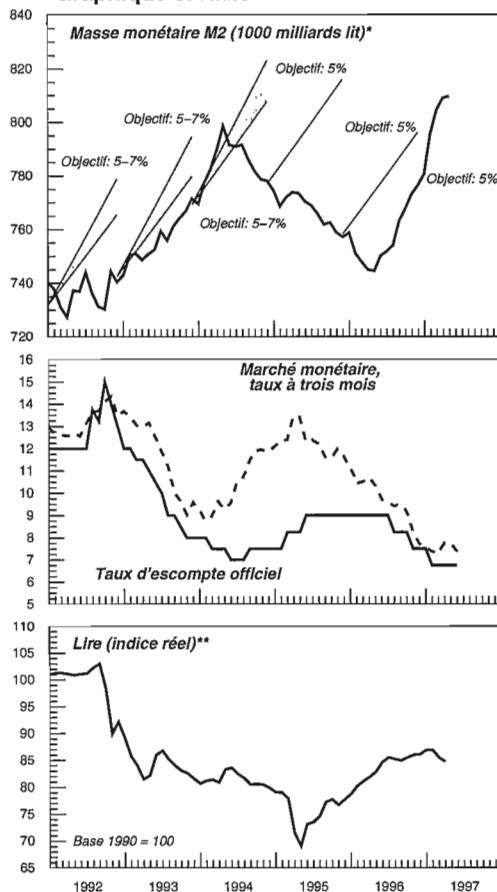
Selon le rapport publié en mai 1997 sur l'inflation, la Banque d'Angleterre estime qu'une nouvelle hausse du taux d'intérêt ne peut être exclue. Les perspectives concernant l'inflation sont bonnes à court terme. Mais à long terme, le danger subsiste de ne pouvoir atteindre l'objectif à moyen terme en matière d'inflation.

Au premier trimestre, l'expansion annuelle de la masse monétaire M_0 a faibli pour s'inscrire à 6,7%. La progression de M_4 , qui répond à une définition plus large, s'est en revanche accélérée d'un trimestre à l'autre. Ces deux agrégats évoluaient de nouveau au-dessus de leur sentier de croissance, fixé entre 0 et 4% pour M_0 et entre 6 et 9% pour M_4 .

Italie

Au quatrième trimestre de 1996, la conjoncture s'est ralentie considérablement en Italie. D'un trimestre à l'autre, le produit intérieur brut réel a diminué de 0,2%; il n'a ainsi guère varié par rapport au niveau observé un an auparavant. Cet affaiblissement est dû à la morosité de la demande intérieure. Alors que la consommation, tant privée que publique, a continué à progresser, les investissements en constructions ont reculé légère-

Graphique 8: Italie



* Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque d'Italie)

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

ment, et les investissements en biens d'équipement, sensiblement. Du fait de la demande intérieure peu soutenue, les importations ont une nouvelle fois décliné. Les exportations, en revanche, se sont redressées.

La conjoncture est restée faible au premier trimestre de 1997. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut a diminué de 0,5%. Corrigée des variations saisonnières, la production industrielle a progressé de 1,4% par rapport au trimestre précédent, sans toutefois retrouver son niveau du premier trimestre de 1996. Selon les dernières enquêtes effectuées auprès des entre-

prises, celles-ci sont devenues plus optimistes. Les perspectives de production et les entrées de commandes se sont améliorées. Le rétablissement du climat de consommation a été hésitant, et la forte hausse des ventes de voitures, au premier trimestre, s'explique avant tout par les mesures de soutien prises par les pouvoirs publics.

Au cours du premier trimestre, l'emploi a diminué légèrement par rapport au trimestre précédent. En comparaison annuelle, il est resté inchangé. Le taux de chômage a passé de 12% à 12,2%.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a reculé sensiblement, pendant les premiers mois de 1997, pour s'inscrire à 1,7% seulement en avril. Les prix à la production n'ont guère augmenté. Quant aux salaires, ils étaient supérieurs de 4,5% au niveau observé un an auparavant; leur progression a donc été considérable en termes réels également.

En mai, le Parlement a adopté un collectif budgétaire, afin d'éviter que le déficit public ne dépasse l'objectif de 3% du produit intérieur brut (PIB), fixé pour 1997. Selon des estimations, le déficit budgétaire aurait atteint 3,8% du PIB, sans ces mesures correctives. La loi de finances rectificative prévoit le paiement à l'avance des impôts prélevés sur les fonds de retraite, le versement simplifié et anticipé d'impôts et des restrictions de dépenses dans plusieurs ministères.

A la suite du repli persistant du renchérissement, la Banque d'Italie a abaissé ses taux directeurs de 0,75 point chacun en janvier; elle a ainsi ramené le taux lombard de 9% à 8,25% et le taux de l'escompte, de 7,5% à 6,75%. Elle avait déjà réduit ces taux aux mois de juillet et d'octobre 1996. Entre le quatrième trimestre de 1996 et le premier trimestre de 1997, la rémunération des dépôts à trois mois a passé de 7,4% à 7,2% sur le marché des euro-lires et le rendement des emprunts émis à dix ans par l'Etat, de 7,9% à 7,5%.

Au premier trimestre, la croissance annuelle de la masse monétaire M_2 a augmenté de 7,3%. Elle dépassait ainsi son objectif de croissance, fixé à 5% par la Banque d'Italie.

C. Situation économique et monétaire de la Suisse

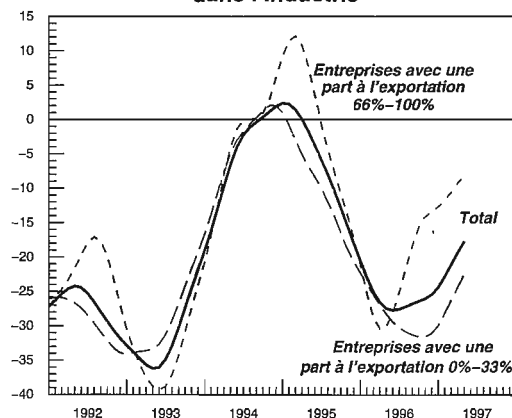
1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Les signes indiquant que le creux conjoncturel est franchi se multiplient en Suisse. Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel s'est maintenu au niveau de la période précédente en données corrigées des variations saisonnières; au quatrième trimestre, il avait diminué légèrement. Il était toujours inférieur de 1% au niveau du premier trimestre de 1996. Les dépenses de consommation privée ont augmenté un peu en termes réels, alors que celles de consommation publique ont reculé. La demande d'investissements a continué son repli. Si les importations ont marqué une légère hausse, les exportations ont stagné au niveau du premier trimestre de 1996.

Au premier trimestre, les résultats de l'enquête mensuelle sur la conjoncture, enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de

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 les stocks de produits finis.

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

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	1997					1997
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	
Etats-Unis	2,3	3,5	2,0	2,4	1,3	1,7	2,7	2,2	3,1	4,1
Japon	0,3	0,7	1,3	3,8	2,6	4,8	3,4	3,5	3,1	
Allemagne	-1,1	2,9	2,0	1,4	0,8	0,4	1,1	1,8	2,2	2,8
France	-1,3	2,8	2,1	1,5	0,3	1,3	1,0	1,6	2,0	0,9
Royaume-Uni	2,1	3,8	2,5	2,1	1,8	2,0	1,9	2,1	2,6	
Italie	-1,2	2,2	2,9	0,7	2,5	1,3	0,7	0,7	0,1	-0,5
Suisse	-0,5	0,5	0,8	-0,7	-0,3	-0,4	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0

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

	1993	1994	1995	1996	1997					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	3,0	2,6	2,8	2,9	3,2	3,0	3,0	3,0	2,8	2,5
Japon	1,2	0,7	-0,1	0,1	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	1,9
Allemagne	4,5	2,7	1,8	1,5	1,4	1,7	1,8	1,7	1,5	1,4
France	2,1	1,7	1,8	2,0	1,7	1,5	1,8	1,6	1,1	0,9
Royaume-Uni	1,6	2,5	3,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,7	2,6	2,4
Italie	4,2	3,9	5,4	3,9	2,7	2,4	2,6	2,4	2,2	1,7
Suisse	3,3	0,9	1,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,5	0,5

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

	1993	1994	1995	1996	1997					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis ^{a)}	6,9	6,1	5,6	5,4	5,3	5,3	5,4	5,3	5,2	4,9
Japon	2,5	2,9	3,2	3,4	3,3	3,3	3,3	3,4	3,2	3,3
Allemagne	8,9	9,6	9,5	10,4	10,8	11,3	11,3	11,3	11,2	11,2
France ^{a)}	11,7	12,3	11,6	12,4	12,7	12,8	12,7	12,8	12,8	12,8
Royaume-Uni ^{b)}	10,3	9,3	8,2	7,5	6,9	6,3	6,5	6,2	6,1	5,9
Italie	10,3	11,3	12,0	12,1	12,0	12,2	12,2			
Suisse ^{c)}	4,5	4,7	4,2	4,7	5,1	5,4	5,3	5,4	5,4	5,4

a) Depuis 1994, nouvelle méthode d'enquête

b) Sans les jeunes sortant de l'école

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

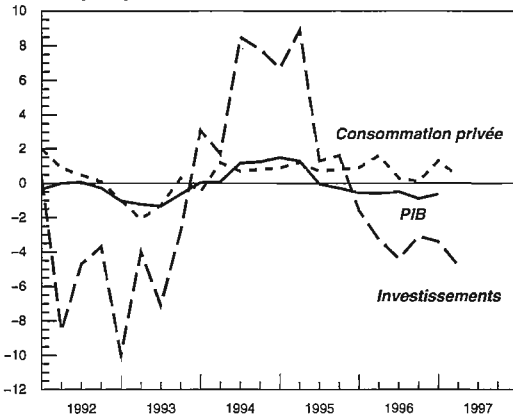
1.4 Balance des transactions courantes (solde en milliards de dollars, données cvs)

	1993	1994	1995	1996	1997					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Etats-Unis	-99,9	-148,4	-148,2	-165,1	-30,4	-35,3	-40,6	-47,9	-41,4	
Japon	131,6	130,2	111,0	66,1	22,8	19,1	14,6	15,9	16,4	16,9
Allemagne ^{a)}	-14,4	-21,4	-23,9	-14,6	-8,5	-2,8	-6,3	-2,7	-2,7	-5,1
France ^{a)}	9,8	5,9	14,3	19,8	3,2	6,6	2,6	5,2	5,3	
Royaume-Uni ^{a)}	-16,2	-3,7	-5,9	-0,0	-1,8	-2,1	1,2	-0,5	1,4	
Italie ^{a)} b)	10,2	14,1	26,8	41,0	6,2	6,3	10,7	14,7	9,4	
Suisse ^{b)}	19,4	17,9	17,2	20,3	5,7	5,9	4,4	4,4	5,6	

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

b) Variations saisonnières non déduites

Graphique 10: Produit intérieur brut réel*



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

l'EPFZ, ont été un peu plus favorables qu'aux trimestres précédents. L'indicateur de la marche des affaires dans l'industrie s'est amélioré légèrement, après avoir eu tendance à stagner à un très bas niveau depuis le premier trimestre de 1996. Cette évolution est due à la légère orientation à la hausse de l'indicateur de la marche des affaires dans les industries axées sur le marché intérieur. De son côté, la reprise qui a caractérisé la marche des affaires des entreprises à vocation exportatrice s'est interrompue. Dans ces deux catégories d'entreprises, les indicateurs sont restés mal orientés. La baisse de la production et des entrées de commandes s'est ralentie en comparaison annuelle dans les entreprises produisant pour le marché intérieur. Par rapport au quatrième trimestre de 1996, les commandes ont même augmenté un peu. La très grande majorité des entreprises participant à l'enquête a toutefois encore estimé que les carnets de commandes n'étaient pas assez étoffés et que les stocks de produits finis étaient trop élevés. Dans les entreprises exportant une grande part de leur production, les entrées de commandes dépassaient, au premier trimestre, celles de la période correspondante de 1996. Bien que des jugements plus positifs qu'au quatrième trimestre aient été portés sur les carnets de commandes, ces derniers sont toujours jugés nettement trop bas. Le taux d'utilisation des capacités techniques à passé, en données corrigées des variations saisonnières, de 83,1% au

quatrième trimestre de 1996 à 83,6% au trimestre suivant. Cette évolution s'explique vraisemblablement en grande partie par l'abandon d'anciennes installations pour des raisons de restructuration. La métallurgie, le textile, l'habillement, l'horlogerie et l'industrie du bois ont enregistré une forte hausse du taux moyen des capacités techniques. Dans les autres branches, ce taux n'a pas enregistré de sensibles modifications.

Les perspectives, jusque-là fortement divergentes, des entreprises axées sur le marché intérieur et de celles qui ont une vocation exportatrice se sont rapprochées un peu. Ces deux catégories s'attendent, pour ces prochains mois, à des commandes en hausse. Alors que les entreprises travaillant pour le marché intérieur ne prévoient pas d'extension de leur production, du fait du niveau toujours beaucoup trop élevé des stocks de produits finis, les entreprises à vocation exportatrice devraient accroître leur production. La demande croissante de produits en amont notamment incite à le penser.

Le baromètre conjoncturel (sans l'indice des actions) établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ s'est amélioré un peu du quatrième trimestre de 1996 au trimestre suivant. Les perspectives d'une légère reprise conjoncturelle vers la fin de l'année demeurent ainsi intacte. La faible hausse de l'indice Manpower des offres d'emploi a contribué notamment à ce mouvement, mais le ralentissement du taux de croissance de la masse monétaire M_1 , en termes réels, a agi comme un frein. Les autres composantes du baromètre (perspectives de l'emploi dans l'industrie, indicateur de la construction et réserve de travail dans l'industrie des machines) n'ont pas varié d'un trimestre à l'autre. En mars, le baromètre dépassait de 0,8% son niveau du mois correspondant de 1996.

Consommation

La légère amélioration, observée à fin 1996, de la consommation privée a continué au premier trimestre de 1997. Les dépenses réelles de consommation ont augmenté d'un trimestre à l'autre; par rapport à la période correspondante de 1996, elles se sont élevées de 0,4%.

Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont progressé en termes réels par jour ouvrable et en données corrigées des variations saisonnières. En comparaison annuelle, ils ont marqué une hausse de 1,8%, après une baisse de 1,6% au quatrième trimestre. Les ventes dans l'alimentation, le textile et l'habillement se sont accrues dans une mesure supérieure à la moyenne. La légère progression des chiffres d'affaires des biens de consommation durables est due surtout aux ventes accrues de voitures. Dans les services, le nombre des nuitées de la clientèle suisse a augmenté pour la première fois depuis le quatrième trimestre de 1994, soit de 1,6% par rapport au premier trimestre de 1996.

Selon l'enquête mensuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les détaillants s'attendent, pour les prochains six mois, à une nette amélioration de la marche de leurs affaires. Il ressort en outre de l'enquête menée en avril par l'Office fédéral des questions conjoncturelles que le climat de consommation a été encore un peu plus favorable. Les ménages portent une appréciation sensiblement moins pessimiste sur la sécurité de l'emploi.

Investissements

Au premier trimestre, les investissements ont diminué en données corrigées des variations saisonnières. Ils s'inscrivaient ainsi 4,8% au-dessous de leur niveau des trois premiers mois de 1996.

Observé depuis deux ans déjà, le processus de contraction a continué dans la construction. Les crédits de construction ouverts ont fléchi de 17,2% en comparaison annuelle. Les livraisons de ciment ont quant à elles reculé de 5,5%, contre 13,1% au quatrième trimestre. Les investissements en constructions ont diminué de 8,7% par rapport au premier trimestre de 1996.

Selon l'enquête mensuelle sur la conjoncture et l'enquête trimestrielle sur la construction, effectuées toutes deux par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'orientation à la baisse se serait atténuée graduellement dans la construction. Dans l'industrie de la pierre et de la terre, un fournisseur de cette branche, les carnets de commandes ont diminué moins fortement qu'au quatrième trimestre. L'indicateur de la marche des affaires a progressé un

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

	1993	1994	1995	1996	1997					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	-4,1	13,6	17,9	1,5	16,7	1,6	-1,1	7,3	-1,8	-2,7
Entrées de commandes suisses dans l'industrie des machines ¹	-8,1	3,5	-7,0	-7,1	-20,1	-17,4	-3,4	-5,7	-1,7	-13,5
Livraisons de ciment (volume)	-5,5	8,6	-7,8	-11,9	-10,9	-14,2	-11,3	-9,1	-13,1	-5,5
Crédits de construction non utilisés ¹	-13,5	7,6	-5,3	-16,3	-9,0	-13,1	-13,8	-19,4	-18,9	-16,8
Secteur principal de la construction										
- entrées de commandes ¹	5,9	5,0	-1,9	-16,6	-3,8	-15,0	-20,3	-13,9	-17,1	2,8
- carnets de commandes ¹	-3,4	-5,8	-1,0	-16,6	-1,0	-10,2	-15,8	-18,4	-21,8	-9,3
Renchérissment dans la construction ²	3,4	1,5	2,7	0,8	2,4	1,0	0,7	0,7	0,9	0,1

¹ En termes nominaux

² 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

Tableau 3: Commerce extérieur¹ (variation en % par rapport à l'année précédente²)

	1993 ^{a)}	1994 ^{a)}	1995 ^{a)}	1996 ^{a)}	1995 ^{a)}					1996 ^{a)}	1997
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	
Exportations, volume	0,6	4,9	4,2	2,1	0,2	3,1	2,9	2,4	1,7	-1,6	
dont: mat. prem. et prod. semi-finis	-1,7	9,4	0,4	1,8	-5,7	-2,3	-1,1	4,0	8,8	2,0	
biens d'équipement	-2,2	5,7	7,3	2,7	4,8	4,6	4,9	4,5	-1,1	-1,3	
biens de consommation	5,6	0,6	4,5	1,6	0,2	6,3	4,0	-1,1	-0,4	-5,1	
Valeurs moyennes à l'exportation	0,0	-0,7	-2,1	0,3	-1,6	-0,7	-1,0	-0,4	1,5	5,1	
Importations, volume	-1,2	9,4	6,5	1,5	3,6	2,6	-0,9	3,4	0,9	0,9	
dont: mat. prem. et prod. semi-finis	-1,3	10,9	2,8	-2,4	-4,7	-1,8	-6,7	-0,5	-0,1	1,0	
biens d'équipement	-4,1	13,6	17,9	1,7	16,7	1,7	-0,6	7,3	-1,8	-2,7	
biens de consommation	1,5	6,4	2,9	4,2	2,4	6,4	3,8	4,0	2,5	-3,5	
Valeurs moyennes à l'importation	-2,2	-4,8	-2,3	-0,2	-2,8	-0,9	0,6	-1,1	0,8	6,1	

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

² Données non corrigées des jours ouvrables

^{a)} Chiffres révisés

Source: Direction générale des douanes fédérales

peu, mais à un très bas niveau. L'activité dans le secteur principal de la construction a fléchi une nouvelle fois en comparaison annuelle. Le repli a toutefois été moins prononcé qu'aux trimestres précédents. La réserve de travail a passé de 3,1 mois au premier trimestre de 1996 à 3,3 mois au trimestre correspondant de 1997. Dans le bâtiment, les carnets de commandes et l'activité ont été appréciés d'une manière nettement moins pessimiste que précédemment. Dans le génie civil, la situation ne s'est guère améliorée. Le déplacement de l'activité – moins de nouvelles constructions, mais plus de travaux de transformation et de rénovation – s'est poursuivi dans le bâtiment comme dans le génie civil. Pour les prochains mois, les entrepreneurs de ces deux secteurs s'attendent à un affaiblissement des tendances récessives. Ils escomptent cependant de nouvelles baisses de prix et prévoient encore, mais à un rythme ralenti, des suppressions d'emploi.

Le programme d'investissements, proposé par le Conseil fédéral et adopté par le Parlement lors de la session extraordinaire d'avril, pourrait ranimer quelque peu la construction publique cette année déjà. Pour l'ensemble de cette branche, il prévoit des dépenses d'un montant de près de 500 mil-

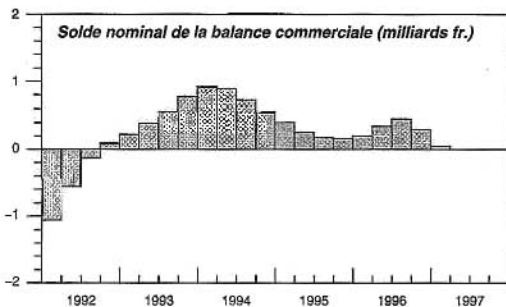
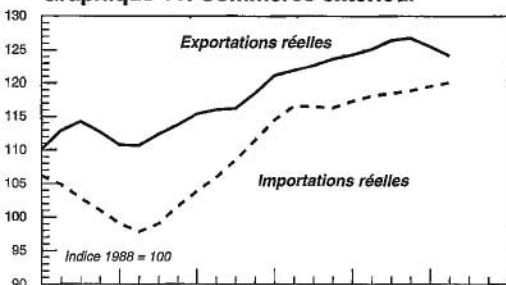
lions de francs, destinées à l'entretien des routes nationales, à l'assainissement de constructions fédérales et à des contributions en vue de travaux servant à maintenir la substance d'infrastructures cantonales et communales.

Au premier trimestre, les investissements en biens d'équipement ont encore reculé en données corrigées des variations saisonnières. Ils s'établissaient 1,3% au-dessous de leur niveau de la période correspondante de 1996. Aussi bien les importations que la production domestique de biens d'équipement ont régressé. Selon l'enquête trimestrielle que la Société suisse des constructeurs de machines a menée auprès de ses membres, les entrées de commandes de la clientèle suisse ont fléchi sensiblement par rapport au premier trimestre de 1996. Elles n'avaient diminué que légèrement au quatrième trimestre de 1996.

Commerce extérieur

Le commerce extérieur s'est animé au premier trimestre de 1997. Cette évolution n'est toutefois reflétée que par la statistique corrigée des variations des jours ouvrables. Après avoir reculé au quatrième trimestre, les exportations de mar-

Graphique 11: Commerce extérieur*



Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

handises ont progressé fortement en volume et en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables. En comparaison annuelle, elles ont augmenté de près de 3,5%, contre 1,7% au quatrième trimestre. Les livraisons à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis se sont accrues de 7%. En outre, les exportations de biens d'équipement ont marqué une hausse de 3,5%, alors que celles de biens de consommation ont stagné. Le tableau 3 indique les taux de variation des chiffres officiels du commerce extérieur. Comme ces données ne sont pas corrigées des variations des jours ouvrables, elles sont inférieures d'environ 5 points à celles qui ont été adaptées.

Par rapport au premier trimestre de 1996, les exportations de la plupart des branches importantes de l'industrie ont augmenté nettement en données corrigées des variations des jours ouvrables. Dans l'industrie des machines et de l'électronique, la forte hausse s'explique avant tout par les ventes accrues à l'étranger de machines destinées à l'industrie. Les exportations

d'instruments de précision, de produits alimentaires et de boissons ainsi que de textiles ont de nouveau été supérieures à celles de la période correspondante de 1996, alors qu'elles avaient reculé au quatrième trimestre. Les fournitures à l'étranger des industries graphique et du papier ont également enregistré une croissance plus forte. Par contre, les exportations de l'industrie chimique ont perdu de leur dynamisme, en raison surtout de la stagnation des ventes à l'étranger de produits pharmaceutiques, mais aussi du repli des livraisons de produits agro-chimiques. La baisse des exportations dans l'horlogerie est due principalement à un net déplacement vers le segment de luxe; de ce fait, elle a été amplifiée.

En valeur, les exportations vers l'Europe, les Etats-Unis et les pays émergents ont progressé fortement, tandis que celles à destination du Japon et des pays en développement non exportateurs de pétrole ont stagné. L'évolution des fournitures à l'Europe a découlé surtout des exportations accrues vers l'Allemagne, l'Italie et le Benelux. Les exportations vers la France, qui n'avaient guère varié au trimestre précédent, ont augmenté un peu. Malgré la vive revalorisation de la livre sterling et la conjoncture favorable au Royaume-Uni, l'expansion des exportations vers ce pays s'est ralentie. De leur côté, les ventes à l'Espagne, au Portugal et à la Grèce ont enregistré des taux de croissance à deux chiffres. Les exportations vers les Etats-Unis ont marqué une plus forte hausse qu'au quatrième trimestre, ce qui s'explique en partie par la revalorisation du dollar. En données corrigées des jours ouvrables, elles étaient en effet supérieures de près de 17% à leur niveau du premier trimestre de 1996. De même, les fournitures aux pays d'Europe centrale et aux pays émergents se sont accrues vivement.

En volume, les importations ont augmenté nettement au premier trimestre en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables. Par rapport à la période correspondante de 1996, elles se sont élevées de près de 6%, contre 0,9% au quatrième trimestre de 1996. Un tiers environ de la progression est imputable à l'application de la nouvelle loi sur l'imposition des huiles minérales. Les huiles minérales en stock, qui étaient jusque-là exemptes de droits de douane ou bénéficiaient d'un traitement de faveur, ont

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

	1994 ^{a)}	1995 ^{b)}	1996 ^{c)}	1995 ^{b)}		1996 ^{c)}		1997 ^{c)}	
				4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Recettes									
Exportations de biens	99,4	99,8	102,2	26,2	25,1	25,5	24,6	27,1	26,4
Commerce spécial (total 2)	95,8	96,2	98,6	25,3	24,2	24,6	23,7	26,1	25,5
Exportations de services	31,4	30,9	31,7	6,4	8,4	7,6	9,0	6,7	8,6
Revenus du travail et des capitaux	36,7	37,4	37,7	9,5	8,7	9,2	9,4	10,4	10,3
Transferts courants	3,5	3,5	3,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Total des recettes	171,0	171,6	175,2	43,0	43,1	43,2	43,8	45,1	46,2
Dépenses									
Importations de biens	97,2	98,8	101,3	25,4	25,5	25,5	24,2	26,1	27,4
Commerce spécial (total 2)	92,6	94,5	96,7	24,2	24,3	24,4	23,1	24,9	26,1
Importations de services	15,3	16,0	16,7	3,3	2,8	4,3	6,1	3,5	2,8
Revenus du travail et des capitaux	25,9	23,4	23,7	5,7	5,6	5,8	6,0	6,3	6,4
Transferts courants	8,2	8,4	8,5	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1
Total des dépenses	146,5	146,6	150,2	36,5	36,1	37,7	38,4	38,0	38,6
Soldes									
Biens	2,2	1,0	1,0	0,8	-0,4	-0,0	0,4	1,0	-0,9
Commerce spécial (total 2)	3,2	1,8	1,9	1,0	-0,1	0,2	0,6	1,2	-0,7
Services	16,1	14,9	15,0	3,1	5,6	3,3	2,9	3,2	5,8
Revenus du travail et des capitaux	10,8	13,9	14,0	3,8	3,1	3,4	3,4	4,1	3,9
Transferts courants	-4,7	-4,9	-4,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2
Solde des transactions courantes	24,4	25,0	25,1	6,6	7,1	5,4	5,4	7,2	7,6

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

a) Chiffres révisés

b) Chiffres provisoires

c) Selon des estimations

toutes été recensées au mois de janvier, en vertu des dispositions transitoires de la nouvelle loi. Après avoir stagné au quatrième trimestre, les importations de matières de base et de produits semi-finis ont marqué une hausse de 6%; celle-ci a touché surtout les produits chimiques, les métaux, les produits synthétiques et le papier. Les importations de biens d'équipement étaient supérieures de près de 2,3% environ au chiffre observé un an auparavant (quatrième trimestre 1996: -1,8%). Celles de machines industrielles, qui avaient reculé au quatrième trimestre de 1996, se sont redressées au trimestre suivant. Mais les achats à l'étranger de machines et d'appareils destinés au secteur des services se sont accrus plus fortement. Les importations de biens de consommation n'ont augmenté que légèrement, étant donné qu'un recul a été enregistré dans les voitures et les produits pharmaceutiques.

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation ont haussé de 5,1%, et ceux à l'im-

portation, de 6,1%. Ces fortes augmentations ont découlé en partie de l'affaiblissement du franc suisse. Des déplacements au sein des produits – notamment dans les biens de consommation – ont vraisemblablement accentué un peu cette évolution.

Par rapport au premier trimestre de 1996, les importations ont augmenté, en valeur, plus fortement que les exportations. La vive croissance des importations est due à un effet spécial (huiles minérales). Le déficit de la balance commerciale a passé ainsi de 0,6 milliard à 0,7 milliard de francs. De son côté, l'excédent de la balance des services a progressé de 0,2 milliard pour atteindre 5,8 milliards de francs. Les recettes tirées du tourisme ont progressé légèrement par rapport au premier trimestre de 1996, et les commissions bancaires ont marqué une nouvelle fois une vigoureuse hausse. Le solde actif des revenus de facteurs s'est inscrit à 3,9 milliards de francs, soit 0,8 milliard de plus qu'au premier trimestre de

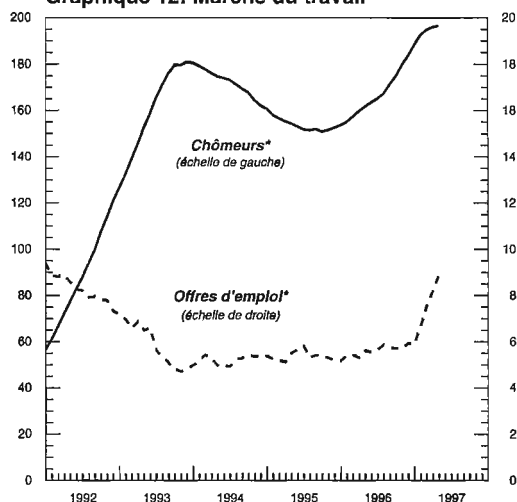
1996. Quant à celui de la balance des transactions courantes, il a atteint 7,6 milliards de francs, contre 7,1 milliards au premier trimestre de 1996.

Emploi et marché du travail

Au premier trimestre, le nombre des personnes occupées a diminué de 1% en comparaison annuelle. Toutefois, du fait d'une adaptation de la statistique, les données sur l'emploi et le marché du travail sont encore provisoires et ne peuvent être comparées aux valeurs précédentes. En mars, l'indice Manpower de l'emploi a progressé légèrement en données corrigées des variations saisonnières. Il est toutefois resté un peu orienté à la baisse, en moyenne du premier trimestre. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a augmenté sensiblement pour la première fois depuis le début des années nonante. Il a passé en effet de 5900 au dernier trimestre de 1996 à 7500 au premier trimestre de 1997.

De décembre à mars, l'effectif des chômeurs a augmenté de 7700 pour atteindre 196 000 personnes (données corrigées des variations saisonnières). Le taux de chômage s'est inscrit ainsi à

Graphique 12: Marché du travail



* En milliers; données cvs et sans les valeurs extrêmes

Source: OFIAMT

5,4%, contre 4,4% au cours de la même période de 1996. Il s'est accru plus fortement en Suisse alémanique qu'au Tessin et qu'en Suisse romande. Le taux de chômage a passé, en moyenne, à 4,7% en Suisse alémanique, à 7,2% en Suisse

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

	1994	1995	1996	1995				1996				1997					
				4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-1,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,1	-0,4	-1,0	-0,8									
Personnes occupées à plein temps ¹	-2,2	-1,3	-1,2	-1,4	-1,3	-0,8	-1,3	-1,3									
Taux de chômage ^{2,3}	4,7	4,2	4,7	4,2	4,6	4,5	4,5	5,1	5,7	5,7	5,7	5,6	5,5				
Chômeurs ³	171 038	153 316	168 630	151 860	165 354	162 164	163 900	183 101	204 666	205 501	206 291	202 207	197 732				
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	22 600	9 917	13 060	9 756	17 055	15 655	6 942	12 585	14 809	14 948	16 252	13 227	9 410				
Places vacantes annoncées ³	5 224	5 401	5 605	4 406	5 294	6 338	5 773	5 017	7 381	5 794	7 508	8 842	9 861				

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

Sources: OFIAMT, OFS

romande et à 7,9% au Tessin. Une répartition du chômage selon la durée montre que l'effectif des personnes sans travail 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. Le nombre des personnes qui sont sans travail depuis peu de temps a toutefois augmenté moins sensiblement qu'au quatrième trimestre de 1996.

En avril, 195 000 personnes étaient sans emploi. Ainsi, le taux de chômage est resté inchangé à 5,4% en données corrigées des variations saisonnières. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail s'est accru une nouvelle fois nettement.

Le nombre des personnes touchées par le chômage partiel a diminué, passant de 13 500 au quatrième trimestre de 1996 à 10 300 au premier trimestre de 1997. Il était de 11 800 un an auparavant. La construction a encore été la branche la plus affectée par des réductions de l'horaire de travail.

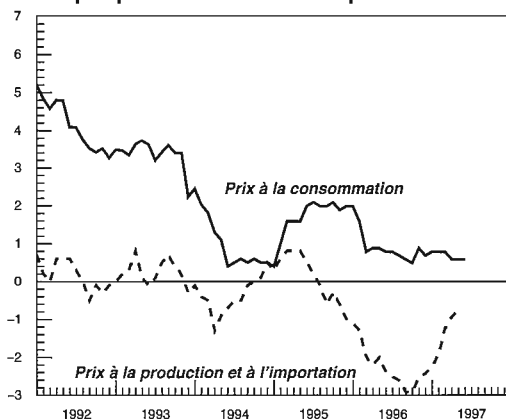
Prix

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement s'est replié de 0,1 point au premier trimestre pour s'établir à 0,7% en moyenne. En mai, il était de 0,6%.

Alors que la hausse des prix des marchandises s'est maintenue à 0,7% au premier trimestre, celle des prix des services a passé de 0,8% à 0,7%. Cette évolution s'explique par la baisse du renchérissement dans les services publics.

Le renchérissement des marchandises et services suisses est resté à 0,7% au premier trimestre. Celui des biens étrangers a passé de -0,2% en septembre 1996 à 1,3% en février. L'accélération est due, d'une part, à la forte hausse des prix du pétrole et, d'autre part, à l'affaiblissement du franc suisse. Les prix du pétrole s'étant repliés par la suite, le renchérissement des biens étrangers a reculé pour s'établir à 0,2% en mars. Il était ainsi de 0,9% au premier trimestre, soit à un niveau légèrement inférieur à celui du quatrième trimestre.

Graphique 13: Evolution des prix*



* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFS

Le recul de l'indice des prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) s'est ralenti nettement au premier trimestre. Après une baisse de 2,3% en 1996, cet indice s'inscrivait en effet 1,3% au-dessous du niveau du premier trimestre de 1996. Les prix des biens importés comme ceux des biens suisses ont diminué moins fortement qu'au quatrième trimestre. Les prix à la production ont régressé de 1,5% en un an; cette évolution a touché presque tous les groupes de produits. De leur côté, les prix à l'importation ont reculé de 0,9% au premier trimestre. Seuls les prix des produits agricoles et des huiles minérales ont enregistré de vives hausses.

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

Au premier trimestre également, la Banque nationale a tenu à approvisionner généreusement les banques en liquidités et à maintenir les taux d'intérêt à court terme à un bas niveau. Elle a ainsi poursuivi la politique monétaire assouplie qu'elle avait adoptée en 1996.

La monnaie centrale désaisonnalisée atteignait 32,5 milliards de francs en moyenne du premier trimestre. Elle dépassait de 6% le niveau du trimestre correspondant de 1996 et de 2,2% celui

Tableau 6: Monnaie centrale

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	MC ^{1,3}	MCD ^{1,4}	Variation en % ²	Variation en % ⁶
1992	26 467	0,1	2 553	-9,9	29 020	29 056	-0,7	-1,0
1993	26 871	1,5	2 654	4,0	29 525	29 498	1,5	2,8
1994	27 369	1,9	2 681	1,0	30 051	30 070	1,9	0,6
1995 ⁵	27 573	0,7	2 574	-0,2	30 147	30 129	0,5	1,4
1996 ⁵	28 221	2,4	2 936	14,1	31 157	31 185	3,5	5,0
1996 ⁵ 2 ^e trim.	28 068	2,5	2 784	8,5	30 852	30 976	3,1	4,9
3 ^e trim.	27 880	2,4	3 019	17,8	30 899	31 349	3,9	4,9
4 ^e trim.	28 786	3,2	3 294	24,1	32 080	31 771	5,0	5,0
1997 ⁵ 1 ^{er} trim.	29 342	4,2	3 453	30,5	32 795	32 481	6,0 ^P	9,2 ^P
1996 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 ⁵ janv.	29 870	4,7	3 289	27,1	33 159	32 350 ^P	5,9 ^P	11,4 ^P
févr.	29 027	4,0	3 320	26,6	32 347	32 379 ^P	5,4 ^P	7,9 ^P
mars	29 128	4,1	3 750	37,4	32 878	32 714 ^P	6,7 ^P	9,2 ^P
avril	28 929	3,1	3 565	32,2	32 494	32 559 ^P	5,6 ^P	6,1 ^P
mai	28 925	3,0	3 729	32,9	32 654	32 851 ^P	5,6 ^P	6,9 ^P

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

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

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

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

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

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

^P Chiffres provisoires

du quatrième trimestre de 1996 (9,2% en taux annualisé). Aussi l'agrégat a-t-il été nettement supérieur à son sentier de croissance à moyen terme, d'où un écart de 3,5% au premier trimestre.

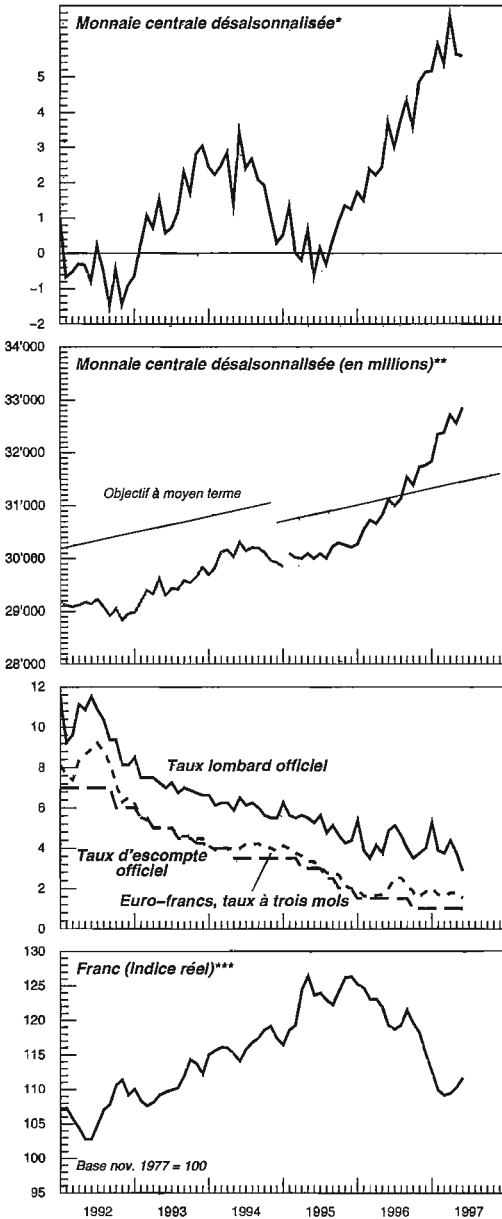
D'un trimestre à l'autre, la monnaie centrale a progressé plus rapidement que prévu, puisque les prévisions de la Banque nationale (31,8 milliards) ont été de 0,7 milliard de francs trop élevées. Cette évolution est due surtout à l'expansion, aussi vive que soudaine, des billets en circulation, qui ont marqué une hausse de 4,2% en un an. Les avoires que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale, l'autre composante de la monnaie centrale, ont été supérieurs de 30,5% à leur niveau du trimestre correspondant de 1996. Les variations en pour-cent de ces avoires, qui représentent moins de 10% de la mon-

naie centrale, sont, l'expérience le montre, beaucoup plus prononcées que celles de la monnaie centrale.

Les raisons de cette forte augmentation des billets en circulation ne sont pas claires. La demande de grosses coupures (1000 francs) a enregistré une progression supérieure à la moyenne, progression qui ne se justifiait ni du point de vue de la conjoncture ni de celui des taux d'intérêt. De son côté, la demande des autres coupures, dont l'évolution suit généralement davantage la conjoncture, n'a crû que modérément. La hausse de la monnaie centrale excède sensiblement le degré d'expansion donné à la politique monétaire pour le premier trimestre de 1997.

L'évolution des agrégats M_1 , M_2 et M_3 reflète la politique monétaire assouplie. Ainsi, les masses

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 monétaires¹
(Définition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
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 ^P	11,9	12,2	7,2
1996 2 ^e trim. ^P	12,9	14,2	7,4
3 ^e trim. ^P	11,2	10,9	7,4
4 ^e trim. ^P	10,2	9,1	7,8
1997 1 ^{er} trim. ^P	9,7	6,5	7,2
1996 sept. ^P	11,9	11,3	7,6
oct. ^P	10,3	10,0	7,3
nov. ^P	9,7	8,6	8,0
déc. ^P	9,7	7,9	7,0
1997 janv. ^P	11,1	7,5	7,4
févr. ^P	11,0	7,1	8,1
mars ^P	7,0	4,9	5,9
avril ^P	8,3	5,4	6,1
mai ^P	12,3	8,2	6,7

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

^P Chiffres provisoires

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

M₂ = M₁ + dépôts d'épargne

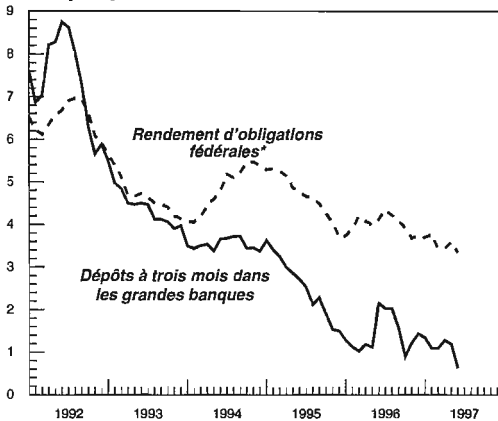
M₃ = M₂ + dépôts à terme

monétaires M₁ (numéraire en circulation, dépôts à vue, comptes de transactions) et M₂ (M₁ plus les dépôts d'épargne) dépassaient, au premier trimestre, de 9,7% et de 6,5% les niveaux observés un an auparavant. L'agrégat M₃ (M₂ plus les dépôts à terme) a enregistré quant à lui une croissance de 7,2%. Dans un contexte de taux à court terme relativement stables, les agrégats monétaires ont évolué de manière assez uniforme. Leur taux de croissance annuel en témoigne, mais aussi les augmentations, d'un trimestre à l'autre et corrigées des variations saisonnières, de 3,2% pour M₁, de 2,2% pour M₂ et de 2,2% pour M₃ (en taux non annualisés).

Marché monétaire

Les rémunérations à court terme sur les dépôts en francs ont reculé quelque peu au début de l'année. Elles sont remontées en mars, à la suite de tensions sur le marché monétaire ainsi que du léger resserrement des rênes monétaires aux

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.

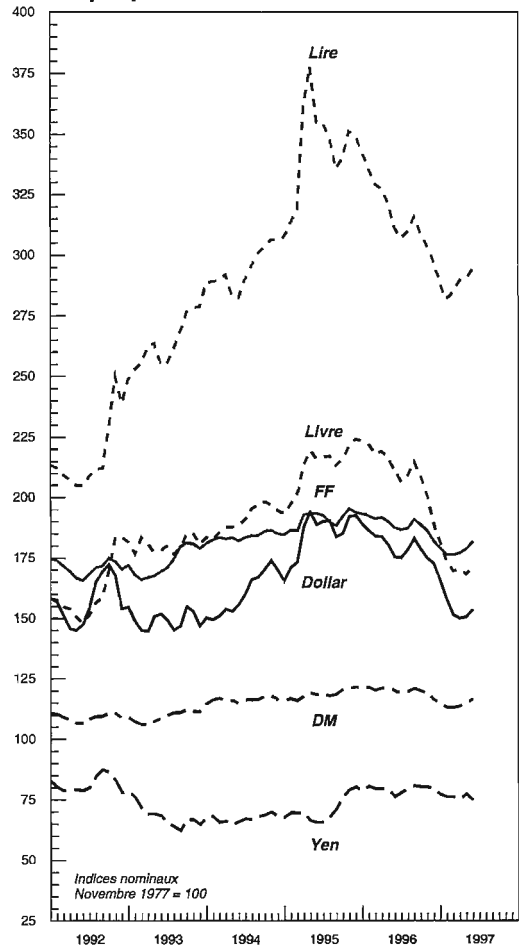
Etats-Unis. En moyenne du premier trimestre, le taux de l'argent au jour le jour a augmenté de 0,1 point par rapport au trimestre précédent pour s'inscrire à 1,7%. Le taux des dépôts à trois mois s'est établi à 1,7% sur le marché des euro-francs et à 1,1% dans les grandes banques, soit une baisse de respectivement 0,1 point et 0,2 point. Le rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération (calculé lors de la dernière émission de chaque mois) a marqué une hausse de 0,2 point pour atteindre 1,6% en moyenne. Le taux de l'argent au jour le jour, qui était descendu à 1,4% en avril, est tombé au-dessous de la barre des 1% à fin mai, à la suite de l'ample approvisionnement en liquidités. Simultanément, le taux des dépôts à trois mois s'est établi à environ 1,1% sur le marché des euro-francs.

Pour les dépôts à trois mois sur l'euro-marché, l'écart entre les taux allemands et suisses mais aussi celui entre les taux américains et suisses ne se sont que faiblement creusés au premier trimestre. Entre le quatrième trimestre de 1996 et le premier trimestre de 1997, la différence d'intérêt en faveur des placements en marks et en dollars a passé respectivement de 1,3 à 1,4 point et de 3,6 à 3,7 points. A fin mai toutefois, les écarts se sont accentués pour s'établir à 2% et à 4,6%.

Marché des changes

Après avoir marqué un très net recul au quatrième trimestre de 1996, l'indice du cours nominal du franc, pondéré par les exportations, n'a plus que légèrement faibli de janvier à avril. Par rapport au dollar, qui s'inscrivait à fr. 1,46 en avril, le franc a perdu 9,4% depuis le mois de janvier. Vis-à-vis de la livre sterling, il s'est déprécié de 4,5%. Durant la première moitié du mois de mai, il a toutefois repris nettement du terrain face à ces deux monnaies. Le franc s'est revalorisé un peu par rapport au mark allemand et aux autres monnaies des

Graphique 16: Variations du franc*



* En termes de quelques monnaies étrangères

pays participant au mécanisme de change du SME. Face au mark, il s'échangeait à la mi-mai 3,2% au-dessus du niveau de janvier, le cours de la monnaie allemande étant de fr. 84,35. Il a en outre progressé de 3,1% vis-à-vis du franc français et de 3,8% par rapport à la lire italienne. Durant cette même période, le franc a par contre reculé de 3,4% face au yen japonais.

Pondéré en fonction des exportations, le cours réel du franc n'a pas poursuivi, de janvier à avril, le mouvement de recul observé précédemment. En avril, il s'inscrivait 11,2% au-dessous du niveau du mois correspondant de 1996 (quatrième trimestre 1996: -8,3%). Simultanément, la valeur extérieure du franc a fléchi, en termes réels, tant face au mark allemand (-6,9%) et au franc français (-8,5%) que vis-à-vis de la lire italienne (-15,2%) et du yen japonais (-5%). Par rapport au dollar, il a même perdu 18,7% en l'espace d'une année. Sa plus forte baisse, moins 23,4%, a été enregistrée face à la livre sterling.

Marché des capitaux et structure des taux d'intérêt

Durant les cinq premiers mois de 1997, les rendements ont marqué un repli sur le marché suisse

des capitaux. A fin mai, le rendement moyen des emprunts fédéraux s'inscrivait à 3,3% environ, contre 3,8% au début de l'année. L'écart de rendement entre les obligations fédérales et les créances comptables à trois mois sur la Confédération a diminué de 0,5 point pour s'établir à 1,7 point. La courbe des taux d'intérêt s'est ainsi aplanie nettement.

Le taux moyen appliqué aux obligations de caisse nouvellement émises par les banques cantonales a reculé, passant de 3,4% au début de l'année à 3% au début de mai. En outre, les taux variables sur les nouvelles hypothèques en premier rang ont baissé de 0,3% pour s'inscrire à 4,5%. Quant aux taux sur les hypothèques anciennes, ils n'ont que faiblement diminué. La rémunération moyenne servie sur les dépôts d'épargne ordinaires était de 1,9% environ en mai, contre 2,1% en janvier.

A la Bourse suisse, le Swiss Performance Index a augmenté de 30% environ au cours des cinq premiers mois de l'année.

Au premier trimestre, les emprunts en francs suisses ont totalisé 16,8 milliards de francs. Ce montant n'était que légèrement au-dessous du niveau observé un an auparavant; au cours des deux trimestres précédents, les volumes de ces em-

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

	1996	1996				1997
		1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Total	57,7	16,9	14,1	16,1	10,6	16,8
Emprunts classiques	47,2	14,6	11,0	13,4	8,2	13,6
Emprunts liés à des actions	7,9	1,7	2,5	2,3	1,4	1,4
Autres ³	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0	1,8
Total des débiteurs suisses						
Emprunts classiques	22,0	5,4	5,5	6,6	4,5	6,0
Emprunts liés à des actions	0,9	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5
Autres ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	23,0	5,6	6,0	6,7	4,7	6,6
Total des débiteurs étrangers						
Emprunts classiques	25,1	9,1	5,5	6,8	3,7	7,5
Emprunts liés à des actions	7,0	1,6	2,0	2,2	1,2	0,9
Autres ³	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0	1,8
Total	34,7	11,3	8,1	9,4	5,9	10,2

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

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

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

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			1997	Etat (mrds fr.)
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	
Somme des bilans	3,3	5,8	0,8	9,7	16,5	18,2	14,0	20,3	1 630,0
Placements financiers nets¹	15,8	12,3	3,8	32,4	38,1	25,2	25,0	33,9	275,0
Liquidités	-2,5	1,2	-6,2	1,4	1,7	14,7	17,3	17,4	11,4
<i>Solde des opérations interbancaires (état en mrds fr.)</i>	-7,1	-26,1	-26,2	-3,0	4,4	2,4	1,5	16,8	16,8
Effets de change et papiers monétaires	16,0	1,3	12,2	19,9	34,1	35,3	8,1	14,4	57,7
Titres	6,3	41,3	1,5	12,2	14,5	23,8	28,0	30,4	189,2
Crédits	1,9	1,6	0,6	-2,5	2,2	5,2	8,3	8,9	785,1
Crédits à des résidents	1,7	0,9	2,4	2,4	3,8	3,2	2,7	1,7	591,6
c/c débiteurs et av. et prêts à terme fixe	0,3	-2,8	0,6	0,8	2,8	3,9	-1,6	-2,7	140,3
Crédits de construction									
Limites	-5,8	-12,4	0,5	-13,2	-19,6	-19,9	-16,2	-14,6	21,7
Montants utilisés	-0,8	-13,5	-4,3	-12,0	-21,8	-19,7	-16,0	-11,1	12,6
Hypothèques	3,5	1,8	3,9	3,4	4,9	3,2	4,3	3,3	427,9
Crédits à des non-résidents	2,6	4,0	-5,4	-19,7	-3,6	13,2	33,9	39,4	193,5
Fonds de la clientèle	3,2	2,4	2,0	0,6	7,3	8,3	11,8	14,3	835,2
Créanciers à vue	5,1	19,8	-4,9	6,8	19,9	24,4	19,9	18,8	129,9
Créanciers à terme	2,4	-8,3	6,8	-7,8	3,4	6,0	19,6	27,3	362,8
Fonds d'épargne	7,4	21,5	4,8	12,1	14,0	11,5	8,0	5,3	279,2
Obligations de caisse	-2,0	-12,5	-11,4	-8,2	-13,0	-13,1	-13,8	-11,1	63,3
Emprunts obligataires et lettres de gage	5,7	5,7	2,6	8,4	5,8	3,3	5,4	8,2	99,2
Opérations fiduciaires	0,8	-10,8	-4,3	-7,9	9,4	14,6	21,5	23,9	326,2

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

prunts avaient été sensiblement inférieurs. Une vive activité a régné durant les mois de janvier et de février sur le marché primaire. A la suite de la hausse des rendements en mars, les opérateurs sur les marchés sont toutefois devenus plus prudents, d'où un recul des émissions.

Les émissions ont augmenté de 18% dans le compartiment suisse. Les emprunts ordinaires («straights») ont enregistré une hausse de 11%, et les emprunts liés à des actions ont plus que quadruplé. Cette dernière catégorie comprenait essentiellement des emprunts convertibles. Sa part au volume total des émissions suisses a passé de 2% à 8% en l'espace d'une année.

Contrairement à l'évolution observée du côté des emprunts de débiteurs suisses, le volume des emprunts émis par des débiteurs étrangers a continué de se replier (-9%). Les emprunts ordinaires

et les emprunts liés à des actions ont chuté de respectivement 18% et 43%. 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 de nouveau marqué une très forte progression, soit 209%. En atteignant 1,7 milliard de francs, le volume des emprunts à taux variable a enregistré un record trimestriel jamais égalé. Compte tenu de ces évolutions divergentes, la part des «straights» au total des émissions de débiteurs étrangers a reculé, s'inscrivant à 81%, contre 73% une année auparavant. La part des pays d'Europe occidentale a augmenté de 51% au premier trimestre de 1996 à 60% au trimestre correspondant de 1997, et celle des débiteurs nord-américains, de 17% à 19%. Par contre, la part des débiteurs japonais a nettement fléchi, puisqu'elle s'est établie à 9%, contre 16% au premier trimestre de 1996. Il en a été de même pour les autres

groupes de pays, dont la part globale a passé de 16% à 12%.

Bilans bancaires et crédits

La somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données atteignait 1630 milliards de francs à fin mars 1997. Elle dépassait ainsi de 10,5% le montant de fin décembre. Les fluctuations de change, notamment la hausse du dollar, ont contribué en partie à cette croissance. La somme des bilans a progressé de 20,3% en un an.

Les placements financiers nets (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) se sont accrus de 18,4% au premier trimestre. A fin mars, les liquidités des banques étaient inférieures au niveau enregistré trois mois auparavant; correction faite des variations dues à l'échéance annuelle, elles ont augmenté de 3%. Pour la période d'application allant du 20 février 1997 au 19 mars 1997, le degré de liquidité I (disponibilités en pour-cent des fonds exigés) s'est inscrit à 125%, soit au même niveau que celui observé un an auparavant.

Les opérations interbancaires ont dégagé un solde de 16,8 milliards de francs à la fin du premier trimestre. Un tel excédent des avoirs sur les engagements en banque n'avait plus été enregistré par les banques depuis l'automne 1989. Après ce pic, les avoirs interbancaires avaient diminué, notamment auprès d'établissements étrangers. En 1994, ces opérations enregistraient un solde négatif de 32,1 milliards de francs, soit leur niveau le plus bas. Durant le premier trimestre de 1997, les banques ont relevé de 10,9% et de 14,3% leurs placements financiers sous forme d'effets de change et papiers monétaires ainsi que de titres.

De janvier à mars, le volume des crédits a augmenté de 3,5%. Les crédits à la clientèle étran-

gère ont progressé de 13,4%, hausse imputable en partie aux cours de change. Quant aux crédits à la clientèle suisse, qui représentent environ les trois quarts du total, ils n'ont marqué qu'une croissance de 0,6%. Les comptes courants débiteurs et les avances et prêts à terme fixe ont crû de 1,5% durant les trois premiers mois de l'année, après avoir reculé au quatrième trimestre de 1996, et les créances hypothécaires, de 0,4%. La mauvaise conjoncture de la construction s'est une fois encore reflétée dans l'évolution des crédits à ce secteur. Ainsi, les limites ouvertes ont diminué de 4% d'un trimestre à l'autre, et les crédits de construction utilisés, de 1,6%. Les limites non utilisées, qui correspondent à la différence entre les limites ouvertes et les crédits utilisés, ont fléchi de 7,1%.

Les fonds de la clientèle s'élevaient à 835,2 milliards de francs à fin mars, ce qui correspond à une hausse de 7,9% depuis la fin de 1996. La croissance s'explique elle aussi en partie par la revalorisation du dollar ainsi que d'autres monnaies étrangères. Les dépôts en francs ne se sont accrus que de 3%. En recul au trimestre précédent, les créanciers à vue ont progressé de 11,3%; les fonds en francs ont également connu une nette expansion (9%). Augmentant de 13,7%, les créanciers à terme ont crû plus fortement encore que les dépôts à vue; la part en francs suisses n'a toutefois enregistré qu'une hausse de 5,1%. Les fonds d'épargne ont progressé de 2,2% entre fin 1996 et fin mars 1997, tandis que dans le domaine des bons de caisse, le mouvement de repli s'est poursuivi (-3,2%). Cette baisse a été largement compensée par la hausse des autres obligations (4,4%).

Au cours du premier trimestre, les fonds fiduciaires confiés aux banques ont augmenté de 7,4% pour s'établir à 326,2 milliards de francs. Ils proviennent à raison d'un cinquième environ de résidents et sont placés presque exclusivement à l'étranger.

Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Jakob Schönenberger, Präsident des Bankrats der Schweizerischen Nationalbank*

Einleitung

Ich möchte Ihnen heute die Aufgaben des Bankrates unseres Instituts erläutern und der Frage nachgehen, ob dessen Funktion noch zeitgemäss umschrieben ist. Ich gehe dazu von den Besonderheiten der Nationalbank aus:

- Die Nationalbank hat im Gesamtinteresse des Landes zu handeln. Ihr Auftrag ist in Verfassung und Gesetz festgelegt.
- Die Rechtsform des Noteninstituts, die Aktiengesellschaft, ist der Privatwirtschaft entliehen.
- Die Nationalbank wird unter Mitwirkung und Aufsicht des Bundes verwaltet.

Diese Struktur ist das Resultat eines jahrzehntelangen Ringens vor der Gründung unseres Instituts im Jahre 1907. Dabei ging es vor allem um die Frage, wie die Notenbank in die Lage versetzt werden könne, ihren Auftrag ungehindert von politischen oder privaten Interessen zu erfüllen, und wie dennoch eine gewisse politische Oberaufsicht ausgeübt werden könne.

Die Lösung dieser Frage bestimmte auch die Organisation der Leitung unseres Instituts, insbesondere die Regelung der Kompetenzen des Bankrates einerseits und des Direktoriums andererseits.

Aufgaben und Struktur des Bankrates

Am 23. Oktober 1894 erschien die erste Botschaft zum Erlass eines Ausführungsgesetzes zu Art. 39 der Bundesverfassung, der dem Bund im Jahre 1891 das Banknotenmonopol übertragen hatte. In dieser Botschaft ging es um die damals kontroverse Frage, ob das Noteninstitut als untergeordneter Verwaltung stehende Staatsbank oder als Aktienbank unter Mitwirkung und Aufsicht des

Bundes verwaltet werden sollte. Zur Regelung der Zuständigkeiten heisst es dort: «Ob Privatbank oder Staatsbank», das künftige Institut müsse «so organisiert werden, dass jeder politische Einfluss fern gehalten wird». Bei der Festlegung der Kompetenzen der Organe wich man bewusst ab von der bei privaten Banken damals üblichen Regelung, bei welcher die eigentliche Oberleitung beim Verwaltungsrat lag. Das Schwergewicht wurde gelegt «auf eine strenge Trennung der beaufsichtigenden und kontrollierenden von den leitenden und ausführenden Organen». Wörtlich heisst es weiter: «Wir verlangen ... mit allem Nachdrucke, dass Leitung und Ausführung in einer Hand, bei einem Direktorium, vereinigt seien. Wir wünschen an die Spitze ... eine möglichst unabhängige, starke Leitung zu stellen, die mit dem Institut völlig verwachsen ist und keine andern Interessen kennt als die der ihr anvertrauten Anstalt.» Die strikte Trennung von Aufsichts- und Leitungsfunktionen fand dann auch Eingang in das erste Nationalbankgesetz von 1905, und sie gilt auch heute noch.

Welches sind nun die Aufgaben und Kompetenzen des Bankrates? Der Bankrat und sein Ausschuss haben folgende Zuständigkeiten:

- Beaufsichtigung von Geschäftsgang und Geschäftsführung der Bank;
- Prüfung von Geschäftsbericht und Jahresrechnung;
- Prüfung der wichtigeren Reglemente der Bank, zum Teil zuhanden des Bundesrates;
- Unterbreitung von Vorschlägen für die Wahl der höchsten Funktionäre der Bank zuhanden des Bundesrates;
- Bewilligung von grösseren Ausgaben für Investitionen und betriebliche Zwecke.

Die Geldpolitik ist in diesem Katalog nicht genannt. Sie liegt in der Kompetenz des Direktoriums, das seine Politik regelmässig mit dem Bundesrat bespricht und jeweils am Jahresende die grundsätzliche Zustimmung des Bundesrates für

* Gehalten in Bern am 18. April 1997

die für das folgende Jahr geplante Politik einholt. Das heisst selbstverständlich nicht, dass sich der Bankrat nicht dazu äussern darf. Das Direktorium erläutert dem Bankrat die Geldpolitik regelmässig und nimmt Stellung zur aktuellen Wirtschaftslage. Für das Direktorium ist es trotz seiner zahlreichen anderen Kontakte wichtig, aus dem Bankrat Hinweise darauf zu erhalten, wie seine Geldpolitik in den verschiedenen Kreisen aufgenommen wird.

Im Kerne übt der Bankrat eine Art demokratischer Kontrolle über die Nationalbank aus. Dazu ist er ausgezeichnet legitimiert, gehören ihm doch Vertreter der massgebenden Wirtschaftskreise, der verschiedenen Landesteile und der wichtigsten politischen Gruppierungen an.

Bankrat und Bankausschuss in der Praxis

Wie hat sich nun die skizzierte Kompetenzregelung bewährt, und wie arbeiten Bankrat und Bankausschuss in der Praxis?

Grundsätzlich kann man sagen, dass die Organisationsstruktur der Nationalbank sich insgesamt bewährt hat. Sie verleiht dem Direktorium die vom Gesetzgeber gewollte und für eine starke Führung nötige Unabhängigkeit von direktem politischem Einfluss, die für die Durchsetzung manchmal unpopulärer Entscheide unerlässlich ist. Im Bankrat und vor allem im Bankausschuss verfügt das Direktorium über ein Aufsichtsorgan, das einerseits – insbesondere über die Ausgabenkompetenz – die wesentlichen betrieblichen Entscheide beeinflussen kann und andererseits für die Geldpolitik die Rolle eines Seismographen für die Reaktionen von Wirtschaft und Politik spielt.

Der Bankrat hält pro Jahr in der Regel vier Sitzungen ab. Dies genügt für die Orientierung durch das Direktorium über die Wirtschafts- und Währungslage und für die Behandlung der administrativen Geschäfte, ist aber erfahrungsgemäss zu wenig, um den Mitgliedern eine intensive Auseinandersetzung mit den anstehenden Fragen zu ermöglichen. Dazu kommt, dass der Bankrat mit seinen 40 Mitgliedern ein sehr grosses Gremium ist, was der Diskussion wenig förderlich ist. Der Vorzug der grossen Sitzzahl ist natürlich, dass sie

zahlreichen Kreisen den Einblick und die Mitwirkung gestattet.

Der Bankausschuss, eine zehnköpfige Delegation des Bankrates, hält mindestens in den Monaten, in denen der Bankrat nicht tagt, eine Sitzung ab. Seine Mitglieder kommen also in der Regel monatlich zusammen. Der Bankausschuss kann deshalb vom Direktorium breiter als der Bankrat über die Probleme, mit denen die Bank konfrontiert ist, informiert werden. Dies ermöglicht ihm, sich wesentlich intensiver mit den Angelegenheiten des Noteninstituts auseinanderzusetzen. Schliesslich eignet sich das kleinere Gremium besser für eine echte Diskussion als der sehr grosse Bankrat. Im Bankausschuss finden denn auch intensive Aussprachen mit dem Direktorium statt, die es diesem ermöglichen, seine Positionen zu testen und zu überdenken. Der Bankausschuss übt die vom Gesetzgeber gewünschte nähere «Aufsicht und Kontrolle» tatsächlich aus.

Schlussfolgerungen und Ausblick

Die überaus langen Auseinandersetzungen bei der Gründung der Nationalbank führten zu einer Regelung der Kompetenzen, die günstige Voraussetzungen schuf für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik. Die klare Trennung von Leitung und Aufsicht gibt dem Direktorium den nötigen Spielraum für eine unabhängige Geldpolitik und schützt die Nationalbank ausreichend vor politischen Pressionen.

Die Regelung der Führungsstruktur der Nationalbank hat sich also bewährt; sie hielt dem Zahn der Zeit in den letzten bald 100 Jahren erstaunlich gut stand. Bei der nächsten Revision des Nationalbankgesetzes müsste man sich wohl fragen, ob die Zahl von 40 Mitgliedern für ein Aufsichtsgremium noch zeitgemäss ist. Eine Straffung stünde im Einklang mit der seit Jahren feststellbaren Tendenz zur Verkleinerung und Professionalisierung privater Verwaltungsräte. Die Kontakte mit den Organisationen, die dann nicht mehr im Aufsichtsgremium der Nationalbank vertreten wären, könnte das Direktorium auch auf andere Weise pflegen.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse

Allocution d'ouverture de Jakob Schönenberger, président du Conseil de la Banque nationale suisse*

Introduction

Aujourd'hui, je voudrais commenter les tâches du Conseil de banque de notre Institut et examiner si son rôle est encore adapté à notre temps. Pour ce faire, permettez-moi de rappeler d'abord quelques particularités de la Banque nationale:

- elle doit agir dans l'intérêt général du pays, et ses tâches sont définies dans la constitution et la loi;
- sa forme juridique -- la société anonyme -- vient de l'économie privée;
- elle est gérée avec le concours et sous la surveillance de la Confédération.

Cette structure est le résultat des décennies de luttes qui ont précédé la fondation de notre Institut en 1907. Il s'agissait avant tout de trouver une réponse à la question: comment faire en sorte que l'institut d'émission puisse remplir ses tâches sans subir les influences de milieux politiques ou privés, tout en étant soumis à une certaine surveillance politique.

La réponse à cette question a défini également l'organisation de la surveillance et de la direction de notre Institut, notamment la réglementation des attributions du Conseil de banque, d'une part, et de la Direction générale, d'autre part.

Tâches et structure du Conseil de banque

Le premier message concernant la loi relative à l'exécution de l'article 39 de la constitution fédérale -- il s'agit de l'article qui avait attribué, en 1891, le monopole d'émission à la Confédération -- a été publié le 23 octobre 1894. Ce message porte sur une question controversée à

l'époque: l'institut d'émission doit-il être une banque d'Etat placée sous une administration spéciale ou une banque centrale par actions qui serait administrée avec le concours et sous la surveillance de la Confédération? En matière de réglementation des attributions, le message précise, je cite: «Qu'elle soit banque privée ou banque d'Etat, il faut que notre banque centrale d'émission soit organisée de telle sorte que toute influence politique en soit écartée.» Lors de la délimitation des attributions des divers organes, le législateur n'a délibérément pas suivi la règle habituelle selon laquelle la direction suprême d'une banque du secteur privé revient au conseil d'administration. L'accent a été mis sur «... la séparation rigoureuse des autorités de surveillance et de contrôle de la conduite d'avec les autorités directrices et exécutives». Le message indique en outre que «... nous demandons instamment ... que la direction et l'exécution soient réunies en une seule main, c'est-à-dire chez le comité de direction [la Direction générale]. Nous désirons placer à la tête de la banque une direction forte et aussi indépendante que possible, qui ne forme qu'un tout avec la banque et ne connaisse pas d'autres intérêts.» La stricte séparation entre organes de direction, d'une part, et organes de contrôle, d'autre part, a été ainsi introduite dans la première loi sur la Banque nationale, celle de 1905. Cette séparation est encore en vigueur aujourd'hui.

Quelles sont les tâches et attributions du Conseil de banque?

Le Conseil de banque et son Comité

- surveillent la marche et la direction des affaires de la Banque;
- examinent le rapport de gestion et les comptes annuels;
- examinent et adoptent les principaux règle-

* Berne, le 18 avril 1997

ments internes, en partie à l'intention du Conseil fédéral;

- soumettent au Conseil fédéral des propositions pour la nomination des plus hauts dirigeants de la Banque, et
- ouvrent les crédits, au-delà de certains montants, destinés à des investissements et à l'exploitation.

La politique monétaire ne figure pas dans cette énumération. Elle entre en effet dans les attributions de la Direction générale. Cette dernière a régulièrement des échanges de vues avec le Conseil fédéral sur la politique monétaire et, en décembre, lui soumet la politique prévue pour l'année suivante en vue d'obtenir son accord de principe. De son côté, le Conseil de banque peut évidemment s'exprimer sur ce sujet. La Direction générale lui commente à intervalles réguliers sa politique monétaire et l'évolution de la conjoncture économique. Il est important pour la Direction générale, même si elle a de nombreux autres contacts, de prendre connaissance des impressions des membres du Conseil de banque et de voir ainsi comment la politique monétaire a été accueillie dans les divers milieux.

Au fond, le Conseil de banque exerce une sorte de surveillance démocratique sur la Banque nationale. Il est parfaitement habilité à remplir une telle tâche, puisque les principaux milieux économiques, les diverses régions du pays et les grandes tendances politiques sont représentés en son sein.

Les Conseil et Comité de banque dans la pratique

La réglementation des attributions des divers organes de la Banque nationale a-t-elle fait ses preuves? Comment travaillent dans la pratique les Conseil et Comité de banque?

Fondamentalement, on peut affirmer que la réglementation adoptée a dans l'ensemble démontré son efficacité. La Direction générale bénéficie en effet de l'autonomie voulue par le législateur et nécessaire à une direction forte. Cette autonomie,

qui la met à l'abri d'influences politiques directes, est indispensable à la mise en œuvre de mesures parfois impopulaires. Grâce au Conseil de banque et, surtout, au Comité, la Direction générale est dotée d'organes de surveillance qui, d'une part, peuvent influencer sur les décisions importantes en matière d'exploitation – notamment par les compétences en matière de dépenses – et, d'autre part, jouent le rôle d'un sismographe enregistrant les réactions des milieux politiques et économiques à la politique monétaire.

Le Conseil de banque tient en général quatre séances par année. Le nombre des séances permet au Conseil d'être bien informé par la Direction générale sur la situation économique et monétaire ainsi que de traiter les affaires administratives. Il est toutefois insuffisant pour que les questions abordées fassent, au sein de cet organe, l'objet d'un débat intensif. Le Conseil de banque, avec ses quarante membres, est de surcroît une très grande enceinte, ce qui ne favorise guère la discussion. En revanche, l'avantage d'un tel cercle est évidemment de permettre à de nombreux milieux de s'informer et de participer.

Le Comité de banque – une délégation de dix membres du Conseil de banque – se réunit au moins une fois au cours de chaque mois où le Conseil ne siège pas. Ses membres se rencontrent donc en principe mensuellement. La Direction générale peut par conséquent informer plus en détail le Comité que le Conseil des questions afférentes à la Banque. Le Comité est ainsi davantage confronté aux affaires de l'institut d'émission. En outre, son effectif est plus approprié que celui du Conseil pour mener des discussions approfondies. Au sein du Comité, des échanges de vues poussés ont lieu avec la Direction générale qui a ainsi la possibilité de tester et d'affiner ses positions. Le Comité de banque exerce en fait la surveillance et le contrôle régulier de la gestion, comme le législateur l'a souhaité.

Conclusions et perspectives

Les discussions fort longues qui ont précédé la fondation de la Banque nationale ont débouché, pour ce qui a trait aux attributions des divers or-

ganes, sur une réglementation créant des conditions propices à une politique monétaire axée sur la stabilité. La séparation claire entre les fonctions de direction et celles de surveillance donne à la Direction générale la marge de manœuvre qui est nécessaire à la conduite d'une politique monétaire autonome et met la Banque nationale suffisamment à l'abri des pressions politiques.

La réglementation relative aux organes de direction et de surveillance de la Banque nationale a fait ses preuves; en vigueur depuis bientôt un siècle, elle a étonnamment bien résisté à l'usure

du temps. Lors de la prochaine révision de la loi sur la Banque nationale, il faudra sans doute se demander si, pour un organe de surveillance, un effectif de quarante est encore adapté à notre époque. Une diminution du nombre des membres du Conseil de banque correspondrait à une tendance observée depuis des années pour les conseils d'administration du secteur privé, tendance qui va vers une réduction des effectifs et davantage de professionnalisme. Les contacts avec les organisations qui ne seraient plus représentées au sein de l'organe de surveillance de la Banque nationale pourraient être maintenus d'une autre manière par la Direction générale.

Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Referat von Hans Meyer, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank*

Die Schweiz blickt auf ein weiteres schwieriges Jahr zurück. Statt der erhofften wirtschaftlichen Erholung zeigten sich erneut rezessive Tendenzen und steigende Arbeitslosigkeit. Erst in den letzten Monaten ist vorsichtiger Optimismus spürbar. Neben den hartnäckigen wirtschaftlichen Problemen beschäftigten uns drei weitere wichtige Themen: das Näherrücken der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, die Revision der schweizerischen Geld- und Währungsverfassung und schliesslich die Finanzbeziehungen der Schweiz im Zweiten Weltkrieg, die auch die Goldtransaktionen der Nationalbank in dieser Zeit wieder aktuell werden liessen.

1. Wirtschaftslage

Das reale Bruttoinlandprodukt ging im Jahre 1996 um schätzungsweise 0,7% zurück. Konjunkturelle und strukturelle Probleme überlagerten sich. Die positiven Impulse aus dem Ausland liessen nach, da die Konjunktur auf dem europäischen Kontinent an Schwung verlor. Zusammen mit dem bis zur Mitte des letzten Jahres noch sehr starken Franken beeinträchtigte dies die Exportmöglichkeiten unserer Wirtschaft. Sorgen bereitete aber auch die anhaltend schwache Binnennachfrage. Im Bausektor blieb die Investitionstätigkeit angesichts des stark gestiegenen Leerwohnungsbestandes und der weiterhin rückläufigen Immobilienpreise schwach. Der private Konsum stagnierte, da sich das reale verfügbare Einkommen leicht zurückbildete und die wieder steigende Arbeitslosigkeit auf die Konsumentenstimmung drückte. Dagegen nahmen die Ausrüstungsinvestitionen erneut kräftig zu. Der überwiegende Teil der Ausrüstungsgüter wird zwar importiert, so dass diese Nachfragekomponente jeweils nur wenig zum Bruttoinlandprodukt beiträgt. Die Ausrüstungsinvestitionen bilden indessen eine wichtige Grundlage für das wirtschaft-

liche Wachstum und stellen einen zentralen Pfeiler der Leistungs- und Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Wirtschaft dar. Angesichts des intensiven weltweiten Wettbewerbes hielt der Rationalisierungsdruck an. Er war nicht zuletzt bei den Banken stark spürbar.

Auf dem Arbeitsmarkt hinterliess diese Entwicklung deutliche Spuren: Die Zahl der Arbeitslosen erreichte zu Beginn dieses Jahres wieder den früheren Höchststand von Mitte 1993. Dennoch meldeten viele Unternehmen weiterhin einen Mangel an Arbeitskräften. Dies deutet darauf hin, dass auf dem Arbeitsmarkt eine beträchtliche Kluft zwischen den nachgefragten und den vorhandenen Qualifikationen besteht. Es gilt zu verhindern, dass sich diese weiter vertieft. Die Förderung der Aus- und Weiterbildung bleibt ein vorrangiges Anliegen. Wir müssen dagegen Massnahmen vermeiden, die die Arbeitskosten noch mehr verteuern. Sonst verschärfen wir das Problem der Arbeitslosigkeit von dieser Seite her weiter.

2. Geldpolitik

Im Jahre 1996 führten wir unsere grosszügige Geldpolitik, zu der wir im Frühjahr 1995 übergegangen waren, weiter. Die erneute Abkühlung der Konjunktur bewog uns, den expansiven Kurs beizubehalten. Wir befürchteten, dass der Konjunkturrückgang deflationäre Tendenzen auslösen könnte. Wollen wir die Preisstabilität bewahren, müssen wir sowohl inflationären als auch deflationären Entwicklungen entgegenzutreten.

Die grosszügige Geldpolitik widerspiegelt sich in der Entwicklung der Geldaggregate. Die Notenbankgeldmenge lag Ende 1996 um 5% höher als ein Jahr zuvor und überschritt ihren mittelfristigen Zielpfad deutlich. Die breiteren Geldaggregate, die auch das von den Banken geschaffene Geld umfassen, wuchsen ebenfalls kräftig. Die Zins-

* Gehalten in Bern am 18. April 1997

sätze am Geld- und Kapitalmarkt bildeten sich zurück. Im Jahresdurchschnitt lagen sie um einen ganzen bzw. einen halben Prozentpunkt tiefer als im Vorjahr.

Um die Jahresmitte gerieten wir in eine heikle Phase. Die von vielen Prognostikern erwartete Konjunkturerholung trat nicht ein. Ferner stiegen die kurzfristigen Zinssätze. Der Hauptgrund für den Zinsanstieg lag im Liquiditätsverhalten der Banken, die ihre bei der Nationalbank gehaltenen Giro Guthaben zulasten der Postkonten aufstockten. Gleichzeitig begann der Frankenkurs, der sich seit Anfang des Jahres abgeschwächt hatte, wieder zu steigen. Diese Entwicklungen waren angesichts der rezessiven Tendenzen unerwünscht. Wir weiteten daher die Liquiditätsversorgung aus, so dass sich die Geldmarktsätze im September wieder deutlich zurückbildeten. Ende September senkten wir den offiziellen Diskontsatz um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 1%. Wir signalisierten damit, dass wir die Zinssätze auf absehbare Zeit tief halten wollten.

Im Herbst entspannte sich die Lage am Devisenmarkt. Der Höhenflug des amerikanischen Dollars, die weichende Skepsis gegenüber der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion und unsere expansive Geldpolitik trugen dazu bei. Zur Zeit liegt der reale, exportgewichtete Franken um gut 10% tiefer als vor Jahresfrist. Die kurz- und langfristigen Zinssätze sind mit knapp 2% bzw. rund 3,5% ebenfalls tief. Allerdings wird oft behauptet, die wirtschaftliche Bedeutung der niedrigen langfristigen Zinssätze dürfe nicht überbewertet werden. Unter Berücksichtigung der niedrigen Inflation lägen die langfristigen Realzinsen immer noch auf einem hohen Niveau. Die Realzinsen hängen indessen nicht von der gegenwärtig sehr tiefen, sondern von der für die Zukunft erwarteten Inflation ab. Sie sind – wenn man die mittelfristig zu erwartende Inflation in Rechnung stellt – ebenfalls niedrig. Somit bestehen günstige monetäre Voraussetzungen für eine konjunkturelle Belebung.

Dennoch rechne ich nicht mit einem raschen Aufschwung. Vor allem zwei Faktoren bremsen immer noch den Gang der schweizerischen Wirtschaft: Der weltweit härtere Wettbewerb löste bei uns einen tiefgreifenden Anpassungsprozess

aus, der an der Restrukturierung vieler Unternehmen und Branchen im Industrie- und im Dienstleistungssektor sichtbar ist. Dieser Prozess verläuft nicht reibungslos. Vor allem dürfte sich die Beschäftigung – und damit auch das Einkommen der privaten Haushalte – unter diesen Umständen nur langsam erholen. Im Unterschied zu früheren Erholungsphasen können wir auch nicht mit starken Impulsen aus dem Ausland rechnen. In vielen europäischen Ländern erholt sich die Binnen nachfrage infolge der hohen Arbeitslosigkeit und der Notwendigkeit, die öffentlichen Finanzen zu sanieren, nur langsam. Dies schmälert unsere Exportmöglichkeiten.

Die Chancen für eine allmähliche Erholung der Konjunktur bei einem hohen Grad an Preisstabilität sind jedoch intakt. Früher oder später werden wir die geldpolitischen Zügel wieder straffen müssen, um die Preisstabilität nicht zu gefährden. Noch ist es jedoch nicht soweit.

3. Europäische Integration

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, die am 1. Januar 1999 beginnen soll, wirft bereits jetzt ihren Schatten auch auf die Schweiz und insbesondere auf die Nationalbank. Wir verfolgen daher das Geschehen mit grosser Aufmerksamkeit. Die Europäische Währungsunion wird das aussenwirtschaftliche Umfeld der schweizerischen Geldpolitik massgeblich verändern. Sie wird nicht nur die Geldpolitik, sondern auch die übrigen Bereiche der schweizerischen Wirtschaftspolitik beeinflussen. Die Wirkungen auf die schweizerische Wirtschaft werden allerdings davon abhängen, wann und mit wie vielen Ländern die Währungsunion verwirklicht wird.

Vorderhand schreitet die Europäische Union in ihren Arbeiten zur Einführung der europäischen Einheitswährung – des Euro – und zur Vorbereitung der gemeinsamen Geldpolitik planmässig voran. Der Europäische Rat einigte sich auf die Grundzüge des neuen Wechselkurssystems, das diejenigen Länder der Europäischen Union, die sich zunächst nicht an der Währungsunion beteiligen, mit dem Euro verbinden soll. Zudem konnte eine Einigung in der Frage des Stabilitäts- und

Wachstumspaktes erzielt werden. Dieser Pakt soll garantieren, dass die Mitgliedstaaten der Europäischen Union auch nach Beginn der Währungsunion eine stabilitätsorientierte Haushaltspolitik führen werden.

Die Voraussetzungen für eine stabilitätsorientierte Geld- und Währungspolitik der künftigen Europäischen Zentralbank sind günstig. Der Unionsvertrag von Maastricht weist der Europäischen Zentralbank ein klares Ziel zu: Preisstabilität. Er gewährt ihr zudem Unabhängigkeit in der Verfolgung dieses Ziels und lässt ihr die freie Wahl der geldpolitischen Instrumente. Die Gestaltung der künftigen europäischen Geldpolitik, aber auch das neue Wechselkurssystem sowie der Stabilitäts- und Wachstumspakt widerspiegeln die Überzeugung, dass eine unabhängige Zentralbank, die sich am Ziel der Preisstabilität ausrichtet, wesentlich zu einer gedeihlichen wirtschaftlichen Entwicklung beitragen kann. Die Schweiz würde als Land, das wirtschaftlich eng mit der Europäischen Union verbunden ist und das stabilen Preisen ebenfalls eine hohe Bedeutung zumisst, von einer Stabilitätsgemeinschaft in Europa profitieren.

Die Europäische Union muss allerdings noch einige Klippen überwinden, um ihr Ziel einer Stabilitätsgemeinschaft zu erreichen. Die Mitgliedländer können der Währungsunion erst beitreten, wenn sie die im Maastrichter Vertrag festgeschriebenen Konvergenzkriterien erfüllen. Es wird keine einfache Aufgabe sein, die Währungsunion rechtzeitig auf Anfang 1999 zu verwirklichen und gleichzeitig auf der konsequenten Einhaltung der Konvergenzkriterien zu beharren. Wir hoffen, dass die Europäische Union eine Lösung finden wird, die das Vertrauen der Öffentlichkeit in den künftigen Euro stärkt.

Sollte die Öffentlichkeit an der Stabilität des Euro zweifeln, würde dies nicht nur die wirtschaftliche Entwicklung der Europäischen Union beeinträchtigen. Auch die Schweiz bekäme die Folgen des mangelnden Vertrauens zu spüren. Der Wechselkurs des Schweizer Frankens würde wahrscheinlich – wie schon im Jahre 1995 – steigen. Die inländischen Unternehmen, die am Weltmarkt tätig sind, müssten eine Verschlechterung ihrer Wettbewerbsstellung hinnehmen.

Die Nationalbank wäre angesichts einer übertriebenen Frankenaufwertung nicht machtlos. Falls die Aufwertung die schweizerische Wirtschaft einem erneuten Deflationsdruck aussetzte, würden wir dieser Entwicklung mit einer Lockerung der Geldpolitik entgegenreten. Wir müssen uns allerdings bewusst sein, dass eine präzise Steuerung des Wechselkurses auf Schwierigkeiten stösst.

Wie ich schon ausführte, gingen wir im Frühjahr 1995 zu einer grosszügigen Geldpolitik über. Bis Ende 1995 sanken die Geldmarktsätze auf das tiefe Niveau von weniger als 2%. Dank dem deutlichen Zinsrückgang begann sich der Franken Anfang 1996 wieder leicht abzuschwächen. Die eigentliche Umkehr des Wechselkurstrends trat indessen erst im Sommer 1996 ein, nachdem wir angesichts des erneuten Zinsanstiegs ein deutliches geldpolitisches Zeichen gesetzt hatten.

Hätte die Nationalbank den Höhenflug des Frankens im Jahre 1995 nicht durch eine wechselkursorientierte Geldpolitik verhindern können? Wäre es sinnvoll gewesen, im Jahre 1995 – wie schon im Herbst 1978 – vorübergehend ein Wechselkursziel festzulegen? Wir hätten den Versuch, den Frankenkurs zu stabilisieren, um einen Preis erkaufen müssen: Die Kontrolle über die Geldmenge wäre uns entglitten. Wir hätten mit einer noch stärkeren Ausweitung der Geldmenge die Gefahr eines erneuten Teuerungsanstiegs heraufbeschworen. Wir waren nicht bereit, dieses Risiko einzugehen. Wir wollten unserem Auftrag, das Preisniveau mittel- und langfristig stabil zu halten, treu bleiben.

Dieser Auftrag schränkt somit den Spielraum für eine aktivistische Wechselkurspolitik ein. Das bedeutet aber nicht, dass die Nationalbank auf diesem Gebiet keine Handlungsmöglichkeiten hat. Sollte die Schaffung der Europäischen Währungsunion zu einer erneuten Frankenaufwertung führen, werden wir den Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik nutzen. Wir werden uns aber hüten, die Preisstabilität mittel- und langfristig aufs Spiel zu setzen.

Die Schweiz könnte die durch die Währungsunion ausgelösten Wechselkursstürbungen völlig beseitigen, wenn sie den Schweizer Franken dau-

ernst an den Euro binden würde. Dieser Schritt hätte allerdings die Aufgabe unserer geldpolitischen Autonomie zur Folge. Die schweizerischen Geldmarktsätze würden sich an das europäische Niveau anpassen und fortan von der Europäischen Zentralbank bestimmt werden. Der Zinsvorteil der Schweiz gegenüber dem europäischen Ausland würde wegfallen. Die schweizerische Wirtschaft wäre von dieser Entwicklung in zweierlei Beziehung betroffen: Einerseits müssten Unternehmen, die in der Schweiz traditionellerweise kapitalintensiv produzieren, eine markante Erhöhung ihrer Kapitalkosten verkraften. Andererseits müsste der Bau- und Immobiliensektor mit einer dauerhaften Erhöhung der Hypothekenzinsen fertig werden. Die Kosten einer solchen Politik würden mit grosser Wahrscheinlichkeit höher liegen als die Vorteile, die sich aus der Stabilisierung des Wechselkurses ergeben könnten.

4. Reform der schweizerischen Geldverfassung

Im abgelaufenen Jahr nahm ein Rechtsetzungsvorhaben, das für die Nationalbank von grosser Bedeutung ist, Gestalt an. Ich spreche von der Reform der Geld- und Währungsverfassung. Der vom Bundesrat am 20. November 1996 verabschiedete Entwurf für eine neue Bundesverfassung enthält auch einen nachgeführten Artikel über die Geld- und Währungspolitik. Dieser Artikel 89 des Verfassungsentwurfs soll die bisherigen Bestimmungen von Artikel 38 BV (Münzartikel) und Artikel 39 BV (Notenbankartikel) ersetzen. Das geschriebene Verfassungsrecht ist durch die gewandelten internationalen Rahmenbedingungen und das von der Schweiz tatsächlich praktizierte Währungssystem teilweise überholt.

Die vorgeschlagene, kompakte Verfassungsnorm macht die Grundprinzipien des schweizerischen Geldwesens wieder in einer für den Bürger verständlichen Sprache deutlich. So erscheint die Geld- und Währungshoheit des Bundes, die bisher ungeschriebenes Verfassungsrecht war, zusammen mit den Bargeldmonopolen im Verfassungstext. Die rechtliche Bindung des Frankens an das Gold, die mit dem Übergang der Schweiz zu flexiblen Wechselkursen im Januar 1973 ihre

Steuerungsfunktion eingebüsst hat, wird gelöst. Die verfassungsrechtliche Demonetisierung des Goldes steht im Einklang mit den völkerrechtlichen Verpflichtungen, welche die Schweiz mit ihrem Beitritt zu den Institutionen von Bretton Woods eingegangen ist.

Der Franken wird trotzdem eine stabile Währung bleiben. Dafür sorgen vertrauenssichernde Bestimmungen im nachgeführten Geld- und Währungsartikel. Zum einen wird die Unabhängigkeit der Notenbank – eine wichtige Voraussetzung für die Sicherung der Geldwertstabilität – verfassungsrechtlich verankert. Dies ist ein Schritt, den wir sehr begrüessen. Zum andern soll die Nationalbank verpflichtet werden, aus ihren Erträgen ausreichende Währungsreserven zu bilden. Diese Verfassungsvorschrift ist als funktionelles Äquivalent für den Verzicht auf die bisherige Pflicht zur Deckung des Notenumlaufs mit Gold und Devisen gedacht. Sie soll die Notenbank aber auch vor Begehren, die Gewinnausschüttung über das geldpolitisch vertretbare Mass hinaus zu erhöhen, schützen.

Die Reform der Geld- und Währungsverfassung ist bereits seit einiger Zeit geplant. Die Loslösung des Frankens von seiner Bindung an das Gold ist ein Anliegen, an dem die Nationalbank aus den erwähnten Gründen interessiert ist. Die Aufhebung der Goldparität des Frankens bildet auch die Voraussetzung dafür, dass der Goldbestand der Notenbank realistisch bewertet werden kann. Im Hinblick auf die vom Bundesrat in Aussicht genommene Schaffung einer Schweizerischen Stiftung für Solidarität ist vorgesehen, die Reform der Währungsverfassung aus dem Gesamtpaket der Verfassungsnachführung herauszulösen und beschleunigt zu behandeln.

5. Die Rolle der Nationalbank im Zweiten Weltkrieg

Im vergangenen Jahr wurde unser Land für alle überraschend erneut mit seiner Vergangenheit im Zweiten Weltkrieg konfrontiert. Dabei stehen die wirtschaftlichen und finanziellen Beziehungen, die die Schweiz als neutrales Land mit beiden Kriegsparteien pflegte, im Vordergrund des Interesses. In diesen Zusammenhang gehören auch

die Goldgeschäfte der Schweizerischen Nationalbank.

In den Kriegsjahren lieferte die Deutsche Reichsbank Gold im damaligen Gegenwert von 1,6 Mrd. Franken in die Schweiz. Die Nationalbank kaufte davon drei Viertel, währenddem der Rest in die Depots anderer Notenbanken und der BIZ gelangte. Im gleichen Zeitraum verkaufte die Nationalbank Gold am freien Markt und an verschiedene Länder. Am Kriegsende war ihr Goldbestand in der Schweiz gleich gross wie zu Kriegsbeginn.

Ebenfalls in den Kriegsjahren kauften wir von den Alliierten Gold im Gegenwert von 1,8 Mrd. Franken. Unser Goldbestand in den Vereinigten Staaten, der in den Kriegsjahren blockiert war, nahm im entsprechenden Umfange zu.

Die damalige Leitung der Nationalbank hat diese Geschäfte einerseits mit den Zwängen des Währungssystems und andererseits mit dem Bestreben erklärt, zum wirtschaftlichen Überleben der Schweiz beizutragen. Diese Argumente sind verständlich, sie beantworten aber die Frage nach der Herkunft des von der Deutschen Reichsbank erworbenen Goldes nicht. Diese Frage war schon zur Kriegszeit im In- und Ausland Gegenstand von Diskussionen. Seit Kriegsende wissen wir, dass rund zwei Drittel des aus Deutschland in die Schweiz gelangten Goldes aus den requirierten offiziellen Beständen besetzter Länder stammten.

Im Zusammenhang mit diesen Geschäften verpflichtete sich die Schweiz nach dem Kriege gegenüber den Alliierten im sogenannten Washingtoner Abkommen zu einer Zahlung von 250 Mio. Franken. Damit sollte ohne Anerkennung einer Rechtspflicht ein Beitrag zum Wiederaufbau Europas geleistet werden.

Die Fakten in bezug auf diese Geschäfte sind seit längerer Zeit bekannt. Es geht heute nicht um die Frage, was geschehen ist, sondern warum es geschehen konnte. Bei aller Zurückhaltung ist festzustellen, dass die damals Verantwortlichen die politischen Folgen ihres Handelns zuwenig bedacht haben. Der Deutschen Reichsbank sind sie unkritisch begegnet.

Heute sind wir aufgefordert, uns in überzeugender Weise mit der Vergangenheit auseinanderzusetzen. Auf legitime Fragen sind differenzierte Antworten zu finden. Dabei handelt es sich um eine auf Dauer angelegte Aufgabe. Mit dem Bundesbeschluss vom 13. Dezember 1996 hat das Parlament dafür günstige Voraussetzungen geschaffen. Die auf dieser Rechtsgrundlage berufene Kommission von in- und ausländischen Fachleuten hat die Aufgabe, die Fakten zu sichten und sie im grösseren historischen Zusammenhang zu würdigen.

6. Die Schweizerische Stiftung für Solidarität

Die Auseinandersetzung mit der Vergangenheit macht nachdenklich und betroffen. Diese uns aufgetragene Aufgabe wollen wir aber nicht als Last, sondern als Herausforderung betrachten. Mit der Klärung des Verhältnisses zur Vergangenheit können wir dem Bemühen um die Gestaltung unseres gemeinschaftlichen Zusammenlebens in Gegenwart und Zukunft neue Impulse geben.

In diesem Sinne ist auch der Vorschlag des Bundesrates zu verstehen, eine Schweizerische Stiftung für Solidarität zu gründen. Mit einem weit über die gegenwärtige Auseinandersetzung hinaus weisenden Entscheid soll ein Zeichen im Sinne der Betonung des Gemeinsinnes und der internationalen Solidarität gesetzt werden.

Zweck der Stiftung wäre die Linderung unverschuldeter menschlicher Not im In- und Ausland, die trotz offizieller und privater Bemühungen zu den Realitäten unseres Lebens gehört.

Die Finanzierung der Stiftung könnte mit dem Ertrag aus der Bewirtschaftung der Hälfte des Aufwertungsgewinnes auf dem Gold der Nationalbank sichergestellt werden. Heute verfügen wir über einen Goldbestand von 2600 Tonnen, der zum Paritätspreis mit 12 Mrd. Franken bilanziert ist. Nach der Lösung der rechtlichen Bindung des Frankens an das Gold wird es darum gehen, diesen Goldbestand realistischer zu bewerten. Bei einer vorsichtigen Bewertung zu 60% des heutigen Marktpreises würde sich ein Wert von 26 Mrd. Franken ergeben. Die Differenz zum heute bilanzierten Wert, also 14 Mrd. Franken, entspricht

dem Aufwertungsgewinn. Da die Nationalbank bereits über ausreichende Währungsreserven verfügt, steht der Aufwertungsgewinn als Teil des Volksvermögens für andere öffentliche Zwecke zur Verfügung.

Der Hälfte des Aufwertungsgewinnes entspricht ein Betrag von 7 Mrd. Franken bzw. – zum heutigen Marktpreis gerechnet – ein Goldbestand von 400 Tonnen. Dieses Gold wird schrittweise in zinstragende Anlagen umzuwandeln sein. Im längerfristigen Durchschnitt könnte so mit einem jährlichen Ertrag in der Grössenordnung von 350 Mio. Franken gerechnet werden, was 50 Franken pro Kopf der Bevölkerung ausmacht.

Im Blick auf eine umsichtige, sachgerechte Bewirtschaftung unter Wahrung der Substanz sind verschiedene Lösungen möglich. So kann der Goldbestand von 400 Tonnen auf die Stiftung übertragen werden. Es ist aber auch denkbar, ihn in den Büchern der Nationalbank zu belassen oder aber ihn durch die Nationalbank treuhänderisch verwalten zu lassen.

Das Schweizervolk wird Gelegenheit haben, selbst zu entscheiden, ob es bereit ist, für die Zwecke der Stiftung eine solche Leistung zu erbringen.

7. Schlussbemerkungen

Ich komme zum Schluss. Wie meine Ausführungen zeigten, steht die Nationalbank vor zwei Herausforderungen. Zum einen werden wir uns bemühen, die hart errungene Preisstabilität zu bewahren. Wir gingen angesichts der drohenden Deflation zu einer grosszügigen Geldpolitik über. Aber wir wissen, dass sich das hohe Geldmen-genwachstum nicht noch lange fortsetzen darf. Sonst schaffen wir ein neues Inflationspotential. Das geldpolitische Umfeld ist indessen mit verschiedenen Risiken behaftet. Die geplante Europäische Wirtschafts- und Währungsunion verunsichert die Öffentlichkeit besonders stark. Wir werden auf unerwartete Entwicklungen, die der schweizerischen Wirtschaft schaden könnten, angemessen reagieren, ohne das Ziel der Preisstabilität aus den Augen zu verlieren. Zum anderen gilt es, die Reform der schweizerischen Geldverfassung über die Runden zu bringen. Wir werden nicht nur die Verfassung an die stark geänderten Währungsverhältnisse anpassen. Wir müssen auch dafür sorgen, dass die Nationalbank als unabhängige Institution gestärkt aus dem Revisionsprozess hervorgeht.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse

Exposé de Hans Meyer, président de la Direction générale de la Banque nationale suisse*

Une fois encore, la Suisse a vécu une année difficile. Au lieu de bénéficier de la reprise espérée de la conjoncture, notre économie a enregistré des tendances à la récession et une augmentation du chômage. Il a fallu attendre ces derniers mois pour qu'un optimisme prudent devienne perceptible. En plus des problèmes économiques tenaces, trois thèmes importants ont retenu notre attention. Il s'agit du prochain passage de l'Europe à l'Union économique et monétaire, de la révision des articles constitutionnels sur la monnaie et l'institut d'émission ainsi que des relations financières de la Suisse pendant la Seconde Guerre mondiale, soit un chapitre de notre histoire qui a remis sous les feux de l'actualité les opérations sur or passées par la Banque nationale au cours de cette période.

1. La situation économique

En 1996, le produit intérieur brut réel a diminué de 0,7% selon les données disponibles. Notre économie a été confrontée à des problèmes à la fois conjoncturels et structurels. Les impulsions venant de l'étranger ont faibli, la conjoncture ayant perdu de son dynamisme sur le continent européen. Cette évolution et la très nette fermeté du franc jusqu'au milieu de 1996 ont influé sur nos exportations. La faiblesse persistante de la demande intérieure a été elle aussi une source d'inquiétude. Dans le secteur de la construction, l'activité est restée déprimée à cause du nombre élevé des logements vacants et des prix immobiliers toujours en repli. La consommation privée a stagné, étant donné que la légère baisse du revenu réel disponible des ménages et la remontée du chômage ont pesé sur le climat de consommation. En revanche, les investissements en biens d'équipement ont continué à progresser vigoureusement. Cette composante de la demande contribue toutefois relativement peu à la forma-

tion du produit intérieur brut, les biens d'équipement étant en grande majorité importés. De tels investissements constituent néanmoins une base importante de la croissance économique et sont essentiels pour que l'économie suisse soit performante et compétitive. Sous la pression de la concurrence mondiale intense, les entreprises ont poursuivi leurs efforts de rationalisation. Cette tendance s'est fait sentir dans les banques tout particulièrement.

Le marché du travail en a fortement subi les effets. Au début de 1997, le nombre des chômeurs atteignait de nouveau son record du milieu de 1993. Maintes entreprises manquaient cependant de personnel, ce qui montre le fossé existant entre les qualifications des personnes à la recherche d'un emploi et celles que demandent les entreprises. Il s'agit de faire en sorte que ce fossé ne se creuse pas davantage. La formation doit donc rester un objectif prioritaire. Il faut toutefois éviter toute mesure alourdissant le coût du travail pour ne pas accentuer encore le problème du chômage.

2. La politique monétaire

En 1996, nous avons mené une politique monétaire souple, tenant ainsi le cap adopté au printemps de 1995. Le nouvel affaiblissement de la conjoncture nous a incités à maintenir le caractère expansionniste de notre politique. Nous craignons l'apparition de tendances déflationnistes dans le sillage du repli de la conjoncture. Si nous voulons sauvegarder la stabilité du niveau des prix, nous devons lutter aussi bien contre les tendances déflationnistes que contre les poussées inflationnistes.

Notre politique monétaire souple a influé sur les agrégats monétaires. A fin 1996, la monnaie centrale dépassait de 5% le niveau observé un an auparavant et était nettement au-dessus de son sentier de croissance à moyen terme. Les agrégats

* Berne, le 18 avril 1997

gats qui répondent à des définitions plus larges et englobent également la monnaie créée par les banques ont eux aussi enregistré de vigoureuses expansions. Les taux d'intérêt ont diminué sur les marchés de l'argent et des capitaux. En moyenne annuelle, ils étaient inférieurs d'un point ou d'un demi-point à leur niveau de 1995.

Vers le milieu de l'année, nous sommes entrés dans une phase délicate. La reprise de la conjoncture, attendue par de nombreux prévisionnistes, ne s'est pas produite. En outre, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté à la suite principalement d'une modification du comportement des banques en matière de liquidités. Les banques ont en effet accru leurs avoirs en comptes de virements à la Banque nationale, au détriment de ceux qu'elles détiennent en comptes postaux. Le franc, qui fléchissait depuis le début de l'année, est de surcroît reparti à la hausse. De telles évolutions étaient indésirables étant donné les tendances à la récession. Nous avons par conséquent renforcé l'approvisionnement en liquidités, et les rémunérations servies sur le marché monétaire ont nettement fléchi en septembre. A la fin du troisième trimestre, nous avons ramené notre taux de l'escompte de 1,5% à 1% pour bien montrer que nous voulions maintenir un certain temps les taux d'intérêt à un bas niveau.

En automne, la situation s'est détendue sur le marché des changes. Plusieurs facteurs y ont contribué, notamment la nette fermeté du dollar des Etats-Unis, les marchés moins sceptiques à l'égard de l'Union économique et monétaire et notre politique expansionniste. Aujourd'hui, le cours réel du franc, pondéré par les exportations, est inférieur d'environ 10% au niveau observé un an auparavant. Les taux d'intérêt sont eux aussi bas puisqu'ils s'inscrivent à moins de 2% pour les taux courts et à environ 3,5% pour les taux longs. Toutefois, on affirme souvent que l'importance sur le plan économique d'un niveau bas des taux longs ne doit pas être surestimée et que les taux longs, eu égard au renchérissement modéré, restent élevés. Les taux longs dépendent cependant non pas du renchérissement actuel qui est extrêmement faible, mais de l'évolution attendue de l'inflation. Si l'on tient compte des anticipations inflationnistes à moyen terme, ils sont eux aussi bas. Sur le plan monétaire, les

conditions sont donc propices à une reprise de la conjoncture.

Je ne m'attends néanmoins pas à un retour rapide à une expansion économique. Deux facteurs avant tout freinent toujours la marche de l'économie suisse. La concurrence plus âpre sur le plan mondial a déclenché en Suisse un processus d'ajustements en profondeur, comme le montre la restructuration de nombreuses entreprises et branches de l'industrie et des services. Ce processus ne va pas sans heurts. Dans ces conditions, l'emploi et, partant, le revenu des ménages n'enregistreront probablement qu'une lente amélioration. Contrairement aux précédentes phases de reprise, nous ne pourrions pas non plus compter sur de fortes impulsions venant de l'étranger. Dans maints pays européens, la demande intérieure ne se redresse que lentement en raison du chômage élevé et de la nécessité d'assainir les finances publiques. Nos exportations en souffrent.

Nos chances de bénéficier d'une reprise graduelle de la conjoncture, dans un environnement caractérisé par une grande stabilité du niveau des prix, sont cependant intactes. Tôt ou tard, nous devons resserrer les rênes monétaires si nous ne voulons pas mettre en jeu la stabilité des prix. Mais nous n'en sommes pas encore là.

3. L'intégration européenne

L'Union économique et monétaire que les Etats de l'UE entendent réaliser à partir du 1^{er} janvier 1999 influe déjà sur la Suisse, en particulier sur la Banque nationale. Aussi suivons-nous très attentivement l'évolution. L'Union monétaire modifiera profondément l'environnement économique extérieur dans lequel s'inscrit la politique monétaire suisse. Elle aura des effets non seulement sur notre politique monétaire, mais aussi sur les autres domaines de la politique économique suisse. Les répercussions sur notre économie dépendront toutefois de la réponse à cette double question: quand et avec combien de participants l'Union monétaire sera-t-elle réalisée ?

Pour le moment, l'UE progresse, conformément au calendrier prévu, dans ses travaux en vue de l'introduction de la monnaie unique – l'euro – et

de la mise en place de la politique monétaire commune. Le Conseil européen a arrêté les grandes lignes du nouveau mécanisme de change qui doit lier à l'euro les pays de l'UE ne participant pas dès le départ à l'Union monétaire. En outre, un accord a pu être obtenu sur la question du pacte de stabilité et de croissance. Ce pacte doit garantir que les pays de l'UE continueront, après le démarrage de l'Union monétaire, à mener une politique budgétaire axée sur la stabilité.

La future Banque centrale européenne opérera dans des conditions qui sont favorables à une politique monétaire axée sur la stabilité. Le traité de Maastricht assigne un objectif clair à la Banque centrale européenne: la stabilité du niveau des prix. De plus, il lui accorde l'autonomie dans la réalisation de cet objectif et lui laisse le libre choix des instruments de la politique monétaire. La conception de la future politique monétaire européenne, le nouveau mécanisme de change ainsi que le pacte de stabilité et de croissance reflètent la conviction qu'une banque centrale indépendante, dont la stratégie est axée sur la stabilité du niveau des prix, peut contribuer dans une forte mesure à une évolution économique prospère. En tant que pays qui est étroitement lié sur le plan économique à l'UE et qui attache lui aussi une haute importance à la stabilité des prix, la Suisse tirerait profit d'une zone de stabilité en Europe.

L'UE doit toutefois surmonter encore quelques obstacles avant d'atteindre son objectif de zone de stabilité. Pour faire partie de l'Union monétaire, les Etats membres devront remplir les critères de convergence fixés par le traité de Maastricht. Il ne sera donc pas aisé de réaliser l'Union monétaire selon le calendrier prévu, soit au début de 1999, et de s'en tenir à un strict respect des critères de convergence. Nous espérons que l'UE trouvera une solution de nature à asseoir la confiance du public dans le futur euro.

Si le public devait douter de la stabilité de l'euro, il faudrait s'attendre à des répercussions négatives sur l'évolution économique non seulement au sein de l'UE, mais aussi ailleurs. La Suisse également ressentirait les conséquences d'un tel manque de confiance. Le franc suisse se revaloriserait probablement, comme nous l'avons déjà observé en 1995. Les entreprises suisses qui opèrent sur

les marchés internationaux subiraient alors une détérioration de leur position concurrentielle.

Face à une revalorisation excessive du franc, la Banque nationale ne serait pas dépourvue de moyens de réaction. Si l'économie suisse, du fait d'une hausse du franc, était de nouveau exposée à des tendances déflationnistes, nous relâcherions les rênes monétaires pour contrer cette évolution. Nous devons cependant être conscients des difficultés auxquelles se heurte une gestion fine des cours de change.

Comme je l'ai déjà rappelé, nous avons assoupli notre politique monétaire au printemps de 1995. Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt ont alors diminué pour s'inscrire à moins de 2% à fin 1995. Grâce au net repli des taux d'intérêt, le franc a commencé à faiblir légèrement au début de 1996. Le véritable retournement de tendance des cours de change ne s'est toutefois produit qu'en été de 1996, soit après le net signal que nous avons donné, par notre politique monétaire, en réaction à une nouvelle hausse des taux d'intérêt.

En 1995, la Banque nationale n'aurait-elle pas pu éviter l'envolée du franc en adoptant une politique monétaire axée sur les cours de change? Aurait-il été judicieux, cette année-là, de fixer temporairement un objectif en termes de cours de change comme nous l'avons fait en automne 1978? La stabilisation du cours du franc aurait eu un prix: le contrôle de la masse monétaire nous aurait échappé. En accroissant davantage la masse monétaire, nous aurions attisé le danger d'une nouvelle hausse du renchérissement. Nous n'étions pas prêts à prendre ce risque. Nous voulions rester fidèles à notre mission qui consiste à maintenir le niveau des prix stable à moyen et long terme.

Cette mission restreint donc nos possibilités de mener une politique active de change. Cela ne signifie cependant pas que la Banque nationale n'a aucune marge de manœuvre en la matière. Si la création de l'Union monétaire devait provoquer une nouvelle hausse du franc, nous utiliserions la marge dont nous disposons pour assouplir notre politique monétaire. Nous nous garderions toutefois de mettre en jeu la stabilité du niveau des prix à moyen et long terme.

En rattachant durablement le franc à l'euro, la Suisse pourrait se mettre totalement à l'abri, après le démarrage de l'Union monétaire, de turbulences dans les cours de change. Un tel rattachement entraînerait toutefois l'abandon de notre autonomie dans la conduite de la politique monétaire. Les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse s'adapteraient au niveau européen et seraient désormais déterminées par la Banque centrale européenne. L'économie suisse perdrait l'avantage qu'elle tire, par rapport aux autres pays européens, de taux d'intérêt bas. Elle serait doublement touchée. Les entreprises qui, traditionnellement, produisent en Suisse en recourant beaucoup au facteur capital devraient faire face à un accroissement sensible de leurs coûts financiers. De plus, l'industrie de la construction et le secteur immobilier seraient confrontés à une hausse durable des taux hypothécaires. Très vraisemblablement, les coûts d'une telle politique seraient plus élevés que les effets positifs découlant d'une stabilisation du cours du franc.

4. La réforme des articles constitutionnels sur la monnaie et l'institut d'émission

Un projet législatif de haute importance pour la Banque nationale a pris forme l'an dernier. Il s'agit de la réforme des articles de la constitution sur la monnaie et l'institut d'émission. Le projet de nouvelle constitution, que le Conseil fédéral a approuvé le 20 novembre 1996, contient notamment un article mis à jour sur la politique monétaire. Cet article 89 du projet de constitution doit remplacer les dispositions figurant aujourd'hui dans les articles 38 et 39, soit dans les articles sur la monnaie et l'institut d'émission. Le droit constitutionnel est devenu en partie obsolète étant donné les profonds changements intervenus dans les conditions-cadres sur le plan international et le régime de change appliqué par la Suisse.

Telle qu'elle est proposée, la norme constitutionnelle est très concise et reprend dans un langage accessible au citoyen les principes fondamentaux du régime monétaire suisse. La souveraineté de la Confédération en matière monétaire – un droit constitutionnel non écrit jusqu'à présent – figure maintenant dans le texte du pro-

jet, tout comme le monopole des pièces et celui des billets de banque. Le rattachement légal du franc à l'or, qui a perdu sa fonction régulatrice avec le passage de la Suisse aux changes flottants en janvier 1973, est supprimé. La démonétisation de l'or dans la constitution est conforme aux engagements de droit international que la Suisse a contractés en adhérant aux institutions de Bretton Woods.

Le franc restera néanmoins une monnaie stable. L'article mis à jour sur la politique monétaire y veille par des dispositions propres à asseoir la confiance du public dans la monnaie. Ainsi, l'autonomie de l'institut d'émission – une condition importante en vue d'assurer la stabilité de la valeur de la monnaie – est ancrée dans la constitution. Nous saluons vivement un tel ancrage. En outre, la Banque nationale sera tenue, selon le projet de réforme, de constituer des réserves monétaires suffisantes à partir de ses revenus. Cette disposition constitutionnelle est conçue pour prendre le relais de la couverture des billets en circulation par de l'or et des devises, couverture qui n'est plus exigée dans le projet. Elle doit également mettre l'institut d'émission à l'abri des convoitises qui feraient passer la distribution de ses bénéfices au-delà d'un volume admissible sous l'angle de la politique monétaire.

La réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie et l'institut d'émission est prévue depuis un certain temps déjà. La suppression du rattachement du franc à l'or est un point auquel la Banque nationale tient particulièrement pour les raisons que je viens d'évoquer. L'abandon de la parité-or du franc permettra également de passer à une évaluation réaliste de l'encaisse-or de la Banque nationale. Etant donné la proposition du Conseil fédéral de créer une Fondation suisse de la solidarité, il est prévu de détacher la réforme des articles constitutionnels sur la monnaie et l'institut d'émission de la mise à jour générale de la constitution pour que cette réforme puisse être accélérée.

5. Le rôle de la Banque nationale pendant la Seconde Guerre mondiale

L'an dernier, à la surprise générale, notre pays a été une nouvelle fois confronté à son passé pen-

dant la Seconde Guerre mondiale. L'intérêt s'est focalisé sur les relations économiques et financières que la Suisse, pays neutre, a entretenues avec les deux camps. Dans ce contexte, il a été beaucoup question des opérations sur or de la Banque nationale suisse.

Pendant les années de guerre, la Reichsbank d'Allemagne a transféré en Suisse de l'or pour 1,6 milliard de francs de l'époque. La Banque nationale en a acquis les trois quarts, le reste aboutissant dans les dépôts d'autres banques centrales et de la BRI. Au cours de la même période, la Banque nationale a vendu de l'or sur le marché libre et à divers pays. Ainsi, son stock d'or en Suisse était, à la fin de la guerre, à son niveau du début des hostilités.

Nous avons également, durant la guerre, acheté de l'or aux Alliés pour 1,8 milliard de francs. Notre stock d'or aux Etats-Unis, qui était bloqué pendant ces années de guerre, a augmenté d'autant.

A l'époque, la Direction de la Banque nationale avait expliqué ces opérations par les contraintes du système monétaire et les efforts pour contribuer à la survie économique de la Suisse. De tels arguments sont plausibles, mais laissent une question ouverte, celle de la provenance de l'or acheté à la Reichsbank d'Allemagne. Au cours de la guerre déjà, cette question avait fait l'objet de discussions, en Suisse comme à l'étranger. Depuis la fin des hostilités, nous savons que les deux tiers environ de l'or transféré d'Allemagne en Suisse provenaient de stocks officiels que les Allemands avaient réquisitionnés dans des pays occupés.

La Suisse, vu ces transactions, s'est engagée après la guerre, par l'accord de Washington, à verser 250 millions de francs aux Alliés. Ainsi, bien que ne se considérant pas comme juridiquement tenue de le faire, elle a fourni une contribution à la reconstruction de l'Europe.

Au sujet de ces opérations, les faits sont connus depuis longtemps. Aujourd'hui, la question est de savoir non pas ce qui s'est passé, mais pourquoi cela a pu se passer. Tout en restant prudent, on doit constater que les responsables de l'époque ont trop peu songé aux conséquences politiques

de leurs actes. Ils ont manqué de sens critique à l'égard de la Reichsbank d'Allemagne.

Aujourd'hui, on nous demande de soumettre notre passé au crible d'une analyse approfondie. Des réponses circonstanciées devront être apportées aux questions légitimes qui nous sont posées. Il s'agit là d'une tâche qui s'inscrit dans la durée. En approuvant l'arrêté fédéral du 13 décembre 1996, le Parlement a créé des conditions favorables à l'accomplissement de cette tâche. La commission d'experts suisses et étrangers, qui a été constituée sur cette base juridique, a pour mission d'examiner les faits et de les apprécier dans un contexte historique plus large.

6. La Fondation suisse pour la solidarité

Cette confrontation avec notre passé nous interpelle et nous embarrasse. Nous voulons cependant la considérer non pas comme un fardeau, mais comme un défi. En faisant la lumière sur notre passé, nous pouvons, pour aujourd'hui et demain, donner de nouvelles impulsions en vue d'une plus grande cohésion au sein de notre communauté.

La proposition du Conseil fédéral de créer une Fondation suisse pour la solidarité s'inscrit elle aussi dans un tel esprit. Cette décision, dont la portée va bien au-delà des discussions actuelles, doit donner un signal en direction d'un renforcement du sens civique et de la solidarité internationale.

La Fondation, selon le projet, a pour but de soulager les personnes qui, en Suisse et à l'étranger, sont dans la détresse, sans en être responsables et en dépit des efforts venant de sources officielles et privées. De tels cas font malheureusement partie de la réalité.

Le financement de la Fondation pourrait être assuré par le produit du placement de la moitié du gain découlant de la réévaluation de l'or de la Banque nationale. Aujourd'hui, nous détenons une encaisse-or qui atteint 2600 tonnes et figure au bilan au prix officiel de l'or, soit pour 12 milliards de francs. Après la suppression des dispositions constitutionnelles et légales rattachant le

franc à l'or, notre encaisse-or pourra être évaluée à un prix plus réaliste. En l'évaluant prudemment, soit à 60% du prix observé aujourd'hui sur le marché, nous aurions une valeur de 26 milliards de francs. La différence de 14 milliards de francs par rapport au montant figurant actuellement au bilan correspond au gain de réévaluation. Ce gain appartient au patrimoine national et, puisque la Banque nationale détient déjà un volume suffisant de réserves monétaires, est disponible pour d'autres buts d'utilité publique.

La moitié du gain découlant de la réévaluation de l'encaisse-or correspond à un montant de 7 milliards de francs ou, au prix actuel du marché, à 400 tonnes d'or. Le métal précieux serait graduellement converti en placements rémunérateurs. En moyenne pluriannuelle, on pourrait ainsi compter sur des revenus d'environ 350 millions de francs par an, ce qui représente 50 francs par habitant.

Plusieurs solutions sont envisageables pour faire fructifier ce capital de manière à la fois circonspecte et professionnelle, tout en sauvegardant sa substance. Ainsi, l'or pourrait être transféré à la Fondation. Il serait également possible de maintenir le capital dans les livres de la Banque nationale ou de le faire gérer à titre fiduciaire par l'institut d'émission.

Le peuple suisse aura l'occasion de dire s'il est prêt à fournir une telle contribution en faveur des buts de la Fondation.

7. Conclusions

Permettez-moi, pour conclure, de vous rappeler que la Banque nationale doit faire face à deux défis. Nous nous efforcerons de préserver la stabilité du niveau des prix que nous avons durement obtenue. Devant la menace d'une déflation, nous avons assoupli notre politique monétaire. Nous savons cependant qu'une forte croissance des agrégats monétaires ne peut se prolonger sans créer un nouveau potentiel inflationniste. Le cadre monétaire comporte toutefois des risques. L'Union économique et monétaire que les États de l'UE ont prévu de constituer est une source de forte incertitude dans le public. En cas d'évolution inattendue qui pourrait causer des préjudices à l'économie suisse, nous réagirions de manière appropriée, sans perdre de vue la stabilité des prix. Notre second défi consiste à mener à bien la réforme des articles constitutionnels sur la monnaie et l'institut d'émission. Il s'agira d'adapter la constitution aux conditions monétaires qui ont fortement évolué, mais aussi de veiller à ce que le statut d'autonomie de la Banque nationale sorte renforcé du processus de révision.

Zinskurven und ihr Informationsgehalt für die Geldpolitik der SNB

Daniel Heller*

1. Einleitung

Die Analyse der Fristenstruktur der Zinssätze ist seit Jahrzehnten ein intensiv erforschtes Gebiet der Nationalökonomie. Dabei stehen unterschiedliche Fragen im Zentrum. Viele Untersuchungen fallen in das Gebiet der Finanzwissenschaft, wo Zinskurven eine unentbehrliche Grundlage für die Bewertung von Finanzanlagen bilden. Auch für Notenbanken stellt die Zinskurve eine wichtige Informationsgrösse dar. Aus der Fristenstruktur der Zinssätze leitet beispielsweise Goodfriend (1993) Angaben über den Restriktivitätsgrad der Geldpolitik ab. Mishkin (1990) und Ireland (1996) verwenden die Zinskurve als Prognoseinstrument für zukünftige Inflationsraten, während Estrella und Mishkin (1996) versuchen, damit das Wachstum der Realwirtschaft zu prognostizieren.

Ziel dieses Aufsatzes ist es, aus der Fristenstruktur der schweizerischen Zinssätze Inflationserwartungen für verschiedene Zeithorizonte herauszulesen. Zu diesem Zweck wird zunächst gezeigt, wie aus couponzahlenden festverzinslichen Wertpapieren wie Obligationen Zinssätze auf couponlosen Wertpapieren (sogenannte Kassasätze) hergeleitet werden können. Zur empirischen Schätzung der Kassasätze stehen verschiedene Methoden zur Auswahl. In dieser Studie wird die unter Notenbanken beliebte Methode von Nelson und Siegel (1987) verwendet. Basierend auf der Erwartungshypothese (welche den Zusammenhang zwischen langfristigen und erwarteten zukünftigen Zinssätzen modelliert) und der Fisher-Beziehung (welche den Zusammenhang zwischen nominellen und realen Zinssätzen modelliert) werden dann aus den geschätzten Zinskurven Inflationserwartungen ermittelt.

* Ressort Volkswirtschaftliche Studien der Schweizerischen Nationalbank.

¹ Ausführlichere Angaben zu Diskontpapieren und Coupon-Obligationen finden sich in vielen Lehrbüchern. Empfohlen sei zum Beispiel Campbell, Lo und MacKinlay (1997). Fabozzi und Fabozzi (1989) enthält Angaben über die institutionellen Gegebenheiten des amerikanischen Obligationenmarkts.

Die Studie ist wie folgt aufgebaut. Im nächsten Abschnitt werden die Preisbildung und die Renditen von Diskontpapieren (couponlose Wertpapiere) diskutiert. Im dritten Abschnitt wird dargestellt, wie aus den Preisen couponzahlender Obligationen theoretisch die Zinskurve für couponlose Wertpapiere abgeleitet werden kann. Anschliessend wird im vierten Abschnitt gezeigt, wie in Anwendung der Nelson-Siegel-Methode eine Zinskurve empirisch geschätzt werden kann. Als Daten werden die Monatsendpreise von Obligationen des Bundes von Januar 1994 bis April 1997 verwendet. Der fünfte Abschnitt enthält eine Analyse der geschätzten Zinssätze anhand von drei Konzepten, die auf der Erwartungshypothese und der Fisher-Beziehung beruhen. Der letzte Abschnitt enthält Schlussbemerkungen.

2. Diskontpapiere

Ein Diskontpapier ist ein Wertpapier, das zu einem gegebenen Termin verfällt und dann zum Nennwert zurückbezahlt wird, ohne dass während der Laufzeit des Papiers irgendwelche Zinsen ausgeschüttet werden. Diskontpapiere sind also couponlose Wertpapiere. Im Gegensatz dazu stehen Wertpapiere mit einem Coupon. Diese zahlen zwar auch zum Fälligkeitstermin einen bestimmten Nominalbetrag zurück; während ihrer Laufzeit schütten sie jedoch in regelmässigen Abständen feste Zinszahlungen aus. In der Schweiz gehandelte Diskontpapiere sind beispielsweise die Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft. Sie werden in Laufzeiten von drei, sechs und zwölf Monaten herausgegeben. Staatliche Anleihen mit längeren Laufzeiten als einem Jahr werden auf der ganzen Welt üblicherweise in der Form von Coupon-Obligationen emittiert, wobei die Frequenz der Couponzahlungen unterschiedlich ist. In der Schweiz erfolgen die Couponzahlungen pro Obligation einmal jährlich, während in den Vereinigten Staaten eine zweimal jährliche Couponzahlung gebräuchlich ist.¹

In diesem Abschnitt sollen nur Diskontpapiere betrachtet werden. Die Rendite $i(t,m)$ eines Diskontpapiers mit Laufzeit m ist jener Zinssatz, der den Preis des Papiers $P(t,m)$ in Übereinstimmung mit dem Barwert der Investition bringt:²

$$P(t,m) = \exp(-i(t,m) \cdot m). \quad (1)$$

Diskontpapiere unterschiedlicher Laufzeit können somit unterschiedliche Renditen aufweisen. Zusammengenommen ergeben diese Renditen die Fristenstruktur der Zinssätze, die als Zinskurve abgebildet werden kann. Eine Zinskurve ist also eine Grafik, die die Renditen von Diskontpapieren in Abhängigkeit ihrer Laufzeiten m abbildet. In der Literatur werden die Renditen von Diskontpapieren oft auch Kassasätze (*spot rates*) genannt.

Von den Kassasätzen sind die Terminalsätze zu unterscheiden. Diese können mit folgendem Beispiel veranschaulicht werden: Ein Anleger steht vor zwei Investitionsmöglichkeiten, die den gleichen Zeithorizont m aufweisen. Die eine Möglichkeit ist eine einmalige Investition in ein Diskontpapier zum Kassasatz $i(t,m)$. Die andere Möglichkeit umfasst zunächst eine Investition mit kürzerer Laufzeit m' und Rendite $i(t,m')$. Zum Zeitpunkt $t+m'$ wird dann der ausgeschüttete Betrag nochmals für $m-m'$ Perioden reinvestiert. Als Terminalsatz $f(t,m',m-m')$ bezeichnet man nun jenen Ertrag auf der Reinvestition, der den Anleger zwischen diesen beiden Investitionsstrategien indifferent macht. Da die Kassasätze $i(t,m)$ und $i(t,m')$ zum Zeitpunkt t bereits bekannt sind, ist auch der Terminalsatz $f(t,m',m-m')$ bestimmt, obwohl sich dieser auf eine in der Zukunft liegende Investition bezieht. Die Indifferenz zwischen diesen Anlagen lässt sich als

$$\exp(-i(t,m)m) = \exp(-i(t,m')m') \cdot \exp(-f(t,m',m-m')(m-m'))$$

darstellen. Durch Logarithmieren und Auflösen nach dem Terminalsatz ergibt sich der Terminalsatz:

$$f(t,m',m-m') = \frac{m \cdot i(t,m) - m' \cdot i(t,m')}{m - m'}. \quad (2)$$

Terminalsätze können nicht direkt beobachtet werden, da sie mit reinen Arbitrageüberlegungen aus den Kassasätzen abgeleitet werden. Daher werden sie oft auch implizite Terminalsätze (*implicit forward rates*) genannt.

Falls nun m' gegen m strebt, erhalten wir als Grenzwert einen Terminalsatz mit extrem kurzer Laufzeit, den wir den augenblicklichen Terminalsatz (*instantaneous forward rate*) nennen und mit $f(t,m)$ bezeichnen. Der Terminalsatz $f(t,m)$ kann daher als Grenzertrag betrachtet werden, d. h. $f(t,m)$ ist der zusätzliche Ertrag, der anfällt, wenn eine Investition marginal verlängert wird. Mit der Definition von $f(t,m)$ als Grenzertrag kann der Kassasatz $i(t,m)$ als Durchschnitt aller augenblicklichen Terminalsätze zwischen t und $t+m$ dargestellt werden:

$$i(t,m) = \frac{\int_{t=0}^m f(t,\tau) d\tau}{m}. \quad (3)$$

Durch Differenzieren nach $t+m$ kann eine weitere Beziehung hergeleitet werden, die die Terminalsätze wiederum als Funktion der Kassasätze darstellt:

$$f(t,m) = i(t,m) + m \cdot \frac{\partial i(t,m)}{\partial (t+m)}. \quad (4)$$

Gleichung (4) ist im Grunde nichts anderes als eine Grenzwertbetrachtung von Gleichung (2). Sie besagt, dass der augenblickliche Terminalsatz $f(t,m)$ gleich der Summe aus dem Kassasatz mit Laufzeit m und dem Produkt aus m und der Steigung der Zinskurve in $t+m$ ist. Der Zusammenhang zwischen Termin- und Kassasatz ist somit analog zu jenem zwischen Grenz- und Durchschnittskosten, der aus der Preistheorie bekannt ist. Der Kassasatz $i(t,m)$ entspricht den Durchschnittskosten eines Darlehens über m Perioden. Der augenblickliche Terminalsatz $f(t,m)$ stellt die Grenzkosten für die Verlängerung des Darlehens dar. Aus Gleichung (4) kann auch herausgelesen werden, dass der Terminalsatz über dem Kassasatz liegt, falls die Zinskurve steigt, und unter dem Kassasatz liegt, falls die Zinskurve fällt.

² Eine etwas ausführlichere Darstellung findet sich in Svensson (1994).

3. Coupon-Obligationen

Oft werden Zinskurven mit Daten von Wertpapieren staatlicher Schuldner geschätzt. Der Grund liegt darin, dass der Staat in der Regel der grösste Einzelschuldner eines Landes ist und das Verlustrisiko auf diesen Wertpapieren als sehr gering betrachtet werden kann. Staatspapiere mit mehrjähriger Laufzeit werden aber meistens nicht als Diskontpapiere, sondern als couponzahlende Obligationen herausgegeben. Dieser Abschnitt beschäftigt sich mit den daraus resultierenden Konsequenzen für die Berechnung der Zinsstruktur.

Jede Couponzahlung einer Obligation kann als ein Mini-Diskontpapier mit einem Nennwert in der Höhe des Coupons angesehen werden. Die Bewertung einer Coupon-Obligation kann daher als Bündel oder Portfolio von Diskontpapieren angesehen werden, deren Laufzeiten durch die Ausschüttungsdaten der Coupons und das Kaufdatum der Obligation bestimmt sind. Der Preis einer Coupon-Obligation, die einmal jährlich einen Coupon c bezahlt, kann deshalb wie folgt dargestellt werden:

$$P(t, m+\lambda) = c \cdot \sum_{k=0}^m \exp(-i(t, k+\lambda)(k+\lambda)) + \exp(-i(t, m+\lambda)(m+\lambda)). \quad (5)$$

Der Preis einer Coupon-Obligation bestimmt sich also aus der Summe der Barwerte der Couponzahlungen c und des Barwertes des Nennwertes, der hier gleich eins gesetzt ist. Die Restlaufzeit beträgt $m+\lambda$ Jahre, wobei $0 < \lambda < 1$ ist und λ die Zeitdauer bis zur Ausschüttung des ersten Coupons bezeichnet.

In der Preisgleichung für Coupon-Obligationen (5) sind der Preis, die Höhe des Coupons, und die Fälligkeitszeitpunkte bekannt. Unbekannt sind zunächst die $m+1$ verschiedenen Kassasätze, mit denen die Auszahlungen abdiskontiert werden. Gleichung (5) kann relativ einfach gelöst werden, wenn unterstellt wird, dass alle zugrunde liegenden Kassasätze identisch sind. Dieser Zinssatz wird Rendite oder interner Zinssatz einer Obligation genannt. Die Rendite ist also ein gewichteter Durch-

schnitt verschiedener Kassasätze und kann bloss als Annäherung an die Kurve der Kassasätze betrachtet werden. Nur wenn die Zinskurve horizontal verläuft, ist die Rendite mit den Kassasätzen identisch. Wird die Rendite in Gleichung (5) eingesetzt, so kann diese wegen Nicht-Linearität analytisch nicht gelöst werden. Mit numerischen Verfahren kann die Rendite aber relativ einfach ermittelt werden.³ Anhand von Gleichung (5) kann auch gezeigt werden, dass der Kassasatz für die gesamte Restlaufzeit $i(t, m+\lambda)$ höher als die Rendite sein muss, falls die Zinskurve positiv verläuft, und tiefer, falls sie eine negative Steigung aufweist.

4. Das Schätzen von Zinskurven

In diesem Abschnitt soll nun dargestellt werden, wie man gestützt auf Beobachtungen von Obligationspreisen eines bestimmten Datums eine Zinskurve schätzen kann. In den letzten 25 Jahren wurden verschiedene Methoden entwickelt, mit denen Zinskurven hergeleitet werden können. Für einen Überblick über die wichtigsten dieser Methoden seien Deacon und Derry (1994a) und Campbell, Lo und MacKinlay (1997, Kapitel 10 und 11) empfohlen.

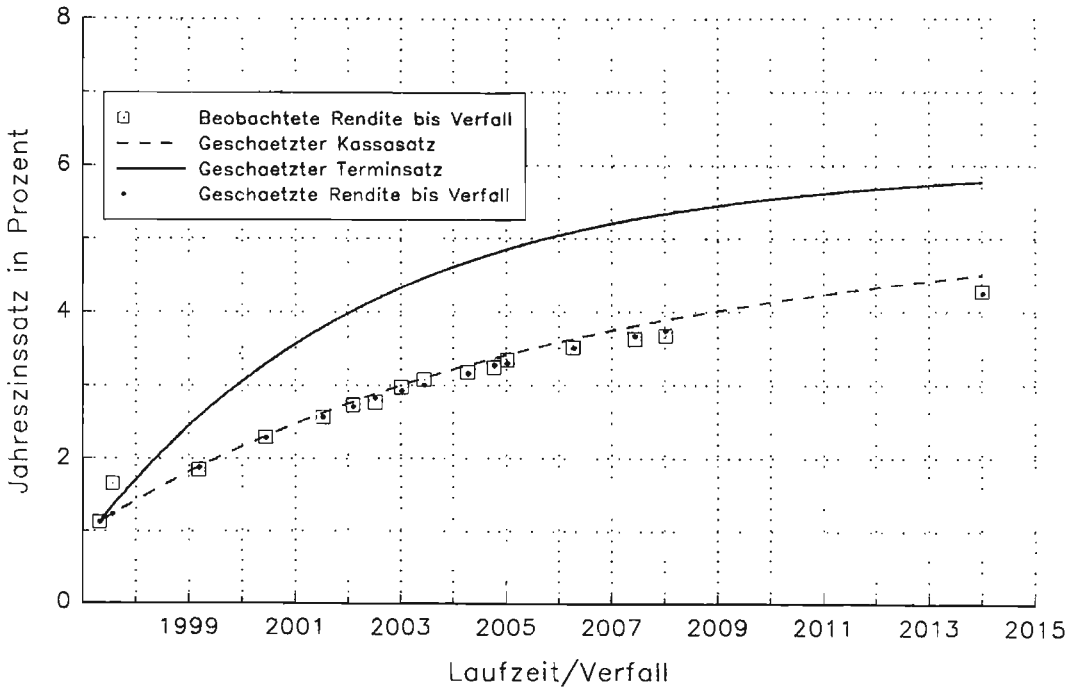
Die meisten Notenbanken wenden neben anderen Ansätzen eine von Nelson und Siegel (1987) entwickelte Methode an. Die Nelson-Siegel-Methode zeichnet sich durch drei Stärken aus: Erstens weisen die geschätzten Kassa- und Terminalsätze stets einen glatten Verlauf auf, zweitens sind die Terminalsätze nie negativ, und drittens kann die Methode auch dann angewandt werden, wenn nur wenige Beobachtungen zur Verfügung stehen.

Um den glatten Verlauf zu garantieren, unterstellen Nelson und Siegel, dass die Zinssätze die Lösung einer Differentialgleichung zweiter Ordnung sind. Mit Lösungen von Differentialgleichungen zweiter Ordnung können sowohl steigende bzw. fallende als auch buckelförmige Zinskurven dargestellt werden. Damit noch weitere Verläufe abgebildet werden können, hat Svensson (1994 und 1995) eine Erweiterung der Nelson-Siegel-Methode entwickelt. Im folgenden werden wir uns auf eine Anwendung des Nelson-Siegel-Ansatzes beschränken. Die Nelson-Siegel-Methode geht

³ Da alle zukünftigen Zahlungen positiv sind, gibt es für die Rendite nur eine einzige positive reale Lösung.

Abbildung 1

Kassa- und Terminalsätze am 23. April 1997



davon aus, dass die augenblicklichen Terminalsätze durch die Gleichung:

$$f(t, m) = \beta_0 + \beta_1 \exp(-\alpha m) + \alpha m \beta_2 \exp(-\alpha m) \quad (6)$$

bestimmt werden. Anhand des Zusammenhangs zwischen Termin- und Kassasätzen aus Gleichung (3) kann Gleichung (6) in einen Ausdruck für $i(t, m)$ umgeformt werden. Gleichung (6) weist ökonomisch interessante Grenzeigenschaften auf. Strebt m gegen null, konvergiert der augenblickliche Terminalsatz gegen $\beta_0 + \beta_1$. Dies bedeutet, dass die Summe der beiden Schätzparameter β_0 und β_1 gleich dem kürzesten Zinssatz, beispielsweise dem Tagesgeldzinssatz, sein muss. Strebt der Horizont m gegen unendlich, nähert sich der Terminalsatz asymptotisch β_0 an, d.h., der sehr weit entfernte augenblickliche Terminalsatz $f(t, \infty)$ muss gleich β_0 sein.

Zum Schätzen wird als erstes die aus Gleichung (6) hergeleitete Gleichung für die Kassasätze in

die rechte Seite der Preisgleichung (5) eingefügt. Danach werden auf der linken Seite der Gleichung die an einem bestimmten Handelstag am Sekundärmarkt beobachteten Kurse der Obligationen eingesetzt. Die linke Seite wird ausserdem für jede Obligation durch die Couponsätze und die Daten aller Auszahlungen ergänzt. Damit ist das Schätzsystem komplett, und die optimalen Parameterwerte für α , β_0 , β_1 und β_2 können geschätzt werden, indem die quadrierten Preisfehler minimiert werden. Da das System der Schätzgleichungen stark nichtlinear ist, können nur Schätzverfahren wie «Nonlinear Least Square», «Generalized Method of Moments» oder «Maximum Likelihood» verwendet werden. Alle hier präsentierten Kassa- und Terminalsätze wurden mit der Maximum-Likelihood-Methode geschätzt.

Abbildung 1 zeigt die geschätzten Termin- und Kassazinskurven für ein zufällig ausgewähltes Datum, den 23. April 1997. Die verwendeten Da-

ten waren die an jenem Tag beobachteten Kurse von 14 nichtkündbaren Obligationen der Eidgenossenschaft, die Rendite einer dreimonatigen Geldmarktbuchforderung des Bundes, sowie der Zinssatz für Tagesgeld. Die Daten kündbarer Obligationen können nicht verwendet werden, da deren Preise anders gebildet werden als jene von nichtkündbaren Obligationen.⁴ Wie die Abbildung zeigt, verläuft die geschätzte Kurve für Kassasätze durchwegs steigend. Aus Gleichung (4) folgt, dass die augenblicklichen Terminalsätze in diesem Fall stets oberhalb der Kassasätze liegen müssen. Auch sind die Kassasätze mit der entsprechenden Laufzeit erwartungsgemäss immer höher als die geschätzte Rendite der Obligation. Der geschätzte Kassasatz für eine Anlage mit unendlicher Laufzeit beträgt 5,97%.

Aus der Abbildung kann weiter entnommen werden, dass die geschätzte und die beobachtete Rendite nur bei den dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen deutlich voneinander abweichen. Diese Abweichung hat zwei mögliche Gründe. Erstens kann es bei der Minimierung der quadrierten Preisfehler gerade bei kurzen Laufzeiten vorkommen, dass die beobachtete und die geschätzte Rendite voneinander abweichen. Zweitens kann sich die funktionale Form der Zinskurve, die die Nelson-Siegel-Methode verwendet, als nicht flexibel genug erweisen. Eine Schätzung mit der von Svensson (1994, 1995) erweiterten Nelson-Siegel-Methode, die zwei Wendepunkte in der Zinskurve erlaubt, würde im vorliegenden Fall für die dreimonatige Laufzeit einen wesentlich kleineren Renditefehler liefern.

5. Erwartungstheorie und Risikoprämien

Für die Geldpolitik ist vor allem der Vergleich von Zinskurven von Interesse. Um Veränderungen der Fristenstruktur der Zinssätze über die Zeit inter-

pretieren zu können, werden verschiedene Konzepte verwendet. Drei davon sollen in diesem Kapitel diskutiert werden.

Die Erwartungshypothese

Das populärste Modell zur Erklärung der Fristenstruktur der Zinssätze ist die Erwartungshypothese.⁵ Die Erwartungshypothese ist nicht eine einzige klar definierte Theorie. Vielmehr werden verschiedene Varianten unter diesem Namen subsumiert. Allen Varianten der Erwartungshypothese ist jedoch gemeinsam, dass sie einen Zusammenhang zwischen beobachteten langfristigen Zinssätzen und erwarteten kurzfristigen Zinssätzen postulieren.

In der Formulierung von Shiller (1979) lässt sich die Erwartungshypothese als

$$i(t, m) = \sum_{j=0}^{m-1} w_j E_t i(t+j, 1) + \phi_m \quad (7)$$

schreiben, wobei sich die Gewichte w auf eins summieren und $E_t i(t+j, 1)$ die zum Zeitpunkt t gebildete Erwartung über den Zinssatz für eine Anlage mit einperiodiger Laufzeit im Zeitpunkt $t+j$ ist. Der Parameter ϕ_m ist eine konstante Risikoprämie für Zinssätze mit Laufzeit m . Gleichung (7) sagt aus, dass ein in t gebildeter langfristiger Kassasatz gleich der gewichteten Summe von in Zukunft erwarteten kurzfristigen Sätzen und einer laufzeitabhängigen, aber zeitunabhängigen, positiven Risikoprämie ist. Die positive Risikoprämie trägt der Tatsache Rechnung, dass Zinskurven fast immer steigend verlaufen. Die normalerweise positive Steigung der Zinskurve wird damit begründet, dass Anleger, die sich für eine längere Zeit binden, für das erhöhte Kursrisiko dieser Anlagen entschädigt sein wollen. Wäre die Risikoprämie gleich null, würde eine steigende Zinskurve nach Gleichung (7) bedeuten, dass ein fortlaufender Anstieg der kurzfristigen Sätze erwartet wird.

Im Lichte von Gleichung (7) sollen nun die Verläufe der Kassazinssätze zwischen Januar 1994 und April 1997 untersucht werden. Die Kassasätze wurden gleich wie in Abbildung 1 berechnet. Die Resultate sind in Abbildung 2 dargestellt. Die kürzeste Laufzeit ist der Tagesgeldzinssatz. Die längste Laufzeit beträgt zehn Jahre.

⁴ Eine kündbare Obligation ist eine nichtkündbare Obligation abzüglich einer Put-Option für die vorzeitige Kündigung. Die Bewertung dieser Option ist relativ aufwendig (siehe dazu Gibson-Asner, 1990, und Büttler, 1995).

⁵ Übersichten über Erklärungsansätze der Fristenstruktur finden sich beispielsweise in Shiller (1990) und Campbell, Lo und MacKinlay (1997). Eine kritische Betrachtung liefert Cox, Ingersoll und Ross (1981).

Abbildung 2

Kassasätze

31. Januar 1994 – 23. April 1997

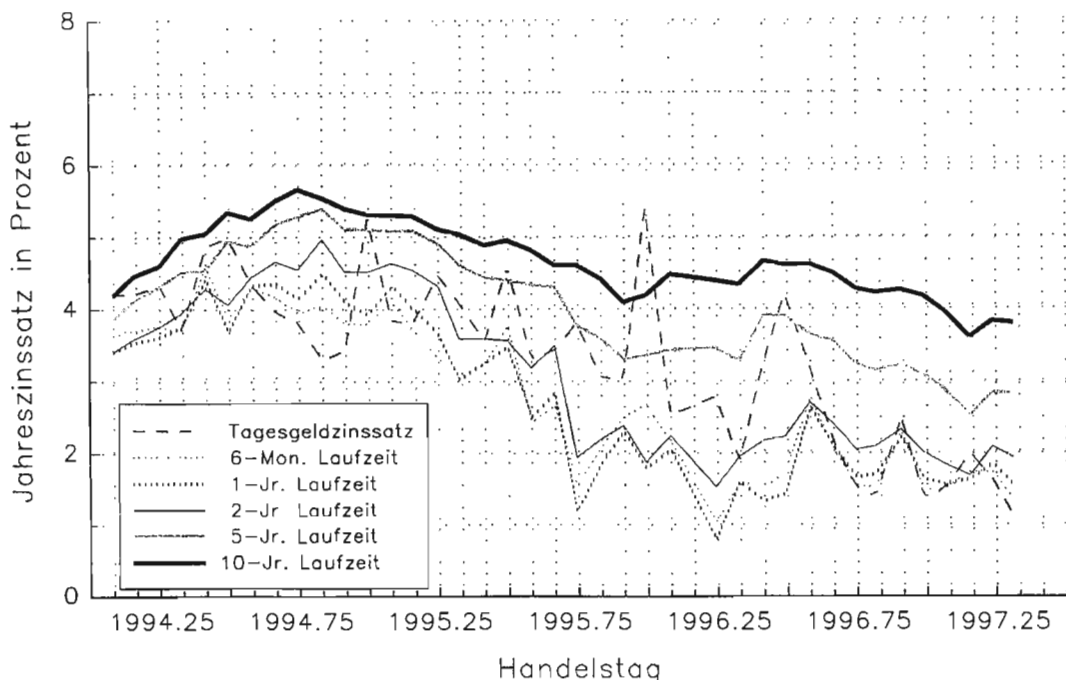


Abbildung 2 zeigt, dass die Zinskurve Anfang 1994 relativ flach verlief. Die Differenz zwischen den kurzen und den langen Sätzen betrug weniger als 100 Basispunkte. Im Herbst 1994 setzte ein leichter Rückgang zunächst der Zinssätze mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr ein. Dieser Rückgang ist ein Hinweis darauf, dass die Schweizerische Nationalbank ihre Geldpolitik zu jenem Zeitpunkt vorerst vorsichtig und ab Frühjahr 1995 deutlich zu lockern begann. Gemäss Gleichung (7) führt ein solcher Rückgang bei unveränderten Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der kurzfristigen zu einem Nachgeben der langfristigen Zinssätze. Dies trat, wie Abbildung 2 zeigt, auch ein: Die fünf- und zehnjährigen Sätze bildeten sich kontinuierlich zurück. Dabei fällt auf, dass die Fünfjahressätze stärker sanken als die Zehnjahressätze. Dies deutet darauf hin, dass die Märkte die kurzfristigen Sätze für die nächsten fünf Jahre auf einem tieferen Niveau er-

warteten als im Durchschnitt über die nächsten zehn Jahre.

Fisher-Beziehung und Inflationserwartungen

Verwandt mit der Erwartungstheorie ist der von Fisher (1907) hervorgehobene Zusammenhang zwischen nominalen Zinssätzen und Inflationserwartungen. Fisher zeigt in einem einfachen Modell mit zwei Perioden, dass der nominale Zinssatz $i(t,m)$ gleich der Summe aus dem Realzinssatz r und den durchschnittlichen Inflationserwartungen $E_t \Pi(t,m)$ ist:

$$i(t,m) = r(t,m) + E_t \Pi(t,m). \quad (8)$$

Falls die Realzinssätze konstant und die Erwartungen rational sind, kann die Fisher-Beziehung in Gleichung (8) zu

$$\Pi(t,m) - \Pi(t,n) = a + b(i(t,m) - i(t,n)) + \varepsilon(t) \quad (9)$$

und

$$\Pi(t,m) - \Pi(t,1) = c + d(i(t,m) - \Pi(t,1)) + \gamma(t) \quad (10)$$

erweitert werden, wobei $\varepsilon(t)$ und $\gamma(t)$ mit der Vergangenheit nicht korrelierte Prognosefehler sind. Wir nehmen an, der Realzins bleibe konstant. Es ist unmöglich, den Realzins in der Schweiz direkt zu messen, da keine (preisniveau-)indexierten Obligationen herausgegeben werden.⁶

Die erste Gleichung besagt, dass die Differenz zwischen den Kassasätzen mit Laufzeiten m und n die Differenz zwischen der durchschnittlichen Inflation für die nächsten m Perioden und jener der nächsten n Perioden zu prognostizieren vermag. Gleichungen wie diese wurden beispielsweise von Mishkin (1990) und Jorion und Mishkin (1991) verwendet. Diese Studien fanden, dass b meistens signifikant von null verschieden ist, d. h., dass die Steigung der Zinskurve in der Tat als Indikator für die zukünftige Inflation verwendet werden kann.

Die zweite Gleichung stellt einen Zusammenhang zwischen der Differenz aus dem Kassasatz mit Laufzeit m und der heutigen Inflationsrate einerseits und der Veränderung der durchschnittlichen Inflationsrate für die nächsten m Zeiteinheiten andererseits her. Falls $d \neq 0$, kann aus der Zinskurve und der heutigen Inflation die zukünftige Inflation vorhergesagt werden. Engsted (1995) testete Gleichung (10) für mehrere Länder und fand, dass d meistens von null verschieden ist.

Leider können diese beiden Gleichungen für die Schweiz ökonomisch nicht getestet werden, da die benötigten Kassasätze erst ab 1994 zur Verfügung stehen. Der Grund liegt darin, dass es vor 1994 nicht genügend unkündbare Obligationen

⁶ Grossbritannien, Israel und die Vereinigten Staaten emittieren gerade deshalb Obligationen, deren Auszahlungen an die Inflation gebunden sind, damit aus dem Vergleich der Zinskurven von nichtindexierten und indexierten Obligationen Angaben über Realzinssätze und Inflationserwartungen abgeleitet werden können (siehe dazu Deacon und Derry, 1994b).

⁷ Für die Vereinigten Staaten stehen solche Reihen bereits ab den frühen sechziger Jahren zur Verfügung, so dass das empirische Testen solcher Beziehungen gut möglich ist.

gab, mit denen Kassazinskurven geschätzt werden können. Die schweizerischen Daten können daher nur anhand von Grafiken untersucht werden.⁷

Zunächst soll Abbildung 2 anhand von Gleichung (9) analysiert werden. Die Gleichung besagt, dass eine sehr flache Zinskurve auf keine Zunahme der zukünftigen Inflationsrate hindeutet. Je grösser die Differenz zwischen Langfrist- und Kurzfristzinsen, desto eher muss mit einer Zunahme der durchschnittlichen Inflationsrate gerechnet werden. Diese Differenz vergrösserte sich zwischen Herbst 1994 und Anfang 1996. Seither hat sie sich wieder leicht verringert, blieb aber positiv. Gemäss Gleichung (9) bedeutet dies, dass die Inflation langfristig höher sein wird als heute. Das Verhältnis der kurzfristigen Sätze mit einer Laufzeit von weniger als zwei Jahren hat sich indessen kaum verändert, d. h., für die nächsten zwei Jahre erwarten die Märkte keine Zunahme der Inflation. Demgegenüber ist die Zunahme der Differenz zwischen Fünf- und Zehnjahressatz ein Indiz dafür, dass die langfristige Durchschnittsinflation höher sein wird als die Inflation über die nächsten fünf Jahre.

Zur Analyse von Gleichung (10) werden zusätzliche Angaben über vergangene Inflationsraten benötigt. Anfang 1994 betrug die Inflationsrate in der Schweiz 2,1%, Mitte 1994 reduzierte sie sich bereits auf 0,5%, bevor sie bedingt durch die Einführung der Mehrwertsteuer 1995 auf durchschnittlich 1,8% anstieg. Seit Februar 1996 bewegt sich die Inflationsrate zwischen 0,5% und 0,9%.

Bezogen auf die Zehnjahresfrist kann aus Abbildung 2 abgelesen werden, dass $i(t,10) - \Pi(t,1)$ im Januar 1994 rund 2% und im April 1997 rund 3% betrug. Falls $d=1$, bewegen sich die Inflationserwartungen mit dem Zeitverlauf der Kassasätze mit der entsprechenden Laufzeit. Ist $d=0$, so ist die Inflationserwartung über jeden Zeitraum gleich der gegenwärtigen Inflation und der Konstante c . Für alle Werte von d zwischen null und eins deutet die Entwicklung auf einen Rückgang der Inflationserwartungen zwischen 1994 und heute hin. Seit 1996 sind die Inflationserwartungen ungefähr stabil.

In bezug auf die Ausführungen über die Gleichungen (9) und (10) müssen einige Einschränkungen beachtet werden. Wie erwähnt, beruhen sie auf der

fragwürdigen Annahme, dass der Realzinssatz konstant ist. Es ist durchaus möglich, dass sich der Realzins im Konjunkturverlauf prozyklisch verhält. Auch unterliegen die schweizerischen Zinssätze einem gewissen Einfluss vom Ausland. Immer wieder kann beobachtet werden, dass sich eine Veränderung gewisser ausländischer Zinssätze auch auf die Schweiz überträgt, ohne dass sich an den inländischen Parametern etwas verändert hätte. Ein weiterer Punkt ist, dass die Schätzparameter im Zeitverlauf nicht unbedingt konstant sind und vom Verhalten der Notenbank beeinflusst werden können. Reagiert die Notenbank nicht immer gleich auf eine Erhöhung der langen Sätze, werden die Parameterwerte stark vom Beobachtungszeitraum abhängen (siehe dazu Mehra, 1997).

Terminalsätze und zukünftige Inflation

Als drittes geldpolitisches Analysekonzept von Zinskurven werden in diesem Abschnitt die Ter-

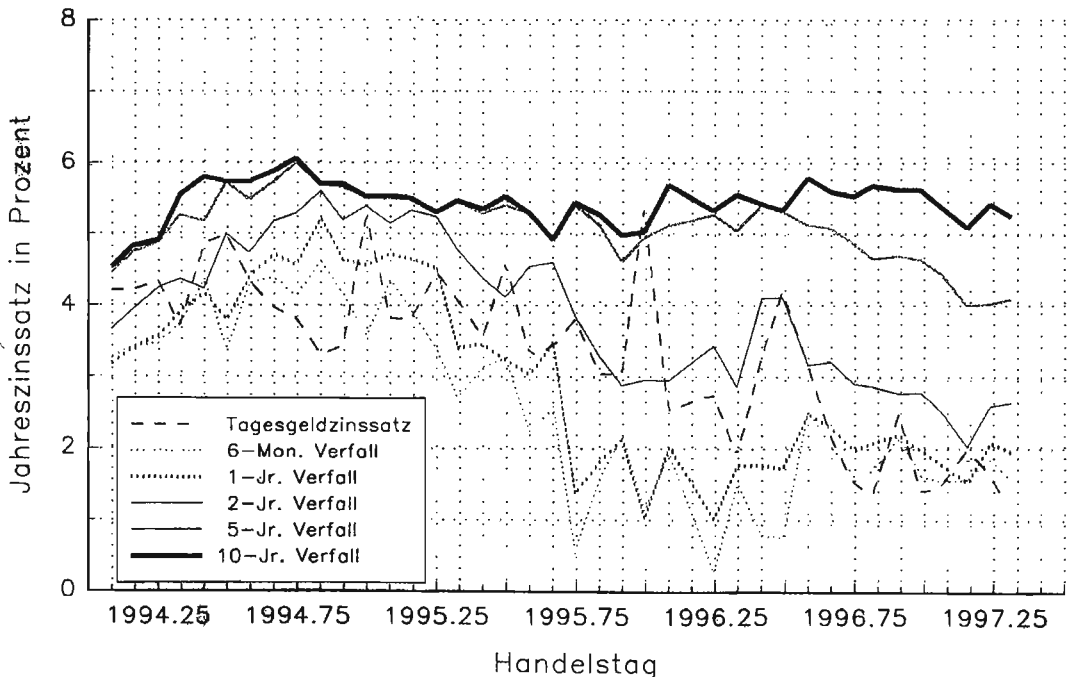
minsätze besprochen. Aufbauend auf der Erwartungstheorie (siehe Gleichung [7]) und dem Zusammenhang zwischen Termin- und Kassasätzen kann postuliert werden, dass

$$E_t i(t', m) = f(t, t', t' + m) + \phi \quad (11)$$

ist. Der zum Zeitpunkt t für t' erwartete Kassazinssatz für eine Anlage von m Perioden ist gleich der Summe aus einer Konstanten ϕ und dem in t gebildeten Terminalsatz für die Periode t' bis $t' + m$. Die Konstante ϕ ist als Risikoprämie zu verstehen, die sowohl vom Erwartungshorizont als auch von der Laufzeit abhängt. Empirische Schätzungen dieser Beziehung für mehrere Länder wurden u. a. in Jorion und Mishkin (1991) durchgeführt.

In Abbildung 3 sind die augenblicklichen Terminalsätze für den Zeitraum von Januar 1994 bis April 1997 dargestellt. Da $i(t, 0) = f(t, t, 0)$ ist, können wir den Terminalsatz des Tagesgeldes als kürzesten

Abbildung 3
Augenblickliche Terminalsätze
31. Januar 1994 – 23. April 1997



Kassasatz verwenden. Basierend auf Gleichung (11) ist die Veränderung des augenblicklichen Terminalsatzes mit einer Laufzeit t' gleichbedeutend mit der erwarteten Veränderung der Tagessätze zwischen t' und $t'+1$. Abbildung 3 zeigt, dass die augenblicklichen Terminalsätze mit einer Laufzeit von zehn Jahren seit Herbst 1994 ziemlich konstant sind. Dies bedeutet, dass die gelockerte Geldpolitik der SNB noch nichts an den langfristigen Erwartungen über das Niveau der kurzfristigen Zinssätze geändert hat. Gingen die Märkte davon aus, dass die SNB langfristig eine höhere Durchschnittsinflation zulässt, müssten diese Terminalsätze ansteigen.

Die Fünfjahres-Terminalsätze verliefen auch nach Beginn der expansiveren Geldpolitik auf ihrem alten Niveau. Seit Sommer 1996 haben sie jedoch leicht nachgegeben. Dies deutet gemäss Gleichung (11) darauf hin, dass die Märkte ihre Erwartungen über die mittelfristige Zinsentwicklung geändert haben. Sie haben die Zeitspanne, für die tiefe Zinssätze erwartet werden, ausgedehnt. Dies bedeutet, dass die Märkte jetzt davon ausgehen, dass es länger als zuvor erwartet dauern wird, bis die Nationalbank die monetären Zügel wieder straffen wird.

Die zweijährigen Terminalsätze sind seit Anfang 1995 gefallen. Wie schon bei den fünfjährigen augenblicklichen Terminalsätzen impliziert dieser Rückgang, dass die Märkte die Erwartungen über die Dauer der monetären Expansionsphase verlängert haben. Die Terminalsätze mit einer Laufzeit von einem Jahr verlaufen seit Herbst 1995

konstant. Gerade diese Entwicklung zeigt jedoch, dass sich die Erwartungen ex-post nicht immer als richtig erweisen müssen. Der Rückgang des Tagessatzes in der zweiten Jahreshälfte 1996 wurde von den Terminalsätzen nicht vorhergesagt.

Schlussbemerkungen

In diesem Aufsatz wurde gezeigt, wie aus den Sekundärmarktpreisen von Obligationen sogenannte Kassa- und Terminzinssätze hergeleitet werden können. Die geschätzten Zinskurven wurden in bezug auf ihre Aussagekraft für die Geldpolitik untersucht.

Die Analyse der Zinskurven mit drei verschiedenen Konzepten ergab, dass die Märkte, trotz der gelockerten Geldpolitik der SNB, nicht mit einem Anstieg der Inflation rechnen. Sie erwarten im Gegenteil, dass die Inflation in den nächsten Jahren tief bleiben und nur leicht über das heutige Niveau steigen wird. Die Terminzinssätze deuten an, dass die Märkte seit Sommer 1996 nicht mehr von einer baldigen Straffung des geldpolitischen Kurses ausgehen.

Diese Resultate sind mit einer gewissen Vorsicht zu geniessen. Aufgrund der Kürze der Datenreihe konnten keine ökonomischen Analysen durchgeführt werden. Zudem immer unterstellt, dass die Märkte ihre Erwartungen korrekt bilden, was bekannterweise nicht immer der Fall ist.

Literaturverzeichnis

- Büttler, Hans-Jürg. 1995. "Evaluation of Callable Bonds". *The Economic Journal* 105: 903–915.
- Campbell, John, Lo, Andrew, und MacKinlay, A. Craig. 1997. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton, New Jersey, Princeton University Press.
- Cox, John, Ingersoll, Jonathan, und Ross, Stephen. 1981. "A Re-Examination of Traditional Hypotheses about the Term Structure of Interest Rates". *Journal of Finance* 36 (4): 769–799.
- Deacon, Mark, und Derry, Andrew. 1994a. Estimating the Term Structure of Interest Rates. *Bank of England Working Paper Series*. 24.
- Deacon, Mark, und Derry, Andrew. 1994b. Deriving Estimates of Inflation Expectations from the Prices of UK Government Bonds. *Bank of England Working Paper Series*. 23.
- Engsted, Tom. 1995. "Does the Long-Term Interest Rate Predict Future Inflation?". *The Review of Economics and Statistics*: 42–54.
- Estrella, Arturo, und Mishkin, Frederic. 1996. "The Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions". *Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York* 2 (7): 1–6.
- Fabozzi, Frank, und Fabozzi, T. Dessa. 1989. *Bond Markets, Analysis and Strategies*. Englewood Cliffs, Prentice-Hall.
- Fisher, Irving. 1907. *The Rate of Interest*. New York, MacMillan Company.
- Gibson-Asner, Rajna. 1990. "Valuing Swiss Default-Free Callable Bonds". *Journal of Banking and Finance* 14: 649–672.
- Goodfriend, Marvin. 1993. "Interest Rate Policy and the Inflation Scare Problem: 1979–1992". *Economic Quarterly, Federal Reserve Bank of Richmond* 79/1: 1–24.
- Ireland, Peter. 1996. "Long-Term Interest Rates and Inflation: A Fisherian Approach". *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 82 (1): 21–35.
- Jorion, Philippe, und Mishkin, Frederic. 1991. "A Multicountry Comparison of Term-Structure Forecasts at Long Horizons". *Journal of Financial Economics* 29: 59–80.
- Mehra, Yash. 1997. The Bond Rate and Actual Future Inflation. *Federal Reserve Bank of Richmond, Working Paper Series*. 97–3.
- Mishkin, Frederic. 1990. "The Information in the Longer Maturity Term Structure about Future Inflation". *The Quarterly Journal of Economics* 105 (3): 815–828.
- Nelson, Charles, und Siegel, Andrew. 1987. "Parasimonious Modeling of Yield Curves". *Journal of Business* 60 (4): 473–489.
- Shiller, Robert. 1979. "The Volatility of Long-Term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure". *Journal of Political Economy* 87 (6): 1190–1219.
- Shiller, Robert, und McCulloch, J. Huston. 1990. The Term Structure of Interest Rates. *Handbook of Monetary Economics*. Hrsg.: B. M. Friedman und F. H. Hahn, Elsevier Science Publishers. 1: 627–722.
- Svensson, Lars. 1994. Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992–1994. *NBER Working Paper Series, Nr.* 4871.
- Svensson, Lars. 1995. "Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson & Siegel Method". *Sveriges Riksbank Quarterly Review* (3): 13–26.

Geld- und währungspolitische Chronik

Chronique monétaire

Botschaft zur Teilrevision des Nationalbankgesetzes

Am 17. März 1997 verabschiedete der Bundesrat eine Botschaft zur Teilrevision des Nationalbankgesetzes an die eidgenössischen Räte. Die Teilrevision ermöglicht der SNB eine flexiblere, den Innovationen auf den Finanzmärkten angepasste Anlage ihrer Währungsreserven. Sie wird der SNB erlauben, höhere Erträge zu erwirtschaften und so höhere Gewinne an Bund und Kantone auszuschütten.

Gegenwärtig begrenzt das Nationalbankgesetz die Laufzeit für Devisenreserven auf ein Jahr. Mit einer Aufhebung der Laufzeitenbeschränkung für handelbare Anlagen lassen sich die Gewinne auf den Devisenreserven deutlich steigern, da langfristige Anlagen im Durchschnitt höhere Erträge abwerfen als kurzfristige. Zudem soll der Einsatz von Derivaten zur Steuerung von Marktrisiken sowie die Ausleihe von Gold (Gold Lending) ermöglicht werden. Die vorgeschlagenen Anpassungen sollten es der SNB erlauben, jährlich Mehrerträge von insgesamt rund 400 Mio. Franken zu erzielen. Zurzeit schüttet die SNB jährlich maximal 600 Mio. Franken aus. Ferner wird die Mindestgolddeckung des Notenumlaufs von heute 40% auf 25% herabgesetzt. Da der Notenumlauf in der Vergangenheit bei unverändertem Goldbestand ständig gestiegen ist, wird die gesetzliche Deckungsvorschrift heute nur noch knapp erfüllt. Mit der Ausleihe von Gold liefe die SNB daher Gefahr, die Deckungsvorschrift von 40 Prozent während der Ausleihefrist zu unterschreiten. Mit der Herabsetzung des Deckungssatzes auf 25% hingegen kann der notwendige Spielraum geschaffen werden. Schliesslich wird die SNB von der direkten Bundessteuer befreit. Eine Besteuerung macht keinen Sinn, da sie nur zu einer entsprechenden Verringerung der Gewinnausschüttung an Bund und Kantone führt. Insgesamt bleibt der Mitteltransfer an den öffentlichen Sektor unverändert.

Message concernant une révision partielle de la loi sur la Banque nationale

Le 17 mars 1997, le Conseil fédéral a approuvé un message aux Chambres fédérales concernant une révision partielle de la loi sur la Banque nationale. Grâce à cette révision partielle, la BNS disposera d'une souplesse accrue pour ses placements de réserves monétaires et pourra tirer profit des innovations sur les marchés financiers. La révision permettra à la BNS d'obtenir des revenus plus élevés et, partant, de distribuer davantage de bénéfices à la Confédération et aux cantons.

Actuellement, la loi sur la Banque nationale limite à un an la durée des placements de devises. La suppression de cette limite, pour les placements qui sont négociables, devrait engendrer un net accroissement des revenus tirés des réserves de devises, étant donné que les placements à long terme sont en moyenne mieux rémunérés. En outre, la BNS pourra recourir aux produits dérivés pour gérer les risques de marché et effectuer des prêts d'or (gold lending). Les adaptations proposées devraient permettre à la BNS de dégager annuellement quelque 400 millions de francs de revenus supplémentaires. Aujourd'hui, la BNS distribue chaque année 600 millions de francs au maximum à la Confédération et aux cantons. Par ailleurs, la couverture-or minimale des billets en circulation sera ramenée de 40% à 25%. Cette disposition légale n'est actuellement respectée que de justesse, les billets en circulation ayant constamment augmenté dans le passé, alors que l'encaisse-or restait inchangée. En prêtant de l'or, la BNS risquerait de descendre temporairement au-dessous du taux de couverture de 40%. La réduction à 25% du taux de couverture lui donnera la marge de manoeuvre nécessaire en matière de prêts d'or. Enfin, la BNS sera exonérée de l'impôt fédéral direct. Une imposition n'est pas judicieuse, attendu qu'elle n'a pour effet que de réduire en conséquence le bénéfice distribué à la Confédération et aux cantons. Le montant global versé par la BNS au secteur public reste inchangé.

Quarterly Bulletin, 2, June 1997

Abstracts

Economic and monetary developments

Economic growth in the OECD countries strengthened in the first quarter of 1997. The chief stimuli again emanated from the Anglo-Saxon countries. While the vigorous growth remained broadly based in the United States, consumer demand was the driving force in the United Kingdom. In Germany and France, as well as in Japan, the economic revival was still mainly propelled by exports. Italy as yet witnessed no signs of a pickup in business activity. The Italian central bank therefore lowered benchmark rates significantly. The Banque de France also slightly reduced interest rates; monetary policy in Germany and Japan, however, remained unchanged. The strong economic expansion induced the Federal Reserve and the Bank of England to raise their key rates.

In Switzerland numerous factors seem to show that the economic decline was arrested in the first quarter. According to available indicators, gross domestic product is likely to remain largely unchanged from the previous period. Unemployment continued to rise on a seasonally-adjusted basis. Nevertheless, there was a slight increase in the number of unfilled jobs. Inflation remained at a low level. The monetary base expanded markedly and continued to exceed the medium-term target path. Sight deposit balances and particularly banknote circulation rose more vigorously than expected. Short- and long-term interest rates declined in the first half of the quarter, only to move up again somewhat in the second half; in April, they averaged 1.8% and 3.6% respectively. The Swiss National Bank reacted to the distinctly stronger Swiss franc in May with a liberal supply of liquidity. Consequently, short-term interest rates receded markedly.

General Meeting of Shareholders

In his speech the President of the Bank Council, Jakob Schönenberger, addressed the question of whether the function of the Bank Council is still defined in keeping with the times. The Bank Council is the National Bank's supervisory authority. The prolonged discussions during the establishment of the National Bank culminated in a regulation of responsibilities which created favourable conditions for a stability-oriented monetary policy. The clear division between management and supervision provides the Governing Board with the necessary leeway for conducting an independent monetary policy and adequately protects the National Bank from political pressures. The large number of members in the Bank Council compared to the private sector, however, seems somewhat outdated.

The Chairman of the Governing Board, Hans Meyer, sees the National Bank confronted with two challenges. On the one hand, it must maintain the price stability it made such great efforts to achieve. Under the threat of deflation, monetary policy was relaxed. Yet the money supply may not be allowed to expand at the present high rate much longer if a new inflation potential is to be avoided. The Bank will react appropriately to any unexpected developments which could prove detrimental to the Swiss economy without losing sight of the goal of price stability. On the other hand, the National Bank is faced with the task of bringing the reform of the Swiss monetary structure to a successful conclusion. Not only is the Constitution to be adapted to the radically changed monetary situation, but the National Bank's position is also to be reinforced by the revision. To end with, Hans Meyer, expressed his full support for the Swiss Foundation for Solidarity.

Yield curves and their information content for the SNB's monetary policy

In this paper, zero-coupon yield curves are estimated for Switzerland. They are then analysed with respect to their information content for monetary policy. Specifically, the question of whether the currently expansionary monetary policy of the Swiss National Bank has led to an increase in inflation expectations is investigated. It is found that the latest movements in the yield curve provide no indication of higher inflation expectations.

Economic and monetary developments

Economic growth in the OECD countries strengthened in the first quarter of 1997. The chief stimuli again emanated from the Anglo-Saxon countries. While the vigorous growth remained broadly based in the United States, consumer demand was the driving force in the United Kingdom. In Germany and France, as well as in Japan, the economic revival was still mainly propelled by exports. Italy as yet witnessed no

signs of a pickup in business activity. The Italian central bank therefore lowered benchmark rates significantly. The Banque de France also slightly reduced interest rates; monetary policy in Germany and Japan, however, remained unchanged. The strong economic expansion induced the Federal Reserve and the Bank of England to raise their key rates.

In Switzerland numerous factors seem to show that the economic decline was arrested in the first quarter. According to available indicators, gross domestic product is likely to remain largely unchanged from the previous period. Unemployment continued to rise on a seasonally-adjusted basis. Nevertheless, there was a slight increase in the number of unfilled jobs. Inflation remained at a low level. The monetary base expanded markedly and continued to exceed the medium-term target path. Sight deposit balances and particularly banknote circulation rose more vigorously than expected. Short- and long-term interest rates declined in the first half of the quarter, only to move up again somewhat in the second half; in April, they averaged 1.8% and 3.6% respectively. The Swiss National Bank reacted to the distinctly stronger Swiss franc in May with a liberal supply of liquidity. Consequently, short-term interest rates receded markedly.

Jakob Schönenberger

Opening speech at the General Meeting of Shareholders of April 18 1997

In his speech the President of the Bank Council, Jakob Schönenberger, addressed the question of whether the function of the Bank Council is still defined in keeping with the times. The Bank Council is the National Bank's supervisory authority. The prolonged discussions during the establishment of the National Bank culminated in a regulation of responsibilities which created favourable conditions for a stability-oriented monetary policy. The clear division between management and supervision provides the Governing Board with the necessary leeway for conducting an independent monetary policy and adequately protects the National Bank from political pressures. The large number of members in the Bank Council compared to the private sector, however, seems somewhat outdated.

Hans Meyer

Speech at the General Meeting of Shareholders of April 18 1997

The Chairman of the Governing Board, Hans Meyer, sees the National Bank confronted with two challenges. On the one hand, it must maintain the price stability it made such great efforts to achieve. Under the threat of deflation, monetary policy was relaxed. Yet the money supply may not be allowed to expand at the present high rate much longer if a new inflation potential is to be avoided. The Bank will react appropriately to any unexpected developments which could prove detrimental to the Swiss economy without losing sight of the goal of price stability. On the other hand, the National Bank is faced with the task of bringing the reform of the Swiss monetary structure to a successful conclusion. Not only is the Constitution to be adapted to the radically changed monetary situation, but the National Bank's position is also to be reinforced by the revision. To end with, Hans Meyer, expressed his full support for the Swiss Foundation for Solidarity.

Daniel Heller

Yield curves and their information content for the SNB's monetary policy

In this paper, zero-coupon yield curves are estimated for Switzerland. They are then analysed with respect to their information content for monetary policy. Specifically, the question of whether the currently expansionary monetary policy of the Swiss National Bank has led to an increase in inflation expectations is investigated. It is found that the latest movements in the yield curve provide no indication of higher inflation expectations.

Chronicle of monetary events

Message concerning the partial revision of the National Bank Law

On 17 March 1997 the Federal Council submitted a message concerning the partial revision of the National Bank Law to the federal parliament. The revised law will grant the SNB more flexibility in

investing its currency reserves by benefiting from the innovations in the financial markets. It will permit the SNB to achieve higher earnings and thus to distribute higher profits to the Confederation and the cantons.

Currently, the National Bank Law limits the maturities of foreign exchange reserves to one year. If maturity restrictions on marketable investments were lifted, profits on foreign exchange reserves could be significantly increased since, on average, long-term investments produce higher yields than short-term ones. Moreover, the use of derivatives for steering market risks and gold lending are to be allowed in future. The proposed adjustments should permit the SNB to achieve total higher earnings of approximately Sfr 400 million. At present, the SNB's distribution of profits amounts to a maximum of Sfr 600 million annually. Furthermore, the minimum gold coverage of banknote circulation is to be reduced from currently 40% to 25%. Since note circulation has risen constantly over time while gold holdings have remained unchanged, the legal backing regulation is now only just fulfilled. Engaging in gold lending business might therefore mean that the SNB no longer complies with the backing regulation of 40 percent during the lending period. If the coverage rate were lowered to 25%, however, this would create the necessary room for manoeuvre. Finally, the SNB is to be exempted from direct federal tax. This tax is not very meaningful as it only leads to a corresponding reduction in the distribution of profits to the Confederation and the cantons. Overall, the transfer of financial funds to the public sector remains unchanged.